

STATISTIQUES au 2018-03-31

CANADA

Chômage (février)	5,80%	↓
I.P.C. (février)	2,20%	↑
Billet Trésor 3 mois	1,12%	↓
Obligation 5 ans	1,97%	↓
Obligation 10 ans	2,09%	↓
S&P/TSX	15 367	↓

ÉTATS-UNIS

Chômage (février)	4,10%	
I.P.C. (février)	2,20%	↑
Billet Trésor 3 mois	1,70%	↑
Obligation 5 ans	2,56%	↓
Obligation 10 ans	2,74%	↓
Dow Jones - Industrielles	24 103	↓
S&P 500	2 641	↓

DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,7755	↑
\$ É.-U. / € Euro	1,2324	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	106,28	↑

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

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Après l'accalmie de 2017, la volatilité des marchés est revenue en force au premier trimestre de 2018. Les mouvements ont été spectaculaires, particulièrement en février alors que les indices boursiers ont chuté drastiquement de près de 10 % pour ensuite rebondir. Le mois de mars a, quant à lui, replongé les investisseurs dans l'inquiétude alors qu'une guerre de tarifs douaniers se pointait à l'horizon entre les États-Unis et la Chine et que les titres d'Amazon et de Facebook reculaient en fin de mars. Le premier titre se repliait suite aux critiques du président américain sur leur politique de livraison et le peu d'impôts payés, le deuxième faisant suite aux révélations quant à l'utilisation de données de ses abonnés. Au total, l'indice américain S&P 500 a perdu 0,8 % au premier trimestre. L'indice canadien S&P/TSX a, de son côté, généré une perte de 4,5 % depuis le début de l'année. Tous les secteurs ont reculé, exception faite de la technologie de l'information soutenue par CGI, BlackBerry et Spotify. L'ensemble des places boursières sont à la baisse, quelques indices régionaux réussissant à maintenir des rendements positifs depuis décembre, principalement dans des marchés émergents. Le recul de notre dollar de quelque 2,4 % a aidé l'investisseur canadien dans ses placements étrangers. Le dollar américain a, pour sa part, baissé contre l'ensemble des autres devises. Le marché des obligations a été témoin d'une

augmentation des taux d'intérêt en janvier et février. En fait, la première vague de recul boursier a été initiée par la crainte de hausse des taux d'intérêt et d'inflation. En mars, le marché obligataire a offert un rallye appréciable alors que des signes de ralentissement économique et les pertes boursières ont stimulé l'achat d'obligations à plus long terme aux taux de rendement à échéance les plus élevés depuis quelques années. Pour le trimestre, l'indice obligataire canadien FTSE-TMX Univers a offert un rendement de 0,1 %, les titres fédéraux de long terme faisant le mieux avec 0,8 %.

Malgré les soubresauts des marchés financiers, l'expansion continue. Des signes de ralentissement sont apparus au cours des derniers mois, mais les effets des baisses d'impôts aux États-Unis se feront sentir au cours des prochains trimestres. La hausse récente de l'inflation n'est pas inattendue, tout comme celle des taux administrés par la Banque centrale américaine, si bien que les mouvements à la baisse des indices au premier trimestre apparaissent comme une correction suite à l'euphorie de fin 2017. La purge de certains excès pourrait permettre la poursuite du cycle haussier tant que les politiques monétaires ne deviennent pas plus restrictives. Comme nous l'avons écrit au début de l'année, une plus grande prudence est de mise à ce stade avancé du cycle et les titres de plus grande qualité doivent être favorisés.

- Les indices boursiers ont corrigé suite à l'atteinte de nouveaux records.
- La croissance mondiale demeure bonne; les banques centrales cherchent à normaliser les taux d'intérêt avant que l'inflation ne devienne un problème.

- Alors que les taux de chômage sont faibles, il faut surveiller les hausses de salaires potentielles et la capacité des entreprises à y faire face.
- La volatilité des marchés sera plus élevée cette année et les courbes de taux d'intérêt s'aplaniront encore; l'année 2018 pourrait en être une de transition pour le cycle économique.

