

**STATISTIQUES au 2019-12-31**

**CANADA**

Chômage (Novembre)	5,9 %	↑
I.P.C. (Novembre)	2,2 %	↑
Billet Trésor 3 mois	1,66 %	↑
Obligation 5 ans	1,69 %	↑
Obligation 10 ans	1,70 %	↑
S&P/TSX	17063	↑

**ÉTATS-UNIS**

Chômage (Novembre)	3,5 %	↓
I.P.C. (Novembre)	2,1 %	↑
Billet Trésor 3 mois	1,54 %	↓
Obligation 5 ans	1,69 %	↑
Obligation 10 ans	1,92 %	↑
Dow Jones - Industrielles	28 538	↑
S&P 500	3 231	↑

**DEVISES**

\$ É.-U. / \$ CAN	0,77	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,12	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	108,61	↑

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

**SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS**

L'année 2019 aura été généreuse en rendement avec le rebond spectaculaire du premier trimestre qui faisait suite au pire mois de décembre de l'histoire en 2018. L'indice S&P/TSX de la bourse canadienne a généré 22,9% alors que l'indice américain S&P500 a gagné 31,5%, soit 25,3% en dollars canadiens compte tenu de la hausse de 5% du huard. Le marché mondial a offert un rendement en dollars canadiens de 21,6%. Sur deux ans, les rendements se chiffrent respectivement à 5,8%, 14,1%, et 9,9%. La hausse du marché américain a été particulièrement forte au dernier trimestre, les investisseurs étant stimulés par la baisse des taux administrés par la Réserve fédérale américaine (FED). Dans un contexte de fort ralentissement mondial, celle-ci a abaissé ses taux trois fois au deuxième semestre de 2019. Cette baisse a créé des anticipations d'embellie, stimulant les bourses et faisant remonter les taux sur obligation au dernier trimestre. Les taux terminent toutefois 2019 plus bas qu'en fin 2018, générant ainsi des rendements

positifs et impressionnants pour le marché obligataire tel qu'en témoigne la performance de 6,9% de l'indice des obligations universelles FTSE Canada. Les obligations provinciales et corporatives à longue échéance ont offert plus de 13% de rendement sur l'année. La Banque du Canada est quant à elle demeurée sur ses positions, préférant attendre de voir si la conjoncture économique reprendra de l'élan. Pour l'instant, l'économie canadienne n'affiche qu'un faible taux de croissance de son PIB de 1,2% sur douze mois. La bonne tenue des marchés est aussi favorisée par la stabilité de l'inflation en Amérique à près de 2%, alors qu'elle a diminué ailleurs dans le monde.

Nous devons encore répéter et citer les négociations commerciales avec la Chine comme un des facteurs-clés pour la confiance. La conjoncture économique est faible au niveau global avec des baisses de production industrielle particulièrement importantes en Europe et en Asie, mais la récession est évitée. Les banques centrales ont réagi; la BCE a repris ses achats de

- La conjoncture économique s'est ramollie en 2019; la production industrielle a régressé.
- Les banques centrales ont réagi; la Réserve Fédérale américaine a coupé ses taux.
- La Banque du Canada a préféré ne rien faire; l'économie canadienne a pourtant faibli.
- Si les autorités ont agi à temps, une embellie est possible en cours d'année.
- Les marchés ont été extrêmement généreux en 2019; il faut s'attendre à moins en 2020.
- L'excédent des liquidités des portefeuilles sera réinvestis vers les marchés et ce sur correction de ceux-ci.

**Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 31 décembre 2019**

	3 mois	1 an	3 ans <sup>1</sup>	5 ans <sup>1</sup>
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	0,38 %	1,61 %	1,18 %	0,94 %
<b>Obligations</b>				
Obligations universelles FTSE Canada	-0,85 %	6,87 %	3,57 %	3,18 %
Obligations globales à court terme FTSE Canada	0,14 %	3,09 %	1,69 %	1,74 %
Indice Adapté Gestion privée Eterna <sup>2</sup>	-0,35 %	4,16 %	2,15 %	2,24 %
Obligations globales à moyen terme FTSE Canada	-1,08 %	5,76 %	2,85 %	3,00 %
Obligations globales à long terme FTSE Canada	-1,93 %	12,71 %	6,56 %	5,18 %
<b>Indices boursiers nord-américains</b>				
Canada - S&P/TSX Composite	3,17 %	22,88 %	6,89 %	6,28 %
États-Unis - S&P 500	6,90 %	25,25 %	13,91 %	14,20 %
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	4,55 %	19,40 %	14,36 %	15,12 %
<b>Indices boursiers internationaux</b>				
Royaume-Uni - FTSE 100	8,61 %	16,29 %	7,51 %	6,02 %
France - CAC 40	6,28 %	18,03 %	8,09 %	7,73 %
Allemagne - DAX	8,12 %	17,75 %	6,00 %	7,00 %
Japon - Nikkei 225	6,52 %	14,77 %	8,78 %	10,85 %
Hong Kong - Hang Seng	6,57 %	4,47 %	7,17 %	5,84 %
Australie - S&P/ASX 200	1,96 %	12,46 %	3,47 %	3,49 %
<b>Devises</b>				
\$ CAN versus \$ É.-U.	1,90 %	4,74 %	1,13 %	-2,25 %

