

STATISTIQUES au 2018-06-30

CANADA

Chômage (mai)	5,80 %	
I.P.C. (mai)	2,20 %	
Billet Trésor CDA 3 mois	1,23 %	↓
Obligation CDA 5 ans	2,07 %	↓
Obligation CDA 10 ans	2,17 %	↓
S&P/TSX	16278	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (mai)	3,80 %	↓
I.P.C. (mai)	2,80 %	↑
Billet Trésor US 3 mois	1,91 %	↑
Obligation US 5 ans	2,74 %	↑
Obligation US 10 ans	2,86 %	↑

Dow Jones - Industrielles	24271	↓
S&P 500	2718	↑

DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,7614	↑
\$ É.-U. / € Euro	1,1684	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	110,76	↓

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

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

La volatilité des marchés a diminué au deuxième trimestre, bien qu'elle demeure supérieure à celle de 2017 alors qu'elle frayait près des bas historiques. Les marchés boursiers ont progressé au cours du printemps au sein des pays développés tandis que les pays émergents ont connu des difficultés. Ainsi, le rendement de l'indice canadien S&P/TSX est de 6,8 % au deuxième trimestre, un rebond plus qu'appréciable suite à la chute des trois premiers mois de l'année. Les secteurs de l'énergie et des industriels ont le plus contribué. L'indice américain S&P 500 a progressé de 3,4 %, ce qui se traduit par un rendement total de 5,4 % en dollars canadiens compte tenu de la dépréciation du huard face au billet vert. D'ailleurs, le dollar américain est la devise forte jusqu'ici cette année, soutenu par une économie relativement solide et une politique monétaire moins accommodante. Les marchés obligataires ont bien fait au deuxième trimestre; l'indice canadien FTSE TMX Univers, stimulé par la baisse des taux sur obligations de plus long terme, a généré un rendement total de 0,5 %. L'inflation, toujours attendue en hausse, n'a pas grimpé autant qu'anticipé et les signes de ralentissement économique à l'extérieur des États-Unis se sont additionnés au fil des derniers mois. Notons la baisse importante des taux obligataires en Europe dernièrement. Les taux allemands sur dix ans sont revenus à leur bas de décembre 2017 à 0,3 %, après avoir monté à 0,8 % en février. Le trimestre a été marqué par la baisse importante des marchés et des devises des pays émergents, heurtés par la force du dollar américain,

le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et la hausse des prix du pétrole. Les hausses de tarifs annoncées par l'administration Trump et les incertitudes créées quant à l'évolution du commerce mondial n'ont pas aidé. L'indice MSCI Émergent a reculé de plus de 8 % en dollars américains depuis trois mois. L'indice chinois de Shanghai a baissé de 10 % au cours du trimestre, de 14 % jusqu'ici en 2018. Depuis le début de l'année, l'avantage va au marché boursier américain. Les rendements d'un portefeuille équilibré composé de titres boursiers et de revenu fixe sont donc faibles jusqu'ici en 2018.

On attend de voir quels seront les effets réels des baisses d'impôts aux États-Unis. Cela devrait apparaître plus évident au cours des prochains mois. Par ailleurs, une partie des effets sera neutralisée par les hausses de tarifs sur les importations décrétées par le président Trump, mais il est trop tôt pour en connaître les impacts pour le consommateur. Au global, l'économie canadienne a ralenti, le rythme s'est modéré en Europe et l'Asie éprouve des difficultés. Compte tenu du contexte politique, on sent que l'air ambiant s'est vicié quelque peu depuis le début de l'année. Malgré tout, la croissance américaine apparaît solide et l'expansion est maintenant la deuxième plus longue des cent dernières années. Les entreprises en profitent pour se restructurer et pour fusionner. Comme nous l'avions écrit au début de l'année, une certaine prudence est de mise à ce stade avancé du cycle et les titres de plus grande qualité doivent être favorisés.