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 31 mars 2018

	3 mois	1 an	3 ans *	5 ans *
FTSE/TMX - Bons du trésor - 91 jours	0,30 %	0,76 %	0,59 %	0,74 %
Obligations				
FTSE/TMX - Univers	0,10 %	1,36 %	1,21 %	2,89 %
FTSE/TMX - Court terme (1 à 5 ans)	0,22 %	-0,37 %	0,67 %	1,56 %
FTSE/TMX - Adapté gestion privée ¹	0,14 %	-0,41 %	0,82 %	2,08 %
FTSE/TMX - Moyen terme (5 à 10 ans)	0,01 %	-0,49 %	1,04 %	2,86 %
FTSE/TMX - Long terme (+ de 10 ans)	-0,01 %	5,06 %	2,05 %	4,70 %
Indices boursiers nord-américains				
Canada - S&P/TSX	-4,52 %	1,71 %	4,07 %	6,93 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	2,21 %	10,56 %	11,43 %	18,84 %
États-Unis - Dow Jones	0,97 %	15,80 %	14,15 %	18,86 %
Indices boursiers internationaux				
Royaume-Uni - FTSE-100	-0,95 %	8,63 %	4,02 %	9,21 %
France - CAC-40	2,42 %	12,41 %	6,17 %	11,00 %
Allemagne - DAX	-1,39 %	9,48 %	5,63 %	13,55 %
Japon - Nikkei-225	2,77 %	15,20 %	8,64 %	14,22 %
Hong Kong - Hang Seng	3,12 %	19,86 %	6,70 %	11,12 %
Australie - S&P/ASX 200	-3,91 %	-4,40 %	0,08 %	1,64 %
MSCI - EAEO ²	1,31 %	11,23 %	6,14 %	11,65 %
Devises				
\$ CAN versus \$ É.-U.	-2,62 %	3,14 %	-0,56 %	-4,86 %

au 31 mars 2018

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

ÉCONOMIE ET TITRES À REVENU FIXE

Les politiques économiques sont au cœur des enjeux importants en 2018. D'une part, les gouvernements ont adopté des mesures budgétaires et fiscales stimulantes. Aux États-Unis, les baisses d'impôts votées en décembre dernier devraient se faire sentir en cours d'année alors qu'autant les ménages que les entreprises bénéficient maintenant de taux de taxation plus bas. De plus, le Congrès vient de voter un programme de dépenses qui pourrait résulter en un déficit budgétaire fédéral de près de 1 000 milliards \$ l'an prochain. Au Canada, les gouvernements de l'Ontario et du Québec viennent de déposer des budgets augmentant sensiblement les dépenses publiques. Le gouvernement fédéral n'a, quant à lui, aucune intention de réduire le déficit et de revenir à l'équilibre budgétaire avant plusieurs années.

D'autre part, les taux d'intérêt demeurent bas, permettant encore aux ménages d'assumer le service de leur dette qui a augmenté de façon importante depuis deux ans, réduisant leur appétit pour l'épargne. Il faut, en effet, souligner la baisse du taux d'épargne aux États-Unis qui est revenu près des creux historiques des années 2000 à 2,6 %. Les banques centrales ont cependant changé leur politique. La Fed américaine a encore monté ses taux récemment et a annoncé clairement qu'elle le fera encore tant que la conjoncture le lui permettra. Les autorités monétaires américaines sont en quelque sorte en mode préventif. Elles cherchent à « normaliser » les taux d'intérêt qui ont été gardés extrêmement bas depuis la grande récession et craignent que des pressions inflationnistes sous-jacentes n'apparaissent au grand jour compte tenu de la conjoncture de politiques fiscales expansionnistes et d'un taux de chômage laissant croire au plein emploi. De son côté, la Banque centrale européenne maintient sa détente pour l'instant, mais démontre clairement son intention de réduire l'assouplissement monétaire et de monter les taux administrés qui sont encore négatifs. En Chine, le gouvernement a récemment accru les pouvoirs de la Banque populaire de Chine afin de mieux encadrer le secteur financier et de réduire ses excès. Chez nous, la Banque du Canada avait augmenté ses taux au début janvier, une troisième hausse depuis 2015, mais ne l'a pas fait en mars, notant les incertitudes quant aux négociations sur l'ALENA et la faiblesse du dollar canadien, mais surtout le ralentissement marqué de l'économie canadienne au cours des derniers mois. En effet, plusieurs indices de faiblesse sont apparus récemment : le Canada a perdu 72 000 emplois depuis décembre, le PIB a baissé de 0,1 % en février, réduisant le rythme annuel à 2,7 % alors qu'il était de plus de 4,5 % il y a un an, et la production industrielle a fortement ralenti. Également, les ventes au détail, les livraisons manufacturières et les ventes de maisons sont toutes plus faibles. Tout cela dans un contexte d'utilisation des capacités industrielles à son maximum en dix ans. Il nous apparaît difficile de juger de la faculté de l'économie canadienne à encaisser des hausses de taux quand on ajoute dans ce contexte les excès immobiliers de régions importantes du pays comme Vancouver et Toronto, les incertitudes quant au libre-échange, et la hausse possible des tarifs. Fort à parier que plusieurs entreprises sont

en mode attente quant à ces deux derniers facteurs. Le secteur extérieur peine à contribuer à la croissance avec un déficit de la balance commerciale et un faible niveau d'exportations.

