

STATISTIQUES au 2017-12-31

CANADA

Chômage (décembre)	5.7 %	↓
I.P.C. (novembre)	2.1 %	↑
Billet Trésor 3 mois	1.05 %	↑
Obligation 5 ans	1.87 %	↑
Obligation 10 ans	2.05 %	↑
S&P/TSX	16209	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (décembre)	4.1 %	—
I.P.C. (novembre)	2.2 %	↑
Billet Trésor 3 mois	1.38 %	↑
Obligation 5 ans	2.21 %	↑
Obligation 10 ans	2.41 %	↓
Dow Jones - Industrielles	24719	↑
S&P 500	2674	↑

DEVICES

\$ É.-U. / \$ CAN	0.7955	↑
\$ É.-U. / € Euro	1.2005	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	112.69	↑

La flèche indique la tendance depuis la publication de la dernière donnée mensuelle ou de fin de mois.

SOMMAIRE ET REPARTITION D'ACTIFS

L'année 2017 fut généreuse au niveau des rendements. Pratiquement tous les marchés sont en hausse. L'indice mondial MSCI s'est apprécié de 16,3 % et celui des pays émergents de 27,8 %. Parmi les grands pays, notons l'avancée de 19,1 % de l'indice japonais et de 12,5 % de l'indice allemand. Pour l'investisseur canadien, la hausse de plus de 6,4 % de l'euro par rapport au dollar canadien n'a fait qu'améliorer la mise. Les marchés nord-américains ne sont pas en reste; l'indice S&P500 a grimpé de 21,8 %, le Nasdaq de 28,2 %, le Russell2000 de 13,1 % et le Dow Jones de 25,1 %. Comme le dollar canadien a gagné 6,8 % contre le billet vert, la performance totale du S&P500 est de 13,5 % pour un investisseur canadien, se comparant à 9,1 % pour l'indice canadien S&P/TSX. Les obligations ont aussi offert un rendement total positif, de 2,5 % pour l'indice Univers; l'indice des obligations de longues échéances a atteint une performance inattendue de 7,0 %.

Le passage du projet Trump sur la taxation a stimulé la bourse au dernier trimestre; les impôts des entreprises et des ménages américains vont donc baisser dès janvier. Sur l'ensemble des marchés, les profits des entreprises sont bons et contribuent à la valorisation des titres. La hausse récente des taux administrés par la Federal Reserve n'a pas été une surprise. Aussi, nous sommes confiants en ce début d'année que le cycle haussier se poursuivra malgré ses huit années d'expansion; nous entrevoyons de bonnes perspectives pour les titres de qualité tout en gardant une certaine dose de prudence compte tenu de l'optimisme ambiant. Les banques centrales adaptent graduellement leur politique à la conjoncture et les hausses de taux de court terme ne sont pas terminées; les courbes d'échéance se sont déjà passablement aplanies. L'année 2018 apparaît potentiellement comme une année de transition qui permettra à terme d'entrevoir soit une poursuite du cycle ou un ralentissement marqué en 2019.

- Les indices boursiers atteignent de nouveaux records; les profits corporatifs montent et les impôts baissent aux États-Unis.
- La croissance mondiale s'accélère; les marchés boursiers devraient en profiter.
- Bien que sous contrôle pour l'instant, l'inflation devient dans ce contexte un risque sous-jacent.
- Les politiques des banques centrales sont en transition; elles cherchent à normaliser les taux d'intérêt.
- La volatilité des marchés est étonnamment faible et la courbe des taux d'intérêt s'aplanit; l'année 2018 pourrait en être une de transition pour le cycle économique.