- Les indices boursiers nord-américains ont rebondi au deuxième trimestre.
- Le marché canadien a particulièrement bien fait alors que les prix des denrées tel que le pétrole sont à la hausse.
- Les marchés émergents sont sous pression et la croissance chinoise ralentit.
- La Réserve fédérale américaine cherche toujours à « normaliser » les taux de court terme.

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 30 juin 2018

	3 mois	1 an	3 ans *	5 ans *
FTSE/TMX - Bons du trésor - 91 jours	0,30 %	0,97 %	0,64 %	0,75 %
Obligations				
FTSE/TMX - Univers	0,51 %	0,76 %	1,97 %	3,48 %
FTSE/TMX - Court terme (1 à 5 ans)	0,31 %	0,36 %	0,71 %	1,74 %
FTSE/TMX - Adapté gestion privée ¹	0,29 %	0,17 %	1,04 %	2,45 %
FTSE/TMX - Moyen terme (5 à 10 ans)	0,26 %	-0,11 %	1,54 %	3,50 %
FTSE/TMX - Long terme (+ de 10 ans)	0,92 %	1,84 %	3,96 %	5,89 %
Indices boursiers nord-américains				
Canada - S&P/TSX	6,77 %	10,41 %	6,96 %	9,25 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	5,38 %	15,73 %	13,87 %	18,57 %
États-Unis - Dow Jones	3,17 %	17,69 %	16,05 %	18,09 %
Indices boursiers internationaux				
Royaume-Uni - FTSE-100	5,09 %	11,59 %	5,25 %	10,02 %
France - CAC-40	-0,28 %	7,63 %	7,01 %	9,81 %
Allemagne - DAX	-1,53 %	3,37 %	7,42 %	11,63 %
Japon - Nikkei-225	1,66 %	14,25 %	8,56 %	12,80 %
Hong Kong - Hang Seng	-1,94 %	13,14 %	4,70 %	11,43 %
Australie - S&P/ASX 200	5,57 %	5,50 %	4,66 %	5,48 %
MSCI - EAEO ²	0,72 %	8,11 %	6,72 %	11,27 %
Devises				
\$ CAN versus \$ É.-U.	-1,81 %	-1,30 %	-1,68 %	-4,54 %

au 30 juin 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 faibles taux de chômage en Amérique, les pressions potentielles sur les salaires, les baisses d'impôts aux États-Unis, les craintes d'une résurgence de l'inflation et une normalisation des taux de court terme par les banques centrales demeurent tous des enjeux clés pour 2018, mais à ceux-ci s'ajoutent maintenant les hausses de tarifs et les incertitudes quant à l'évolution du commerce mondial. La situation politique mondiale est aussi au cœur des discussions, que cela concerne les relations avec la Corée du Nord et ses voisins sud-coréens, chinois et japonais, les problèmes européens suite aux élections italiennes et la crise des migrants, le changement de gouvernement en Espagne, l'élection du 1er juillet au Mexique, les pressions sur les pays émergents comme le Brésil et le Brexit. Bref, chacun peut trouver son lot d'incertitudes.

Le fait reste que l'économie américaine demeure en forme et est présentement la plus vigoureuse. L'emploi a même repris de la vigueur au deuxième trimestre, sans qu'il y ait une hausse hors de contrôle des coûts salariaux. Les ventes au détail ont été plus fortes au cours des trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents. Les mises en chantier sont soutenues. L'inflation, elle, est en progression, l'IPC atteignant 2,7 % en mai, le même taux annuel qu'en février 2017. L'indice précurseur annonce encore de bons mois à venir. Tout semble en place pour que le FOMC procède aux hausses des taux dirigés tel qu'il l'a annoncé, au rythme de deux ou trois autres hausses d'ici un an.