Dans l'ensemble, on devrait s'attendre à une hausse des coûts d'emploi, mais cela tarde à se réaliser. Les marchés s'attendent encore à une poursuite et une synchronisation mondiale de l'expansion, à la stabilité des marges bénéficiaires des entreprises, à une hausse de leur profitabilité et à une augmentation des taux d'intérêt. Il devient donc important d'observer comment les ménages américains gèrent leur épargne et à quel point les entreprises préfèrent le rachat d'actions aux investissements productifs. Il faut aussi se rappeler le niveau élevé de la dette corporative. Somme toute, nous croyons que le scénario d'une poursuite de la croissance à un rythme modéré est encore le plus probable. Les taux d'inflation annuel monteront temporairement pour se stabiliser après l'été, favorisant une hausse graduelle et prévisible des taux d'intérêt à court terme et un aplanissement des courbes de rendements.

Les taux sur titres obligataires ont baissé récemment, spécialement dans les longues échéances, réagissant positivement à la tourmente boursière. Au Canada, les taux de plus court terme se sont stabilisés suite aux signes récents de faiblesse. Les taux sur titres fédéraux de 10 ans terminent le trimestre à 2,10 %, à peine 5 points de base plus hauts qu'en fin décembre. Les taux à 2 ans terminent mars à 1,77 % contre 1,69 % à la fin 2017. Les écarts de crédit provinciaux ont augmenté pendant le trimestre dans les longues échéances. La situation budgétaire de l'Ontario de même que son échéance électorale créent de l'inconfort. Les titres fédéraux ont été préférés. Ce phénomène de fuite vers la qualité s'est aussi reflété chez les titres corporatifs qui ont vu leurs écarts grimper dans toutes les échéances. À l'échelle globale, les écarts de crédit se sont ouverts partout, les titres « high yield » sous-performant dans la baisse des taux. Pour l'indice canadien FTSE/TMX, seuls les sous-indices de court terme (2 à 5 ans) et des corporatives ont offert des performances à peine positives depuis le début de l'année.

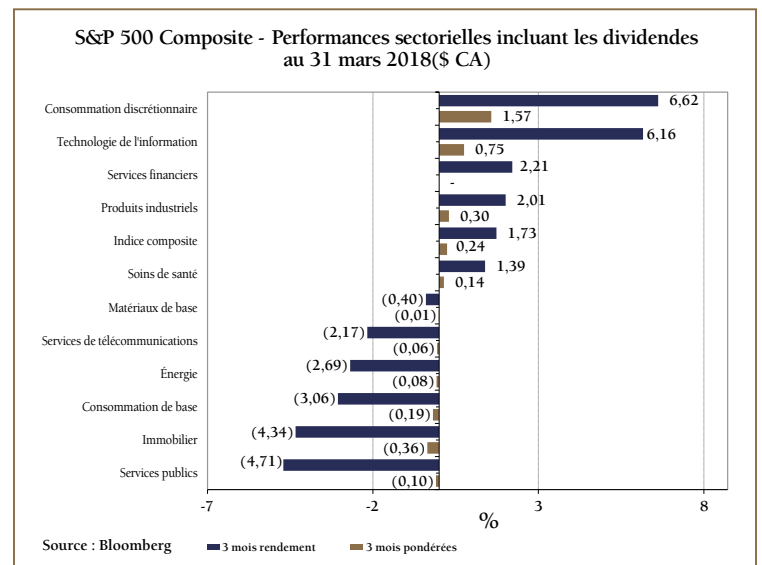
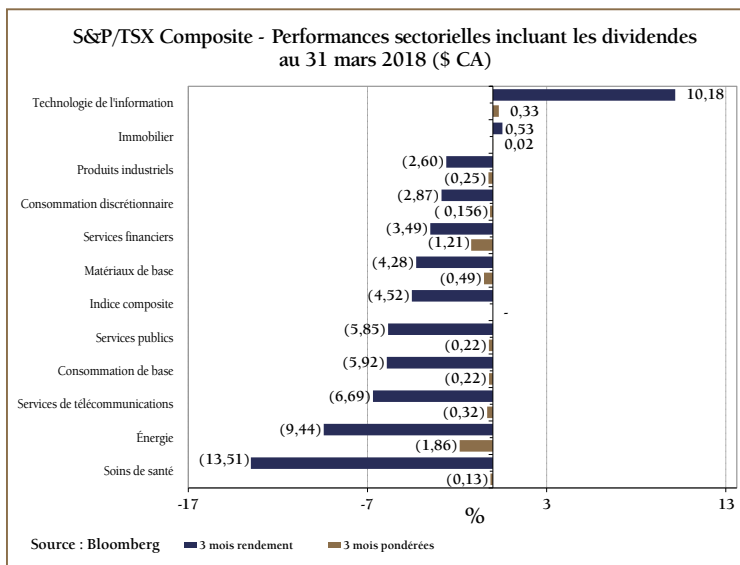
Nous avons pris peu de risques de durée dans nos portefeuilles actifs en revenu fixe jusqu'ici cette année. Pour les stratégies de plus court terme, nous avons surpondéré les titres municipaux québécois qui offrent un rendement à échéance de 45 pb de plus qu'un titre de la province de Québec. Pour nos mandats Univers, nous avons augmenté légèrement la durée des portefeuilles en janvier et février dans la hausse des taux pour la réduire quelque peu en mars, clôturant le trimestre avec une durée légèrement plus élevée que l'indice. Nous planifions réduire les risques des portefeuilles au deuxième trimestre. Nous sommes particulièrement attentifs à l'évolution du secteur corporatif où les écarts de taux demeurent très bas malgré les dernières semaines. Quant au secteur provincial, ces écarts nous semblent encore attrayants; la situation financière du Québec est particulièrement bonne.

ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

Après une excellente fin d'année 2017, le marché boursier canadien a débuté le trimestre calmement, sans grande variation. C'est à partir de la 3e semaine de janvier que tout a subitement changé. En effet, l'indice S&P/TSX perdait plus de 7 % sur 15 jours, suivant ainsi son comparable américain. Les indices de volatilité ont sursauté à des niveaux que l'on n'avait pas vus depuis 2015 alors que la confiance des investisseurs, qui nous semblait inébranlable depuis déjà quelques trimestres, s'effritait quelque peu. Le reste du trimestre s'est déroulé sur cette même trame de fond, c'est-à-dire des changements brusques dans la perception des marchés générant des mouvements quotidiens importants des cotes boursières. La bourse canadienne a finalement terminé le trimestre avec une perte de 4,5 %, alors que tous les secteurs, à l'exception de ceux de l'immobilier (0,5 %) et des technologies de l'information (10,2 %), n'ont su livrer de rendement positif. Le secteur de la santé (-13,5 %), ayant perdu de son élan de fin d'année, a été celui le plus durement touché, mais c'est encore une fois le secteur de l'énergie (-9,4 %) qui a, tout comme l'année dernière, eu le plus grand impact négatif sur notre indice canadien. Bien que le prix du pétrole (WTI) ait grimpé de plus de 7 % en 2018, le pétrole canadien (WCS) tarde à matérialiser cette croissance de prix. Cela met une

pression importante sur les sociétés canadiennes œuvrant dans ce secteur qui, mentionnons-le, a perdu près de 20 % depuis les 15 derniers mois.

Tout au long du trimestre, nous avons maintenu notre approche défensive entamée en fin d'année 2017, ce qui nous a permis de maintenir une performance légèrement au-dessus de celle de notre indice de référence (S&P/TSX). Notre surexposition au secteur de l'énergie aura coûté quelques points de base, mais la qualité des sociétés détenues en portefeuille, telles que Parkland Fuel Corp ou encore Suncor Energy, aura largement pallié à celle-ci, générant une valeur ajoutée de plus de 1 % face à l'indice. À l'inverse, nos investissements dans certaines sociétés telles qu'Alimentation Couche-Tard ou encore Canadian National Railway auront eu un effet négatif sur notre performance suite à de mauvaises nouvelles lors des récents résultats trimestriels. Cela dit, notre confiance envers ces sociétés demeure intacte puisque leur structure et leur philosophie restent inchangées et nous continuons de croire que ces investissements sauront bien nous servir à long terme comme ils l'ont si bien fait par le passé. Bien que les préoccupations face aux négociations de l'ALENA et aux niveaux d'endettement des sociétés et des consommateurs demeurent, nous considérons que l'escompte alloué au marché canadien par rapport



au S&P 500 atteint des niveaux très bas et pourrait contribuer à offrir un rendement intéressant pour la bourse canadienne.