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 31 décembre 2017

	3 mois	1 an	3 ans *	5 ans *
FTSE/TMX - Bons du trésor - 91 jours	0.23 %	0.56 %	0.57 %	0.72 %
Obligations				
FTSE/TMX - Univers	2.02 %	2.52 %	2.56 %	3.01 %
FTSE/TMX - Court terme (1 à 5 ans)	0.28 %	0.08 %	1.23 %	1.70 %
FTSE/TMX - Adapté gestion privée ¹	0.62 %	0.43 %	1.72 %	2.27 %
FTSE/TMX - Moyen terme (5 à 10 ans)	1.12 %	0.96 %	2.46 %	3.14 %
FTSE/TMX - Long terme (+ de 10 ans)	5.22 %	7.03 %	4.42 %	4.65 %
Indices boursiers nord-américains				
Canada - S&P/TSX	4.45 %	9.10 %	6.59 %	8.63 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	7.01 %	13.47 %	14.25 %	21.25 %
États-Unis - Dow Jones	11.34 %	19.32 %	17.28 %	21.86 %
Indices boursiers internationaux				
Royaume-Uni - FTSE-100	6.40 %	14.23 %	7.19 %	10.51 %
France - CAC-40	1.88 %	15.99 %	10.04 %	10.85 %
Allemagne - DAX	2.91 %	19.45 %	12.04 %	14.20 %
Japon - Nikkei-225	12.26 %	14.93 %	14.33 %	16.09 %
Hong Kong - Hang Seng	8.95 %	25.71 %	10.71 %	10.53 %
Australie - S&P/ASX 200	6.72 %	7.92 %	4.97 %	4.33 %
MSCI - EAEO ²	4.59 %	16.45 %	10.55 %	12.99 %
Devises				
\$ CAN versus \$ É.-U.	-0.79 %	6.47 %	-2.65 %	-4.85 %

au 31 décembre 2017

Source : Bloomberg

* Rendement total annuel composé

¹ FTSE/TMX Univers pondéré avec 60 % court terme et 40 % moyen terme

² Morgan Stanley Capital Index - Europe, Australie et Extrême-Orient

ECONOMIE ET REVENU FIXE

Les deux événements marquants du dernier trimestre ont sûrement été l'adoption de la loi sur la réforme fiscale et la hausse des taux administrés aux États-Unis. Dans le cas de la hausse des taux, il n'y a eu aucune surprise, celle-ci ayant été téléguidée depuis des mois et les intervenants de marché étant plus que bien préparés pour un des derniers gestes de madame Yellen avant son départ à la retraite. Il y aura donc un nouveau président au conseil de décision de la politique monétaire après février; de nouveaux gouverneurs se joindront aussi à lui en cours de route. Les fondements de la politique ne devraient cependant pas être différents. La banque centrale américaine cherche à « normaliser » ses taux directeurs et la conjoncture y est favorable; elle a déjà commencé à réduire ses achats de titres obligataires sur les marchés, une opération qui s'accéléra au cours des prochains trimestres et qui durera quelques années. Les investisseurs s'y attendent sans crainte.

Dans le cas de la réforme fiscale, les marchés ont oscillé entre optimisme et pessimisme au gré des négociations au Congrès; dès son adoption, certaines entreprises ont annoncé des mesures salariales favorables à leurs employés, d'autres en ont profité pour confirmer des projets de dépenses en immobilisation. La réforme fiscale baisse notamment l'impôt sur les bénéfices des sociétés de 35 % à 21 %, et prévoit également que les entreprises puissent rapatrier leurs bénéfices actuellement détenus par leurs filiales à l'étranger à un taux de 8 % pour les actifs illiquides et de 15,5 % pour le numéraire. On verra bien l'efficacité de cette mesure dans le temps, mais il sera encore plus important de constater ce que feront les corporations américaines avec ces liquidités et la nouvelle marge de manœuvre après impôt que vient de leur procurer la réforme. Verrons-nous effectivement de nouveaux investissements en immobilisation et machinerie permettant d'améliorer la productivité et l'emploi, ou plutôt une nouvelle vague de fusions et d'acquisitions profitant à la valorisation boursière? Des rachats de titres sont aussi possibles. Une chose est sûre, bien qu'elle soit temporaire, car elle expirera dans le temps, la baisse des impôts pour les particuliers aura son effet; la consommation sera stimulée au cours des prochains mois. Ce qui a été jusqu'ici surprenant, c'est le peu de cas qui a été fait de la hausse des déficits et la dette sur les dix prochaines années, une bagatelle de quelque 1,5 trillion de dollars. Les marchés obligataires se sont en effet transigés sans en tenir compte; on aurait prévu une certaine tension sur les taux d'intérêt de long terme dans de telles circonstances, surtout au moment où la FED réduit ses achats de titres. Il y aura, par conséquent, plus d'obligations en circulation bientôt. Les taux de long terme n'ont cependant pas réussi à monter et terminent 2017 plus bas qu'il y a un an. Les obligations 30 ans du trésor américain ont en effet commencé l'année à 3,07 % et la terminent à 2,75 %. Que traduit ce comportement des investisseurs de long terme alors que les taux n'ont fait que monter dans les plus courtes échéances? L'aplanissement de la courbe des échéances a été important en 2017, aux États-Unis comme au Canada. Les taux canadiens à 2 ans ont monté de 87 points de base (pb), ceux de 5 ans de 75 pb; mais ceux de 30 ans ferment l'année seulement 25 pb plus haut qu'il y a douze mois.