C'est la situation hors des États-Unis qui a changé. D'abord, ici au Canada le rythme de croissance a passablement diminué. Le pays a en fait perdu des emplois depuis décembre, les ventes au détail, excluant les automobiles, ont baissé au cours de quatre des cinq derniers mois, les ventes totales ont regressé de 1,2 % en avril et les mises en chantier ont baissé de 10 % en mai, une troisième baisse consécutive. Les entreprises des secteurs de l'acier et de l'aluminium se plaignent déjà des effets des tarifs imposés par les américains. L'indice précurseur canadien voit son rythme de croissance ralentir. Les nouvelles normes hypothécaires auront aussi leurs effets. La Banque du Canada est donc confrontée à un dilemme et n'est pas aussi pressée d'augmenter ses taux, même si les salaires horaires canadiens augmentent rapidement au pays. L'inflation est maintenant bien à la cible des 2 %. La monnaie

canadienne peine à se maintenir dans ce contexte alors que le dollar américain est fort, mais les récentes hausses des prix du pétrole viennent le soutenir. Alors que la croissance semblait synchronisée à l'échelle mondiale, les récents développements sont venus affecter les économies émergentes qui ont vu leur croissance ralentir. La hausse des prix des denrées, conjuguée à la force du dollar américain, augmente les coûts d'opération, mais aussi les coûts de financement. Si le commerce mondial est handicapé par une guerre de tarifs, la situation pourrait encore se détériorer. Ainsi, les écarts de crédits ont été à la hausse pour les titres de moins bonne qualité au cours des derniers mois, mais il n'y a pas pour l'instant de crise appréhendée.

Dans ce contexte, le marché obligataire a repris de la vigueur et les participants au marché achètent. Ainsi, les taux sur obligations ont baissé en juin, ramenant les niveaux des taux canadiens à cinq, dix et trente ans à ceux de début d'année. Les taux canadiens fédéraux à dix ans terminent le deuxième trimestre à 2,17 %. Les taux sur plus courtes échéances ont aussi rebaisé dernièrement, mais demeurent plus hauts qu'en début d'année. Les taux canadiens fédéraux à deux ans clôturent juin à 1,92 %, le même niveau qu'en fin mars, mais plus haut que les 1,70 % de décembre. Depuis le début de l'année, la pente de la courbe des rendements continue de s'aplanir; nous continuons de croire que cette tendance se poursuivra au cours des prochains trimestres. Les rendements totaux générés par de tels niveaux de taux d'intérêt demeurent donc très bas. Il aurait fallu investir dans un titre corporatif de plus de dix ans pour obtenir un rendement total de plus de 1 % jusqu'ici en 2018. Dans les échéances de cinq ans et moins, les meilleures performances appartiennent aux municipales et aux corporatives avec 0,6 % depuis décembre. Nos stratégies actives nous ont amené à augmenter la durée des portefeuilles après la hausse des taux à la fin avril, puis à revenir près des indices de référence pour terminer le trimestre au neutre. Nos pondérations sectorielles ont peu changé et nous continuons de favoriser les titres provinciaux et municipaux, surtout dans les courtes échéances. Nos positions en corporatives demeurent stables, favorisant les échéances courtes et les meilleures qualités; il y a peu d'espace pour que les écarts corporatifs se rétrécissent d'ici la fin du cycle, ceux-ci se transigeant près des creux historiques. Les titres provinciaux semblent avoir plus de potentiel.

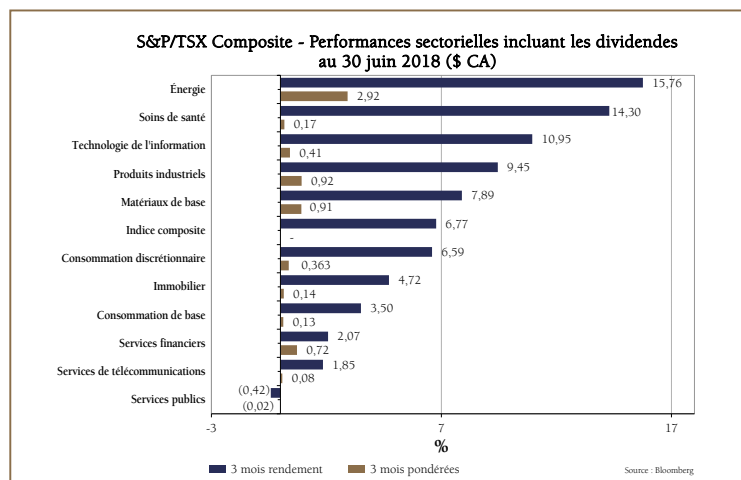
ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