Source : Bloomberg

titres, tout comme la FED qui a aussi abaissé ses taux; la Banque de Chine a coupé les ratios des réserves requises. Aux États-Unis, les ménages sont encore en bonne forme avec un taux d'épargne élevé et profitent de taux bas. Les ménages canadiens sont quant à eux endettés et ont de modestes hausses de revenu. Les indicateurs précurseurs n'annoncent rien de nouveau à l'horizon pour 2020, à l'exception du Canada où cet indice est récemment à la hausse. Bref, les signaux demeurent contradictoires et le scénario d'une croissance lente demeure le plus probable. Si les politiques monétaires ont été opportunes, ou encore mieux si elles se poursuivent, une embellie est

probable en cette année électorale aux États-Unis. Les taux d'intérêt ont peu de place pour baisser beaucoup plus, et s'il apparaît une perspective d'une meilleure conjoncture en cours d'année, ceux-ci pourraient monter un peu. Nous envisageons de plus faibles rendements de la part de tous les marchés en 2020.

---

**Michel Pelletier**, Vice-président et Gestionnaire principal en revenu fixe  
**Bobby Bureau**, Analyste en revenu fixe et Gestionnaire-adjoint

## ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

---

Le dernier semestre de 2019 a été l'objet d'un changement de politique de la part des banques centrales. Alors qu'il y a un an, les anticipations étaient pour une poursuite modérée de la normalisation à la hausse des taux d'intérêt administrés, principalement pour les États-Unis, le Canada et l'Europe, la FED a coupé ses taux trois fois au cours des derniers mois. Elle a de plus annoncé une reprise des achats de titres sur les marchés, tout comme la Banque Centrale d'Europe l'avait fait. Ce changement de cap était devenu nécessaire face à une conjoncture de plus en plus molle caractérisée par une contraction manufacturière à l'échelle globale. En effet, bien que nous ne soyons pas en récession, la production industrielle est en baisse à l'échelle globale. En zone euro, la baisse est de près de 2,5 % depuis un an, avec des baisses au cours de quatre des cinq derniers mois. L'année 2019 a été particulièrement dure pour les commandes manufacturières allemandes alors que la production dans ce pays est en chute de plus de 5 % sur un an. La production et la construction sont aussi en baisses au Royaume-Uni, handicapé en plus par l'interminable saga du Brexit. L'Inde a vu sa production industrielle chuter de 4 % en 2019 et celle du Mexique a aussi baissé drastiquement. Quant à la Chine, le ralentissement continue et les profits des entreprises industrielles ont baissé sur les douze mois terminés en octobre. La situation est similaire au Japon avec une chute de 7,5 % de la production industrielle sur douze mois. Bref, la détérioration est globale et l'Amérique n'a pu y échapper. Aux États-Unis, la production a aussi régressé et l'indice manufacturier ISM est passé sous la barre des 50 en juillet dernier, un niveau indiquant une baisse de l'activité. Les nouvelles commandes sont en baisse et les inventaires ont augmenté plus vite que les livraisons. Par contre, les consommateurs américains se portent bien; les ventes au détail demeurent bonnes et les mises en chantiers ont réaugmenté dernièrement. D'ailleurs, tout le secteur immobilier demeure fort, probablement soutenu par les dernières baisses de taux d'intérêt. Par contre, la situation des profits des entreprises ne s'améliore pas, ceux-ci ayant diminué de 7,3 % en rythme annualisé au troisième trimestre. La somme des profits de toutes les entreprises américaines avait déjà corrigé de 3 % en 2018. Les signaux sont donc contradictoires, mais nos voisins du sud connaissent encore la croissance, à un rythme ralenti.