La croissance mondiale est bonne; les indices précurseurs sont à la hausse pratiquement partout. Tant aux États-Unis qu'au Canada, le taux de chômage est bas. Dans ces conditions, l'inflation devrait normalement être à la hausse; nous croyons qu'elle le sera, mais peut-être pas autant que certains le pensent. Il existe encore des surplus de capacité de production à l'échelle mondiale, tant au niveau des équipements que de la main-d'œuvre, et le commerce mondial n'est pas mort malgré les incertitudes régnant sur les accords commerciaux depuis l'arrivée de l'administration Trump. Cependant, certaines juridictions ont annoncé des hausses importantes des salaires minimums; pensons à l'Ontario. Il devrait donc y avoir des pressions salariales si la conjoncture demeure

aussi bonne; reste à voir si cela se traduira par une capacité des entreprises à hausser les prix aux consommateurs ou si ce sont les marges bénéficiaires qui en seront réduites.

Toutes les banques centrales sont en mode transition ou en voie de l'être. La banque d'Europe voudrait mettre en place son plan de réduction des achats de titres, mais un resserrement important de sa politique monétaire pourrait être prématuré alors que l'inflation est faible et que l'euro s'apprécie. De plus, elle doit tenir compte des incertitudes politiques reliées au Brexit et à l'élection italienne dont la campagne débute. Au Japon, la situation n'a pas été aussi bonne depuis longtemps. La croissance chinoise a, quant à elle, atteint presque 7 % selon les chiffres officiels et les exportations ont repris malgré la hausse du yuan. Cependant, les relations commerciales américano-chinoises pourraient se détériorer et une détente de la croissance est probable. La stabilité du système financier demeure prioritaire pour les autorités chinoises.

La Banque du Canada a bougé deux fois en 2017, faisant passer son taux d'escompte de 0,75 % à 1,25 %. Après une croissance surprenante en première moitié d'année, le rythme a ralenti passablement depuis l'été et celle-ci s'affiche depuis en dents de scie. La demande intérieure est vigoureuse, mais au prix d'une baisse du taux d'épargne. La création d'emploi est forte et les salaires semblent monter plus rapidement de ce côté de la frontière. Toutefois, l'endettement des consommateurs et la vigueur du marché immobilier sont à surveiller. Les déficits budgétaires fédéraux et les hausses du salaire minimum dans certaines provinces devraient soutenir la croissance. La Banque est donc en attente et la conjoncture américaine s'avérera déterminante; une accélération de la croissance signifiera fort probablement une hausse des taux de court terme.

La conjoncture favorise encore les titres de crédit. En 2017, le secteur des obligations corporatives a bien fait dans toutes les échéances, les longues échéances se démarquant particulièrement avec une performance de 8,8 %. Les écarts de rendement ont diminué de façon continue pour les secteurs provincial et municipal aussi. Les provinciales de long terme ont procuré un rendement total de 8,0 % et, les municipales de 9,4 %. La tenue adéquate des budgets provinciaux et la bonne croissance au centre du pays, particulièrement au Québec, permettent aux écarts de rétrécir. Nous demeurons positifs sur les écarts provinciaux et municipaux, ceux-ci n'ayant pas encore rattrapé leur niveau d'avant crise alors que les écarts de crédits corporatifs de moindre qualité y arrivent bientôt. Nous suggérons de privilégier les titres de plus haute qualité dans le secteur corporatif.