Du côté américain, contrairement à son homologue canadien, l'indice S&P 500 avait débuté l'année en force alors que celui-ci gagnait plus de 7 % au cours des trois premières semaines de l'année dû notamment à l'annonce de la réforme fiscale du président américain. La volatilité a ensuite pris le dessus alors que chaque baisse marquée était suivie d'un rebond important pour finalement terminer le trimestre sur une note négative alors qu'une guerre tarifaire avec la Chine se dessinait et que plusieurs titres technologiques trébuchaient. L'indice américain a terminé le premier trimestre en baisse de -0,8 %, mais les investisseurs canadiens ont pu bénéficier de la faiblesse de notre devise pour gonfler ce rendement à 2,2 %. Seuls les secteurs des technologies de l'information (3,5 %) et celui de la consommation discrétionnaire (3,1 %) livraient un rendement positif.

Lors de notre dernière revue trimestrielle, nous avons mentionné que la performance des marchés américains provenait de la croissance des profits plutôt que par l'expansion des multiples comme c'était le cas par les années passées. Lors des trois derniers mois, ces deux facteurs auront eu un effet inverse sur la performance des indices boursiers, et ce, partout à travers le monde. En effet, alors que la croissance des bénéfices se poursuivait, les multiples d'évaluation se contractaient pour ainsi nuire à la performance des places boursières. Les investisseurs démontrent donc des signes de prudence par rapport au niveau actuel des indices et contribuent ainsi à la volatilité des différentes places boursières. Dans l'optique où nous entrevoyons une volatilité soutenue dans les prochains mois, nos investissements nord-américains demeureront concentrés vers les titres ayant des ratios d'évaluation attrayants et un dividende intéressant afin de limiter les risques associés aux soubresauts quotidiens des marchés boursiers, tout en générant un revenu courant.

COMMENTAIRES DE NOTRE GESTIONNAIRE INTERNATIONAL

Le rendement brut pour le premier trimestre de 2018 du fonds ciblé mondial et du fonds EAEO ont affiché respectivement un rendement de -1,9 % et de 0,2 % par rapport à un rendement en dollar canadien de 1,6 % et de 1,3 % pour leur indice de référence respectif. Au cours des quatre dernières années, les investisseurs du fonds ciblé mondial ont réalisé un rendement brut annualisé de 12,8 % versus 11,7 % de l'indice de référence. Les investisseurs du fonds EAEO ont atteint un rendement brut annuel de 11,5 % versus 8,0 % de l'indice de référence.

Récemment, nous sommes tombés sur cette citation attribuée à Pablo Picasso :

« Lorsque des critiques d'art discutent ensemble, ils parlent de formes, de structure et d'intention. Lorsque des peintres se rencontrent, ils s'informent des endroits où trouver de la térébenthine à bon prix. »

Mais quel est le lien avec les investissements ?

Dans le monde d'aujourd'hui dominé par les médias, les nouvelles financières sont souvent transmises par des experts autoproclamés (l'équivalent des critiques d'art de Picasso) qui ont une opinion instantanée sur tout ce qui peut se passer dans le monde. Ils prétendent continuellement pouvoir anticiper les conséquences d'événements tels l'épidémie du virus Zika au Brésil ou les impacts du mouvement indépendantiste en Catalogne. Ce qu'ils dénotent en confiance et en éloquence a souvent son pendant en manque de rigueur au niveau de la recherche et de l'exactitude des prévisions antérieures. Quelle est la dernière fois où vous avez entendu l'un de ces observateurs répondre à une question par « Je ne sais pas », la réponse la plus honnête dans un monde de plus en plus complexe et confus ?

La bonne nouvelle c'est qu'un investisseur avisé n'a pas besoin de s'en faire avec tous ces événements afin d'obtenir des rendements satisfaisants à long terme. Tout comme le peintre Picasso dont le principal intérêt est de trouver de la térébenthine à bon prix, nous sommes constamment à la recherche d'actions sous-évaluées. Il est très important de comprendre que « sous-évaluée » ne signifie pas nécessairement une action « bon marché à première vue ». Grâce à la technologie d'aujourd'hui et à l'abondance de bases de données financières, il est plutôt aisé de programmer un ordinateur à trouver des actions qui semblent bon marché (ex. : un ratio du cours/bénéfices peu élevé). Un investisseur suivant cette stratégie apprendra assez rapidement l'une des plus grandes leçons dans le domaine des finances (et dans plusieurs sphères de la vie en général) : Si quelque chose semble trop beau pour être vrai, c'est probablement parce que ce n'est pas vrai.