Au Canada, les signaux sont tout aussi mixtes. En effet, la création d'emploi a fortement ralenti, le pays perdant même des emplois en octobre et novembre, et la production industrielle est en baisse de 2,7 % sur les douze mois terminés en octobre. Septembre et octobre semblent avoir été particulièrement difficiles au Canada avec des ventes au détail et de nouvelles commandes manufacturières en baisse. D'ailleurs, le plus haut niveau atteint par les nouvelles commandes date de décembre 2018. Les comptes nationaux canadiens montrent aussi

une baisse des profits des entreprises en 2019, tout comme en 2018. La croissance du PIB réel est de 1,2 % en date d'octobre. L'inflation est demeurée sous contrôle, oscillant autour des 2 %. La Banque du Canada a tout de même décidé de ne pas suivre ses homologues et a laissé ses taux inchangés. Il faut dire que l'indice précurseur canadien est à la hausse récemment, contrairement à celui de l'ensemble des pays du G7. Beaucoup d'importance est accordée à l'incertitude causée par l'évolution des négociations commerciales avec la Chine, mais nous notons que le ralentissement du commerce mondial date déjà de quelques années. Les autorités cherchent donc maintenant à relancer la demande par les politiques fiscales et monétaires. Au Canada, nous savons que le nouveau gouvernement maintiendra des déficits publics élevés au cours des prochaines années. La situation est la même au sud de la frontière alors que 2020 est une année électorale. Quant à la politique monétaire, à l'exception du Canada, les banques centrales ont renversé leur position et les effets pourraient bien se faire sentir au cours de l'année. Nous sommes entre autres encouragés par la hausse récente des masses monétaires. Les taux d'intérêt sur obligation ont terminé 2019 plus bas qu'il y a un an, mais le dernier trimestre les a vu monter. Les investisseurs sont encouragés par le changement de ton des banques centrales. La poursuite du cycle semble le consensus prévisionnel. Les taux d'intérêt demeurent tout de même bas et la course au rendement continue, favorisant les titres provinciaux, municipaux et corporatifs qui ont tous mieux fait que les fédérales en 2019. L'année 2020 s'annonce tout aussi incertaine que 2019, plusieurs facteurs-clés étant divergents. La question est à savoir si la FED a agi assez rapidement pour éviter une décélération encore plus prononcée et si la Banque du Canada n'a pas erré en ne bougeant pas. Pour l'instant, il n'y a pas plus de facteurs militant pour une hausse des taux d'intérêt que pour une stabilité de ceux-ci. Le scénario le plus probable demeure une poursuite du cycle à un rythme très faible. Mais si les politiques ont été opportunes et réussissent, la conjoncture s'améliorera au cours de l'année et le cycle battra son propre record de longévité.

Dans ce contexte, nos stratégies en revenu fixe favorisent une gestion active de la durée dans un corridor restreint des taux d'intérêt et le maintien de nos positions en titres de crédit. Nous favorisons les obligations municipales et le maintien des risques corporatifs dans les courtes échéances, car la valorisation de ceux-ci ne justifie pas les risques toujours présents.

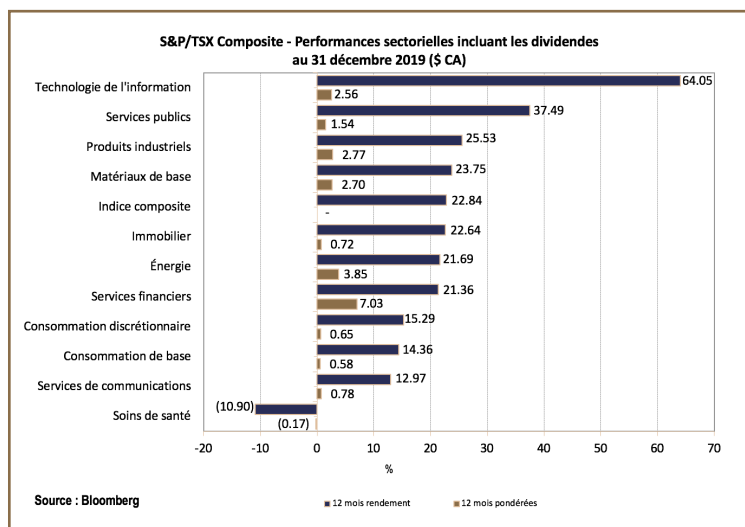
---

**Michel Pelletier**, Vice-président et Gestionnaire principal en revenu fixe  
**Bobby Bureau**, Analyste en revenu fixe et Gestionnaire-adjoint