Nous avons maintenu un positionnement prudent au niveau des durées au cours du dernier trimestre de même qu'un sur-positionnement en municipales de court et moyen termes. Compte tenu de la conjoncture prévue, nous maintiendrons ces positions au cours du prochain trimestre. Nous continuons d'anticiper des hausses de taux dans les courtes échéances. La tendance à l'aplanissement de la courbe des échéances demeurera en place en 2018, signifiant des taux d'intérêt montant plus rapidement dans le court que dans le long terme. Cela reflète selon nous que nous sommes entrés dans la phase du cycle pendant laquelle les actions restrictives des banques centrales reconfortent les acheteurs de titres de plus long terme. La demande pour les titres obligataires de long terme demeure étonnamment forte au niveau institutionnel et est renchérie par des taux plus élevés. Nous serions extrêmement surpris si les performances obligataires étaient aussi bonnes au cours de la nouvelle année qu'en 2017; il n'y a donc pas lieu de prendre des risques indus avec cette catégorie d'actifs. S'il s'avérait que 2018 soit aussi bonne que la dernière année, cela refléterait une conjoncture fortement plus faible que prévue.

ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

La progression importante des trois dernières semaines de septembre n'aura pas été éphémère pour le marché canadien. En effet, elle aura plutôt été la prémisse d'un excellent trimestre pour l'indice S&P TSX générant ainsi 4,45 %, soit près de la moitié du rendement annuel de celui-ci (9,10 %). Tous les secteurs ont contribué à cette performance ayant généré un rendement positif. Le secteur de la santé, représentant moins de 1 % de l'indice, a su renverser sa tendance baissière des 9 premiers mois en livrant une performance imposante de 46,67 % dans les trois derniers mois, générant ainsi un rendement annuel de 34,20 %. Pour ce qui est de la consommation de base (6,17 %), de l'immobilier (6,02 %) et des services financiers (5,74 %), ils ont tous très bien performé, tandis que les compagnies de services publics (2,62 %), et surtout les sociétés pétrolières (0,66 %), n'ont su tirer aussi bien leur épingle du jeu. Sur une base annuelle, le scénario est semblable; tous les autres secteurs d'activités ont fourni des rendements positifs intéressants, à l'exception du secteur de l'énergie (-7,01 %).

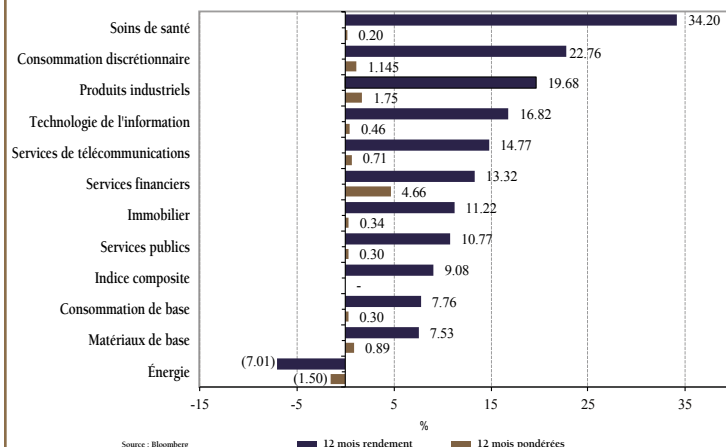
Notre stratégie d'actions canadiennes aura su générer des rendements de près de 3 % supérieurs à l'indice de référence S&P TSX. Encore une fois cette année, c'est la sélection de nos titres qui a livré ces résultats alors que l'allocation sectorielle n'aura pratiquement rien produit. Notre pondération sectorielle étant très similaire à celle de l'indice, il va de soi que ce sont les sociétés que nous ciblons dans chacun de ces secteurs qui font la différence. En effet, près de 75 % de la valeur ajoutée provient de nos choix de titres dans les secteurs de l'énergie et des matériaux de base. Nos investissements dans les sociétés telles que First Quantum et Stella Jones dans les matériaux de base, ou encore Canadian Natural Ressources et Parkland Fuel Corp. dans l'énergie, sont de bons exemples de sociétés de qualité nous ayant permis de livrer un rendement supérieur au marché encore une fois cette année. La performance du marché canadien en 2018 dépendra fortement de celle de l'économie mondiale et des prix des matières premières. Dans un contexte de croissance mondiale soutenue, la bourse canadienne pourrait fournir une performance des plus respectables, entraînée principalement par les secteurs à caractère cyclique. Nous demeurons optimistes pour les perspectives canadiennes en 2018, mais les négociations de l'ALÉNA et la dette élevée des consommateurs canadiens demeurent des sujets de préoccupations constantes qui pourraient avoir une influence sur les résultats futurs.