Malgré une économie canadienne somme toute chancelante, l'indice S&P/TSX a su livrer son meilleur rendement trimestriel depuis 2003. En effet, les trois derniers mois auront souri aux investisseurs canadiens alors que, mis à part quelques replis temporaires, l'indice de référence n'a cessé de se hisser jusqu'à un rendement de 6,77 % et ainsi retrouver les niveaux enregistrés en janvier dernier. Il s'agit de l'un des meilleurs marchés boursiers de la planète sur trois mois, notamment aidé par l'importance de pondération de nos sociétés dites cycliques. Mis à part celui des services publics (0,4 %), tous les secteurs ont généré un rendement positif, menés par ceux de l'énergie (15,8 %), de la santé (14,3 %) et des technologies (11,0 %). Les sociétés industrielles (9,5 %), les matériaux de base (7,9 %) et la consommation discrétionnaire (6,6 %) suivent de près avec des rendements supérieurs à l'indice global.

Tel que mentionné lors de notre dernière revue trimestrielle, les sociétés pétrolières canadiennes n'ont pas su renverser la tendance baissière de l'année précédente au premier trimestre de 2018, et ce, malgré une hausse importante du prix de baril de pétrole. Le deuxième trimestre fut une toute autre histoire. Le prix du baril a poursuivi sa hausse en augmentant de 22,6 % en 2018, alors que le secteur de l'énergie a emboîté le pas lors des trois derniers mois et ainsi rattrapé sa sous-

performance de début d'année. Au cours du trimestre, nous avons modifié nos investissements dans ce secteur en éliminant le titre de Parkland Fuel Corp et en augmentant nos positions dans Suncor et TransCanada Corp. Ces changements sont justifiés, d'une part par les ratios d'évaluation de ces sociétés comparativement aux attentes futures, mais également par notre volonté de dédier une portion plus importante de nos investissements dans les sociétés intégrées telles que Suncor. Nous avons diminué nos positions dans les grandes banques afin d'augmenter notre exposition aux compagnies d'assurances, mais également aux secteurs des télécommunications (BCE) et des services publics (Fortis). Ces sociétés à haut rendement de dividendes ont vu leur prix par action être réduit considérablement dans les derniers mois, notamment en vue des hausses des taux obligataires observées depuis plusieurs mois. Cela dit, bien que le taux directeur américain devrait poursuivre tranquillement sa hausse en 2018, il semble que la Banque centrale du Canada soit plus mitigée quant à la hausse des taux directeurs au pays. Nous voyons donc la faiblesse de ses titres défensifs comme une opportunité de consolider nos investissements dans l'optique où une volatilité accrue sur les marchés boursiers pourrait être maintenue pour encore quelque temps.

La stratégie nord-américaine ayant pour objectif de livrer un rendement courant élevé tout en limitant la volatilité s'est bien comportée. Bien que la performance des six derniers mois soit légèrement inférieure au marché canadien, cette stratégie offre une valeur ajoutée de plus de 2 % face à son indice de référence (S&P/TSX DVD Aristocrates). Tout en générant un rendement courant de 4 %, la volatilité des marchés, notamment causée par les incertitudes associées aux guerres commerciales, nous permettra, autant pour notre stratégie canadienne que pour celle en actions nord-américaines, de profiter des opportunités lors de replis importants sur certaines sociétés de qualité. Nous préconisons la patience puisqu'actuellement les compagnies ciblées se transigent à des ratios d'évaluation que nous jugeons trop élevés et nous anticipons avoir des portes d'entrée plus intéressantes au cours des prochains mois.