La principale tâche de tout investisseur est de différencier les actions apparemment bon marché des actions véritablement sous-évaluées. Contrairement aux « experts » des médias mentionnés précédemment, nous ne nous attardons pas à tenter de prévoir les gains du prochain trimestre, mais déployons plutôt nos efforts à déterminer quelle sera la situation de l'entreprise d'ici cinq à dix ans. Si durant cette période les marchés deviennent exagérément chargés d'émotions (ce qui semble se produire présentement) et présentent de nouvelles opportunités d'acheter ces actions au rabais, cela nous fait saliver. Comme tout grand amateur de hamburgers vous le confirmera, si votre resto favori de hamburgers annonce une promotion à 50 % de rabais, cela vous procurera une immense joie et non de l'inquiétude. Nous pouvons présentement compter sur beaucoup de liquidité et constatons que certaines de nos actions favorites sont vendues à prix réduit. Nous applaudissons à cette situation et nous commençons à satisfaire notre bec sucré.

COMMENTAIRES SUR LES ACTIONS QUÉBÉCOISES

Le rendement brut du Fonds Québec Eterna a été de -4,6 % pour le premier trimestre de 2018, essentiellement en ligne avec l'indice Morningstar Québec Banque Nationale et l'indice S&P/TSX, les deux présentant un rendement de -4,5 %.

Avec la forte volatilité des marchés, nous avons effectué certains mouvements de portefeuille durant cette période. En janvier, voyant les mesures de sentiment du marché dans une zone d'optimisme excessif, nous avons diminué les titres plus sensibles aux baisses de marché tel que SNC Lavalin, Air Canada, Banque Nationale, Intertape Polymer et UniSelect. En contrepartie, nous avons augmenté les positions dans des titres plus défensifs tels que BCE, Cogeco, Metro, Saputo et Alimentation Couche-Tard. En février, profitant de la baisse des marchés (et de ces titres en particulier), nous avons augmenté les positions dans Air Canada et SNC Lavalin. Finalement, en mars, avec les mesures de sentiment du marché boursier qui étaient plus neutres, les mesures d'évaluation plus attrayantes et nos perspectives économiques à moyen et long termes qui demeuraient positives, nous avons diminué le niveau d'encaisse et modifié la composition du portefeuille. Nous avons diminué les positions dans Metro, BCE et Power Financial pour augmenter celles dans WSP, Redevances Aurifères Osisko, CAE et CNR, en plus d'initier des positions dans Knight Therapeutics, TFI International et Quebecor.

Les principales contributions positives durant le trimestre sont Bombardier, Groupe CGI et Air Canada. Bombardier a démontré une amélioration

marquée de sa marge de profit avec ses résultats du quatrième trimestre de 2017, particulièrement dans sa division Transport, ce qui a supporté une augmentation de ses flux de trésorerie libres. Le plan de transformation de l'entreprise prend forme, donnant confiance aux investisseurs que la société pourrait atteindre ses prévisions pour 2018 et 2020. De son côté, Groupe CGI continue de mettre en place sa stratégie digitale et d'augmenter la proportion de ses ventes provenant de logiciels faisant appel à sa propriété intellectuelle, qui présentent une marge de profit plus élevée. Elle continue également d'améliorer son bilan financier, ce qui pourrait lui permettre de tirer profit d'opportunités d'acquisitions.

Les principales contributions négatives sont venues d'Alimentation Couche-Tard, Cogeco Communications, TSO3 et Power Financial. Couche-Tard a rapporté des résultats en dessous des attentes, venant principalement de la marge d'essence aux États-Unis qui était plus basse que prévue, affectée par les ouragans et la volatilité plus élevée du cours du pétrole. Cette dernière rapporte également une croissance organique négative aux États-Unis causée par le mauvais temps. Pour Cogeco, la baisse générale du secteur des télécommunications, combinée avec des résultats rapportés en bas des attentes et la possibilité de voir Rogers vendre son bloc d'actions de l'entreprise, ont fait baisser le titre.

LA GESTION PRIVÉE

« Planification,
sécurité et expertise
dans la conduite
de vos affaires »

 **GESTION DE PLACEMENTS
ETERNA**