Le marché américain (S&P 500) a maintenu ses excellents résultats de 2017 avec une performance trimestrielle de 7,00 %, pour ainsi mener le total annuel à 13,47 % pour l'investisseur canadien. À noter qu'en éliminant l'effet de devises, ce rendement aurait atteint 21,83 %. C'est sans surprise que les titres technologiques (9,38 % sur trois mois) auront joué un rôle de premier plan tout au long de l'année, terminant ainsi avec une hausse de 29,31 %. Les titres pétroliers, tout comme leurs pendants canadiens, ont été les mal-aimés avec une performance annuelle négative de 7,80 %, alors que le secteur des télécommunications (- 8,03 %) était le seul autre à perdre de la valeur.

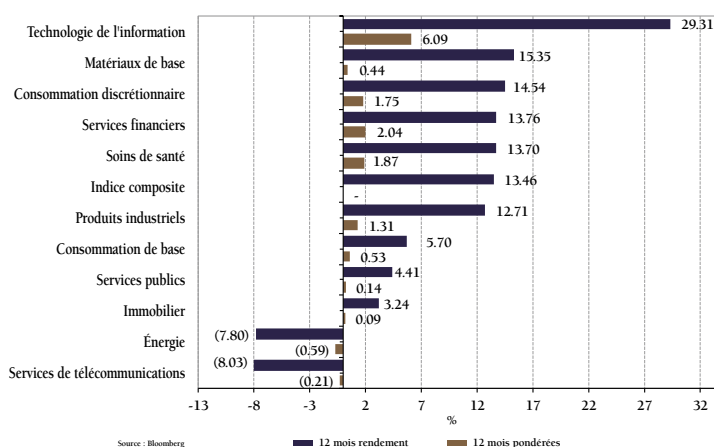
La montée des actions reste soutenue et est supportée par des bénéfices supérieurs aux prévisions, ce qui est très déterminant compte tenu de la presque constante augmentation du S&P500 depuis 2009. De plus, la hausse des profits semble être généralisée à l'ensemble des marchés boursiers. L'année 2017 aura été très différente des autres années, puisque la montée de l'indice américain provient en grande partie de la croissance des profits, contrairement aux années passées où l'augmentation de valeurs provenait de la hausse du multiple cours /bénéfices accordée par les investisseurs au marché boursier.

Nous croyons que la bonne performance au niveau des bénéfices des entreprises devrait se poursuivre en 2018 tant que les indicateurs économiques continueront de dépasser les attentes. À l'échelle mondiale, l'indice des surprises économiques est au plus haut depuis plus d'un an. Il s'agit des meilleures perspectives depuis plusieurs années. Les prévisions de croissance des bénéfices aux États-Unis des analystes sont de plus de 14 %. Cet optimiste habituel de leur part est en partie basé sur des réductions importantes d'impôts chez nos voisins du Sud; reste à voir l'impact réel de cette nouvelle réforme. Cependant, des déceptions pourraient survenir en cours d'année 2018 et provoquer une volatilité un peu plus élevée qu'en fin d'année 2017. Notre stratégie pour les actions nord-américaines demeure orientée vers la prudence en favorisant des entreprises à plus faible volatilité et produisant des rendements de ses dividendes élevés.