ACTIONS INTERNATIONALES

Le rendement brut pour le deuxième trimestre de 2018 du fonds ciblé mondial et celui du fonds EAEO ont affiché respectivement un rendement de 6,82 % et de -0,54 % par rapport à un rendement de 3,76 % et de 0,72 % 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 15,04 % versus un rendement de 12,39 % de l'index de référence. Les investisseurs du fonds EAEO ont atteint un rendement brut annuel de 11,68 % versus un rendement de 8,04 % de l'index de référence. Au début du dernier trimestre, notre responsabilité s'est étendue au fonds américain. Au cours de cette période, son rendement a été de 7,14 % versus un rendement de 5,38 % pour l'index de référence.

Récemment, nous avons pris connaissance de cette bribe de conversation entre Brian Chesky (PDG de Airbnb) et Jeff Bezos (PDG de Amazon.com) :

Brian Chesky : « Jeff, quel est le meilleur conseil que Warren Buffett t'a jamais donné ? »

Jeff Bezos : « Une fois, j'ai demandé à Warren : Votre technique d'investissement est tellement simple... vous êtes le deuxième homme le plus riche du monde, et cela semble tellement simple. Pourquoi est-ce que les autres ne font pas tout simplement comme vous ? »

Buffett : « Parce que personne ne veut devenir riche en prenant son temps. »

Il nous semble que plusieurs personnes confondent les investissements sur les marchés boursiers avec l'excitation engendrée par des activités telles que parier sur des courses de chevaux ou jouer à la roulette. Rien n'étouffe plus notre rationalité que la perspective d'accomplir beaucoup de choses, sans trop déployer d'efforts, et dans un court laps de temps. Cela répond à notre désir inné de gratification instantanée et peut conduire à des comportements pernicieux comme la peur de manquer quelque chose (FOMO, acronyme en anglais de « Fear of Missing Out »). Cette vision erronée de l'investissement est également renforcée par des films comme « Wall Street » où les protagonistes donnent frénétiquement des ordres d'« achat » et de « vente » dans la même phrase.

Notre approche d'investissement se situe complètement à l'opposé. L'objectif est de maximiser les rendements, et non de tromper l'ennui. Bien que nous sachions qu'à long terme, la valeur d'une action reflétera

la valeur ajoutée créée par les activités de la société, nous n'avons aucune certitude sur de courtes périodes. À court terme, les aléas imprévisibles de l'ensemble du marché boursier (par exemple, ceux provoqués par des événements imprévisibles comme les guerres commerciales, les conflits géopolitiques ou les catastrophes naturelles) peuvent dicter le comportement d'une action boursière. C'est pourquoi nous pensons que les stratégies d'investissement basées sur des horizons à court terme sont vouées à l'échec.

Ce point important a été confirmé de façon impressionnante par une étude récemment publiée qui analysait les rendements obtenus par l'indice S&P 500 (l'indice de référence pour le marché américain) depuis le 29 janvier 1993. Les chercheurs ont divisé le rendement global de 541 % en deux catégories. Dans la catégorie 1, ils ont additionné tous les rendements réalisés pendant les heures de négociation actives (« rendement des échanges »), c'est-à-dire depuis l'ouverture du marché boursier à 9h30, jusqu'à sa fermeture à 16 h. La catégorie 2, quant à elle, représente la somme de tous les rendements réalisés entre la clôture du marché et son ouverture le lendemain (« rendement dormant »). Il s'avère que le « rendement dormant » s'est élevé à 571 % (notez que c'est plus que le rendement global de l'indice), alors que le « rendement des échanges » était négatif. En d'autres termes, le vrai argent a été fait lorsque les investisseurs n'étaient pas en mesure de transiger! Les tractations excessives pendant les heures d'ouverture des marchés détruisent en fait la valeur.