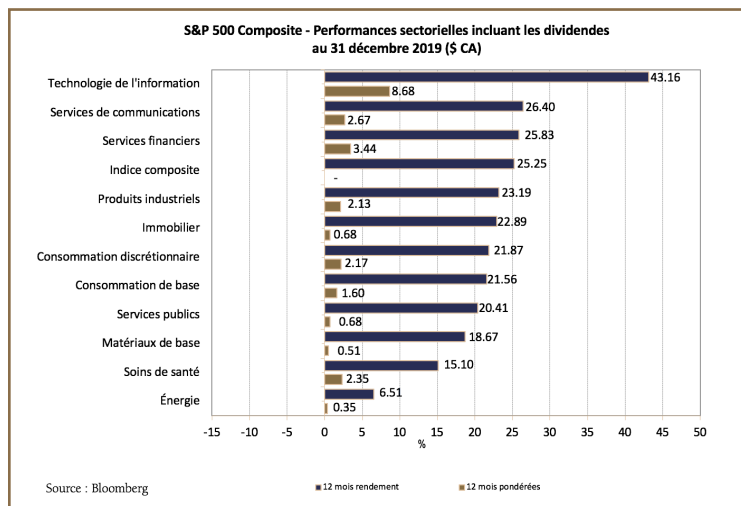
## ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

Décidément, les trimestres se suivent et se ressemblent pour le marché boursier canadien. L'indice S&P/TSX a poursuivi sur sa lancée des trois derniers trimestres, offrant un rendement total de 3,2 % lors des trois derniers mois de 2019. Une fois de plus, ce sont les titres du secteur des technologies de l'information qui ont le mieux fait avec un rendement trimestriel de 10,8 %. Les secteurs des matériaux (7,8 %), de l'énergie (7,1 %) et des industriels (5,2 %), dont leur poids dans l'indice est plus important, suivent de près. À l'inverse, les secteurs de la santé (-5,9 %), de la consommation de base (-3,9 %), immobilier (-2,4 %) et discrétionnaire (2,3 %) n'ont pas suivi le rythme de l'indice global canadien.

Pour l'année 2019 complète, les investisseurs dans l'indice S&P/TSX ont bénéficié d'un rendement imposant de 22,9 %. Nous soulignons toutefois que plus de la moitié de la hausse provient du premier trimestre qui faisait suite à une baisse de plus de 10 % lors des 3 derniers mois de 2018. Les sociétés de technologies ont largement battu l'indice avec un rendement de 64,1 %. Il est intéressant de noter que le deuxième secteur ayant le mieux performé est celui des services publics (37,5 %), notamment reconnu pour ses flux monétaires prévisibles et ses taux de dividendes attrayants. D'autres secteurs, tels que ceux de la consommation de base (14,4 %), discrétionnaire (15,3 %) et des télécommunications (13,0 %), ont livré des rendements absolus intéressants, mais tout de même largement inférieurs à celui de l'indice global. Un seul secteur d'activité, celui des sociétés de santé (-10,9 %), n'aura été en mesure de livrer de la valeur aux actionnaires en 2019. La baisse de ce secteur est étroitement liée aux sociétés de cannabis qui, pour la plupart, ont baissé de plus de 25 %.