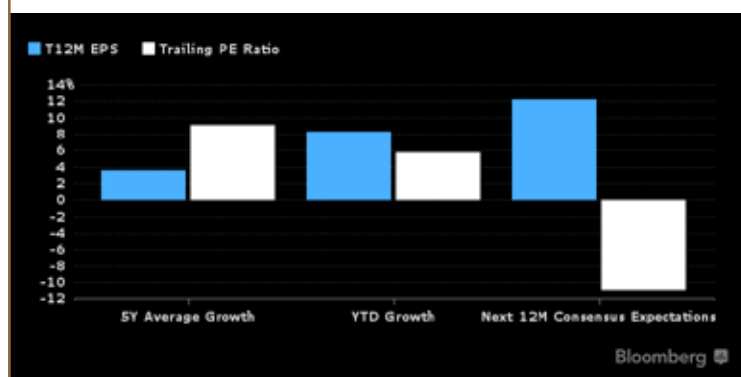
S&P/TSX Composite - Performances sectorielles incluant les dividendes au 31 décembre 2017 (\$ CA)



S&P 500 Composite- Performances sectorielles incluant les dividendes au 31 décembre 2017 (\$ CA)



Source de la croissance des marchés



ACTIONS INTERNATIONALES

Les rendements bruts de l'année 2017 du fonds ciblé mondial et du fonds EAEO ont affiché respectivement 8,7 % et 27,7 % par rapport à 14 % et 16,5 % pour leur index de référence respectif. Au cours des quatre dernières années, les investisseurs du fonds ciblé mondial ont réalisé un rendement brut annualisé de 14,3 % versus 12,7 % pour l'index de référence. Les investisseurs du fonds EAEO ont atteint un rendement brut annuel de 12,8 % versus 8,9 % pour l'index de référence.

Bien que votre gestionnaire de portefeuille en connaisse davantage à propos des restaurants grecs que de la mythologie grecque, il se souvient des grandes lignes de la fameuse épopée d'Ulysse. Ulysse avait été prévenu par la déesse Circé qu'il devait passer à proximité d'une île sur laquelle vivaient des sirènes. Cependant, le chant des sirènes était tellement attrayant que la seule façon d'éviter de tomber dans leur piège était de se mettre de la cire dans les oreilles ou de s'attacher au mât du bateau afin de ne pas en bouger. Ulysse et ses hommes ont suivi ce conseil et ont pu demeurer à l'abri des sirènes.

Mais quel est le lien de cette histoire avec les investissements ?

Le monde moderne des investissements est rempli de chants de sirènes tels que :

- La hausse des actions FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Google) qui semble irrésistible;
- Le battage médiatique entourant les Bitcoins et la technologie blockchain;
- Les soi-disant gourous des finances qui prédisent une hausse spectaculaire et imprévue (ou un effondrement) du marché;
- Un tuyau « sans danger » à la bourse par une personne qui se dit « initiée »;
- Toute manchette sensationnelle diffusée par les médias financiers;
- Suivi des mouvements boursiers de minutes en minutes.

ACTIONS QUÉBÉCOISES

Le rendement brut du Fonds Québec Eterna a été de 3,1 % pour le quatrième trimestre de 2017 et de 13,7 % pour l'année 2017. Pour la huitième année consécutive, le rendement pour nos portefeuilles Québec a été supérieur à celui de l'indice TSX, qui a terminé l'année 2017 avec un rendement de 9,1 %. Un des principaux contributeurs positifs du trimestre a été Alimentation Couche-Tard, en hausse de 15 % depuis la fin septembre. Suite à la publication de leurs bons résultats, le titre a connu une progression intéressante. Cette dernière a racheté quelques 4,4 millions d'actions avec la vente complétée d'un bloc d'actions détenu par Metro. La compagnie rapporte déjà des synergies de son acquisition de CST, qui participait aux résultats pour la première fois. Les autres contributeurs positifs ont été Bombardier qui a annoncé des nouvelles commandes d'avions CSeries conformément à l'entente avec Airbus, ainsi qu'Intertape Polymer, qui a rebondi suite à la publication de résultats supérieurs aux attentes. Les contributions négatives sont venues de Technologie Mediagrip, qui a vu ses résultats souffrir après une récente acquisition qui pèse sur sa profitabilité,