L'explication derrière cette découverte étonnante est le rôle que jouent les émotions et les sentiments dans le processus d'investissement. Dans son livre révolutionnaire « Psychologie des foules », le polymathe français Gustave Le Bon observait en 1895 : « Dans les foules, les idées, les sentiments, les émotions, les croyances possèdent un pouvoir contagieux aussi intense que celui des microbes. » Un terrain très fertile permettant à ce « pouvoir contagieux » de se propager est un marché boursier actif où (pour la plupart) les cerveaux gorgés de testostérone peuvent interagir en succession rapide. Pour éviter cette contagion mentale, nous avons établi comme règle de ne pas prendre de décisions majeures d'investissement pendant les heures de marché. Confortés par cette étude, citée précédemment, nous espérons que cette approche continuera à porter ses fruits à l'avenir. Nous laisserons le « rendement dormant » faire le travail et nous continuerons à éviter autant que possible l'impact négatif du « rendement des échanges ».

ACTIONS QUÉBÉCOISES

Le rendement brut du Fonds Québec Eterna a été de 2,93 % pour le deuxième trimestre de 2018, en dessous de ceux de l'indice Morningstar Québec Banque Nationale et l'indice S&P/TSX.

Les principales contributions positives pour le Fonds Québec Eterna durant le trimestre sont Bombardier, CN et Groupe CGI. Pour un deuxième trimestre consécutif, Bombardier a été le contributeur principal du portefeuille. La compagnie a présenté des résultats du premier trimestre encourageant des nouveaux contrats pour les avions CSeries et CRJ ainsi que la vente d'un actif à Toronto qui lui permet de continuer à diminuer son niveau d'endettement. Pour CN, la compagnie a annoncé la nomination d'un nouveau PDG et a profité du sentiment positif lié aux conditions économiques favorables des titres de transport en Amérique du Nord. Groupe CGI a rapporté de bons résultats pour le deuxième trimestre de son année fiscale 2018. Ses perspectives de croissance organique et d'expansion de marges pour les prochains trimestres ont aussi contribué à une expansion de ses multiples d'évaluation.

Les principales contributions négatives sont venues d'Air Canada, Stingray et Mason Graphite. Malgré de bons résultats et une forte demande pour la saison estivale, le titre baisse sur la hausse du prix du pétrole durant le trimestre, faisant craindre aux investisseurs une baisse

de la marge bénéficiaire à court terme. Stingray a annoncé l'acquisition de NCC, permettant à la compagnie de prendre une position importante dans l'industrie canadienne de la radio, qui démontre par contre un potentiel de croissance inférieur aux autres marchés dans lesquels Stingray opère. Pour Mason Graphite, malgré l'obtention du permis environnemental pour leur projet de graphite au Lac Guéret et de Baie-Comeau en juin, le titre baisse sur crainte des investisseurs d'un financement à court terme.

En ce qui a trait aux mouvements de portefeuille, nous avons augmenté les positions dans Richelieu et Stella Jones sur baisses des titres. Nous croyons que les défis à court terme auxquels font face les deux compagnies n'affecteront pas leurs caractéristiques fondamentales positives à long terme. Nous avons éliminé les positions dans Quebecor et Gildan et avons initié une nouvelle position dans IPL Plastics. Cette dernière a procédé à un premier appel public à l'épargne en juin. Opérant dans des marchés fragmentés, nous croyons que l'entreprise est en bonne position pour continuer à consolider ses marchés, tout en présentant une croissance organique supérieure à l'industrie. En fin juin, nous avons augmenté l'encaisse à 2 %. Pour ce faire, nous avons éliminé la position dans TFI International après une forte hausse du titre dans les derniers mois.



LA GESTION PRIVÉE

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

 **GESTION DE PLACEMENTS
ETERNA**