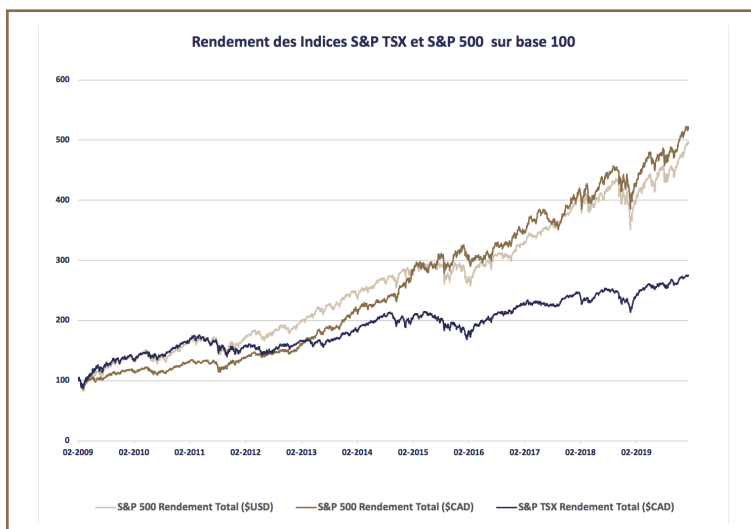


Lors des neuf premiers mois, l'indice canadien semblait être en bonne posture afin de surclasser son homologue américain. Cependant, l'indice américain S&P500 a brouillé les cartes lors du dernier trimestre en livrant une performance de 6,9 % en dollars canadiens. Les secteurs de la santé (12,1 %), des technologies (12,1 %) et des services financiers (8,3 %), ayant tous un poids important dans l'indice américain, ont largement contribué à ce rendement. Seuls les secteurs des services publics et des sociétés immobilières ont livré des performances négatives respectives de -1,2 % et -2,5 %. C'est donc une montée de 25,3 % qu'a offerts le S&P500 en 2019, et ce, grâce à une contribution positive de tous les secteurs d'activités, dont une forte majorité avec des rendements supérieurs à 20 %.



Avec la perte de confiance en fin d'année 2018, 2019 s'est avérée être une année inattendue pour les actions nord-américaines. La baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine (FED), la sous-évaluation des titres et la perception que les États-Unis dénoueraient leurs tensions commerciales sont tous des facteurs qui ont poussé les actions à la hausse cette année. Les bourses entrent ainsi dans une nouvelle décennie avec un peu moins de vent d'arrière qu'en 2019. Avec les craintes d'une récession ou d'un ralentissement de la croissance, nous nous attendons à ce que 2020 soit une autre année somme toute positive, mais avec beaucoup de surprises et rebondissements. L'augmentation du marché au cours de la dernière année provient principalement d'une augmentation de multiples. Il faudra voir un redressement de la croissance des profits en cours d'année pour maintenir la cadence à la hausse. Selon le consensus, les investisseurs s'attendent à ce que les actions continuent de grimper au cours de la prochaine année. Toutefois, même les analystes les plus optimistes prédisent une performance plus faible et nettement inférieure à ce que 2019 nous a offert. De notre côté, nous continuerons à maintenir nos investissements en actions, compte tenu des faibles rendements obligataires et d'une continuation de la politique monétaire accommodante de la FED. Les faibles taux d'intérêt sont un élément positif pour les actions et constitueront un contexte favorable pour le marché en 2020. Cependant, plusieurs facteurs créeront de la volatilité en 2020. Nous nous attendons à ce que la politique soit au premier plan et que l'élection présidentielle de novembre prochain soit un facteur clé. Une grande partie de la réaction du marché dépendra de l'identité du candidat démocrate qui se présentera contre Trump. Les plans politique et économique du candidat seront épluchés de très près par les investisseurs

L'an passé, nous avons observé un ralentissement de la croissance des bénéfices des entreprises. Ceux-ci pourraient connaître un redressement grâce à la clarté du front commercial entre les États-Unis et la Chine. L'incertitude que crée les tensions commerciales a comme conséquence de freiner les investissements, mais les dépenses et la productivité pourrait rebondir en 2020 sur des baisses de tensions. Le récent comportement des actions nord-américaines est soutenu par un scénario de reprise des profits, une courbe des taux plus prononcée et un rebond régulier des titres axés sur la valeur. Cela favorise les trois poids lourds de la capitalisation boursière américaine soit les sociétés de technologie, de soins de santé et des secteurs financiers.



Les secteurs qui réagissent fortement aux prix des matières premières, soit les secteurs de l'énergie et des matériaux, devraient continuer de tirer de l'arrière. Les cours de ces actions réagissent mieux lors de reprises inflationnistes et de hausses des taux d'intérêt, ce qui n'est pas notre scénario principal

## ACTIONS INTERNATIONALES

En 2019, les rendements bruts du Fonds ciblé mondial Eterna, du Fonds international Eterna et du Fonds d'actions américaines Eterna ont été respectivement de 17,59 %, 23,10 % et 18,98 %. Au cours des six dernières années, les investisseurs dans ces fonds ont respectivement réalisé un rendement brut annualisé de 10,69 %, 9,00 % et 12,29 %.

Le début d'une nouvelle décennie nous donne l'opportunité de regarder au-delà du « bruit » quotidien, et d'examiner la situation dans son ensemble. Nous pouvons comprendre qu'un consommateur avide de médias se sente déprimé par tout ce qui se passe sur la planète. Cela ressemble à une série sans fin de catastrophes, de scandales et de désastres. Cependant, la réalité ne pourrait être plus différente.

