

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Les marchés ont finalement été généreux en 2020. Le dernier trimestre est particulièrement à retenir alors que les indices boursiers américains ont atteint de nouveaux sommets. Les derniers mois ont vu une rotation sectorielle s'opérer vers les titres de plus faible capitalisation et les secteurs jusqu'à maintenant délaissés. Auparavant, les indices avaient été propulsés par les GAFAs+. Ainsi, l'indice américain S&P 500 a procuré un rendement total de 18,4 % en 2020, ce qui représente un gain de 16,5 % en dollars canadiens; notre huard s'est en effet apprécié de 2 %. L'indice canadien S&P TSX a, quant à lui, généré 5,6 % de rendement total, gonflé

par le titre technologique Spotify, mais les secteurs industriels et des matériaux ont aussi bien fait. L'indice des obligations universelles FTSE Canada a procuré un rendement total de 8,7 %. Les taux d'intérêt sont plus bas qu'en fin d'année 2019 et les taux à court terme avoisinent le zéro pourcent.

Bien qu'un rebond spectaculaire de l'activité économique ait eu lieu lors du déconfinement, la croissance a ralenti depuis et les secteurs des services demeurent déprimés; la situation du sous-emploi aux États-Unis et ses conséquences sociales sont particulièrement préoccupantes. Le défi demeure entier pour la nouvelle administration américaine.

Au Canada, les programmes de soutien demeurent des plus généreux au monde et la sortie de crise sera un enjeu plus tard pour l'expansion. La nouvelle année s'amorce avec optimisme alors que la vaccination a commencé et que les politiques économiques sont stimulatives. Une embellie en cours d'année apparaît probable et la reprise pourrait être forte si la pandémie se résorbe comme anticipée avant l'automne. Bien que l'évaluation des indices boursiers semble élevée, cela n'est dû qu'à certains titres et plusieurs secteurs sont sous-évalués. Notre style et nos stratégies se concentrent sur ces derniers.

- Les marchés boursiers ont été généreux au dernier trimestre de 2020 ; les indices américains ont atteint de nouveaux sommets.
- Le rebond spectaculaire de l'activité à la suite du déconfinement de l'été a fait place à un ralentissement avec l'accélération de la contagion et l'application de nouvelles restrictions.
- Alors que 2021 commence avec une résurgence de la pandémie, le premier trimestre pourrait être difficile pour la croissance, mais si tout se passe bien, la reprise sera forte au deuxième semestre.
- Les gouvernements ont dépensé des sommes inédites afin de soutenir les ménages et les entreprises. La vitesse de l'expansion dépendra en partie de la façon dont réagiront ces derniers à la fin de ces programmes.
- Les indices boursiers ont été propulsés par les titres dits GAFAs+ (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft, Tesla). Les autres secteurs sont demeurés faibles et nous croyons en une rotation sectorielle favorisant ceux-ci.
- Les taux d'intérêt, surtout ceux à court terme, ne peuvent plus baisser. Leur hausse apparaît tout de même limitée pour l'instant.

STATISTIQUES AU 31 DÉCEMBRE 2020

CANADA

Chômage (Novembre)	8,5 %	↓
I.P.C. (Novembre)	1 %	↑
Billet Trésor 3 mois	0,08 %	↓
Obligation 5 ans	0,39 %	↓
Obligation 10 ans	0,68 %	↑
S&P/TSX	17 433	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (Novembre)	6,7 %	↓
I.P.C. (Novembre)	1,2 %	
Billet Trésor 3 mois	0,06 %	↓
Obligation 5 ans	0,36 %	
Obligation 10 ans	0,91 %	↑
Dow Jones - Industrielles	30 606	↑
S&P 500	3 756	↑

DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,79	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,22	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	103,25	↑

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

ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Les marchés obligataires ont procuré des rendements positifs au cours du dernier trimestre. Le rendement total de l'indice des obligations universelles FTSE Canada est de 0,6 % au quatrième trimestre de 2020, marqué par une grande différence entre le secteur corporatif et le secteur des fédérales. En effet, le sous-indice fédéral a généré un rendement de -0,25 % contre + 1,8 % pour l'indice corporatif. La différence est encore plus grande à mesure

qu'on avance sur la courbe des échéances. Cela reflète d'une part la hausse des taux d'intérêt sur obligations et d'autre part la baisse des écarts demandés par les investisseurs pour détenir des obligations de crédit corporatif, de même que provincial et municipal. Pour l'ensemble de l'année 2020, le rendement de l'indice obligataire universelle FTSE Canada a été de 8,7 %, contre 5,3 % pour celui de l'indice des obligations de 1 à 5 ans. Malgré

la hausse des taux obligataires au quatrième trimestre, les taux terminent l'année plus bas qu'il y a un an, soit 150 points de base plus bas pour les fédérales 2 ans à 0,2 % et 50 points de base plus bas pour les 30 ans à 1,2 %.