Tout comme les disciples d'Ulysse, nous suivons leur exemple en nous bouchant les oreilles avec de la cire. Lorsque vient le temps de prendre nos informations financières, nous suivons une diète très stricte en nous obligeant à ne consulter que les rapports annuels, les transcriptions des conférences téléphoniques et des ouvrages très bien documentés. Au fil des années, nous avons appris que les marchés financiers constituent des systèmes extrêmement complexes et que les prophéties en révèlent davantage sur les faiblesses du prophète que sur l'avenir qui nous attend. C'est pourquoi nous évitons les supposés gourous de l'investissement, les macro-prévisionnistes et analystes employés par les courtiers comme la peste. Cela comporte également un avantage supplémentaire : nos clients n'ont pas à payer pour les services de ces « sauveurs ».

Le parallèle avec l'histoire d'Ulysse ne s'arrête pas là. Nous abondons dans le même sens que Blaise Pascal qui a observé il y a plus de 300 ans que « [...] tout le malheur des hommes vient d'une seule chose, qui est de ne pas savoir demeurer en repos dans une chambre. » Il n'y a pas de meilleure description pour le plus grand défi en gestion de portefeuille, c'est-à-dire le besoin de contrôler le désir naturel d'agir, particulièrement lorsque momentanément les marchés ne correspondent pas à notre positionnement sur le marché. Nous nous « attachons » symboliquement au mât en limitant notre rotation à un maximum de 20 % annuellement (permettez-nous d'ajouter, avec fierté, que jusqu'à maintenant ce taux de rotation du portefeuille a toujours été de beaucoup en deçà de cette limite). Cette discipline que nous nous imposons nous empêche d'être tentés par la « saveur du jour » et réduit de manière importante les frais de transactions de nos clients. Alors que l'instinct est une qualité particulièrement souhaitée chez les artistes, les augures et les athlètes, nous détestons la « pensée rapide » (Système 1 de Kahneman) lorsque vient le temps de procéder à des investissements et nous préférons de loin prendre des décisions réfléchies (Système 2).

Nous souhaitons que nos clients suivent une approche similaire, c'est-à-dire qu'ils suppriment le plus possible les bruits de fond et qu'ils connaissent une Nouvelle année remplie de santé et de prospérité.

ainsi qu'Air Canada, qui retraite après les fortes hausses des trimestres précédents. Pour l'année 2017, les principaux contributeurs positifs ont été Air Canada, Cogeco, 5N Plus et BRP.

En termes de mouvements de portefeuille, nous avons diminué la position dans Cogeco après une bonne performance du titre et une hausse de ses mesures d'évaluation. En contrepartie, nous avons augmenté la position dans BCE qui se transigeait à des mesures d'évaluation relatives plus attrayantes. Nous avons aussi diminué la position dans BRP pour des raisons similaires à Cogeco, en contrepartie d'une hausse dans Uni-Select et SNC Lavalin. Nous avons aussi participé dans le financement de Mason Graphite. Avec celui-ci, l'entreprise pourra aller de l'avant avec le développement de la mine de graphite du Lac Guérêt et débiter le projet de l'usine de concentration à Baie Comeau. Avec le sentiment que le marché boursier est maintenant dans une zone d'optimisme extrême, notre stratégie demeure la même et nous continuons à conserver un niveau d'encaisse plus élevé que la normale. Nos perspectives économiques à moyen et long termes demeurent positives, mais nous attendons une correction des marchés avant de réinvestir les liquidités.