Il y a tant de progrès qui nous entoure. Les statistiques montrent qu'au cours des dernières décennies, les humains de partout sur la planète vivent de plus en plus longtemps, sont en meilleure santé, plus en sécurité et plus riches. Vers la fin de l'année dernière, le *New York Times* observait :

*« Chaque jour, depuis quelques années, 325 000 nouvelles personnes accèdent pour la première fois à l'électricité. Chaque jour, plus de 200 000 personnes reçoivent l'eau courante pour la première fois. Et, chaque jour, quelque 650 000 personnes ont accès à Internet pour la première fois. »*

*Le plus grand malheur possible pour quiconque est probablement la perte d'un enfant. Et cette catastrophe était très courante à une époque : historiquement, près de la moitié de tous les êtres humains sont décédés durant leur enfance. Pas plus tard qu'en 1950, 27% de tous les enfants mouraient encore avant l'âge de 15 ans. Maintenant, ce chiffre est tombé à environ 4 % . »*

Mais ces progrès ne sont pas remarqués par la plupart des gens, car ils ne consultent pas les statistiques; ils lisent les gros titres des médias.

Les médias cachent le progrès, car leurs clients, les lecteurs, recherchent des événements soudains plutôt que des tendances progressives. Les événements soudains ont tendance à être négatifs : un tremblement de terre, une fusillade,

pour le moment. Par contre, compte tenu des événements géopolitiques des derniers mois et de la reprise des tensions au Moyen-Orient, il n'est pas impossible que le secteur énergétique produise une avancée à court terme. Ces tensions vont continuer à mettre une pression à la hausse sur les prix, mais à plus long terme la croissance du prix de l'or noir proviendra surtout de la croissance mondiale.

Dans nos diverses stratégies, nous continuerons de mettre l'accent sur les sociétés nous procurant un rendement de dividendes élevé. Nous croyons que les sociétés qui paient des dividendes offrent une stabilité et un rendement supérieur à long terme. Une politique de dividendes force les dirigeants à instaurer une discipline et aide à aligner les intérêts entre la direction et les investisseurs. Nous sommes conscients que cela peut procurer des performances inférieures aux indices de référence pendant les périodes d'euphorie de marché. Par contre, ces sociétés offrent généralement une meilleure protection pendant les périodes où les marchés sont moins généreux.

**Jean Duguay**, Gestionnaire principal et Co-chef des placements

**Eric Warren**, Gestionnaire de portefeuille

une épidémie, un effondrement financier. La plupart des choses positives se produisent progressivement et se constituent avec le temps, comme l'élimination de la pauvreté et des maladies ou l'augmentation de la productivité ou des marges de profit d'une entreprise.

Amos Tversky et Daniel Kahneman ont été parmi les premiers à observer que les gens redoutent les pertes plus qu'ils n'apprécient les gains. Cela garantit une clientèle avide et fidèle pour les prédictions des prophètes apocalyptiques de toutes sortes. Cependant, ces pseudo-experts ne sont pas des statisticiens qui étudient et ajustent avec diligence les tendances historiques, mais des manipulateurs qui déclenchent notre aversion innée aux pertes avec des tragédies exagérées et des histoires d'horreur.

Qui ne se souvient pas des abominables prédictions résultant de l'épuisement du pétrole et des minéraux, du bogue dévastateur de l'an 2000, de l'arsenal d'armes de destruction massive de Saddam Hussein et de l'épidémie mondiale d'Ebola ? Ce sont tous des événements qui ne se sont pas produits, comme nous le savons aujourd'hui.

Voici une constatation simple qui constitue le fondement philosophique de notre style d'investissement :

*À long terme, les progrès de la science, de la technologie et de la propagation de la raison bénéficieront au niveau de vie de groupes de plus en plus croissants de l'humanité et aux ventes et à la rentabilité des entreprises qui y répondent directement ou indirectement. La façon la plus lucrative de participer à ces avancées est de détenir des actions dans des sociétés de qualité pendant de longues périodes.*

Nous sommes d'accord avec Warren Buffett qui a observé que « les bébés nés aujourd'hui sont la génération la plus chanceuse de l'histoire ». Nous souhaitons une nouvelle décennie heureuse et prospère.

**Markus Koebler**, Vice-président et Gestionnaire principal actions mondiales