Les taux à court terme, soit de un jour à 5 ans, sont pour l'instant figés, la FRB américaine et la Banque du Canada ayant annoncé leur intention de ne pas monter les taux

administrés comme le taux d'escompte, avant que l'économie n'ait résorbé son écart de production créé par la récession et avant que l'inflation n'ait franchi la barre des 2 % pendant un certain temps; les intervenants de marché comprennent que cela n'ira probablement pas avant 2022 et même 2023.

Les chiffres du PIB du troisième trimestre ont été impressionnants, soit +40,5 % au Canada et +33,4 % aux États-Unis en taux annualisés, mais cela était attendu à la suite de la débâcle historique des deux premiers trimestres. L'activité demeure encore inférieure de 3% comparativement à celle d'il y a un an. La situation est particulièrement inquiétante quant au sous-emploi aux États-Unis. Comme au Canada, les ménages écartés de leur travail à cause des confinements ont été soutenus de façon spectaculaire, tout comme les employeurs, et ils sont près de 20 millions d'américains à bénéficier de tels supports; bien que plusieurs mesures aient été reconduites en fin d'année grâce à l'adoption d'un plan de plus de 900 milliards \$, plusieurs pensent que cela ne sera pas suffisant. La réaccélération des infections à la Covid-19 en décembre, et possiblement janvier, ne présagent rien de bon pour les statistiques de ces deux mois. Aux États-Unis, les ventes au détail ont baissé en octobre et novembre et les revenus disponibles ont chuté au cours de ces mêmes mois; cependant, le secteur de la production de biens se maintient et le secteur de la

construction résidentiel et celui de l'immobilier sont vigoureux. La rapidité avec laquelle on réussira à vacciner est donc la clé pour la reprise aux États-Unis, au Canada et partout ailleurs. Il est toujours hasardeux de faire des prévisions, mais il l'est encore plus dans ce contexte. Nous sommes cependant confiants que la reprise pourrait être forte si tout se passe bien, c'est-à-dire que la vaccination est rapide, efficace et sans problème, et ce, à cause de l'extrême générosité des politiques budgétaires et monétaires appliquées en 2020. Il reste tout de même à voir comment les ménages se comporteront quand les programmes de soutien prendront fin, car ils ne seront pas éternels. On entend déjà certains s'inquiéter des déficits des gouvernements et de la dette engrangée. Rappelons que les ménages américains avaient peu de dette et un bon taux d'épargne avant la crise, mais que le portrait est différent au Canada alors que l'endettement des consommateurs était déjà un sujet de préoccupation. Seul le temps nous le dira. Pour l'heure, nous envisageons une croissance lente en début de 2021, mais une embellie qui pourrait être forte plus tard dans l'année.

Dans un tel scénario, les intervenants du marché obligataire pourraient commander des taux plus hauts sur obligations pour se prémunir des effets potentiels de l'expansion sur l'inflation et la politique monétaire dans le temps; cela pourrait se traduire par une hausse des taux de 2 à 5 ans avant la fin de

l'année, un phénomène conforme à l'histoire des cycles précédents alors que ces taux augmentent toujours avant un changement de politique des banques centrales. Ce contexte est en général favorable aux titres de crédit, spécifiquement les corporatives. Les écarts de ceux-ci ont d'ailleurs très bien fait au cours des derniers mois. Nous semblons aller un peu loin ici, mais nous voulons illustrer ce qui serait la suite logique des choses dans un contexte de reprise et d'expansion en fin 2021 et en début 2022.

Nos stratégies obligataires qui visent la gestion des titres de crédit a vu augmenter le poids de ceux-ci dans nos portefeuilles depuis le printemps, en particulier les corporatives, tout en conservant l'exposition aux municipalités québécoises. Nous allons maintenir ces expositions au premier trimestre et ajuster la durée selon l'évolution des taux comme on le fait habituellement dans nos fonds de gestion active, mais nous sommes conscients qu'un changement de régime est possible au cours des prochains trimestres dans les échéances de moyen et long terme.

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

MARCHÉ BOURSIER NORD-AMÉRICAIN

En ce début d'année, on peut clairement affirmer que les marchés boursiers ont de nouveau fait abstraction des craintes propagées par les médias traditionnels et certains investisseurs pessimistes alors que ceux-ci ont produit des rendements bien au-delà des attentes en 2020. Les gestes coordonnés des banques centrales et des gouvernements depuis le début de la pandémie ont contribué à redonner un optimisme relatif sur la direction de l'économie et des marchés financiers. À ce stade-ci, il est difficile d'évaluer l'impact réel sur l'économie et les marchés de la forte augmentation de l'argent en circulation, mais force est d'admettre que les entreprises et les individus sont en meilleure position pour passer à travers la crise actuelle.

Le dernier trimestre nous aura permis d'observer une performance étonnante des bourses avec une augmentation de 8,97 % de l'indice canadien et de 7,57 % de l'indice américain S&P500 converti en dollars canadiens. À noter qu'au cours du trimestre notre devise s'est appréciée de 4,46 %. Cette appréciation provient en grande partie de l'augmentation du prix des métaux industriels et de l'énergie. Ceux-ci ont progressé au dernier trimestre suite à une demande beaucoup plus forte, conséquence de la croissance économique

observée en Asie.

Depuis le début de l'année, les meilleurs secteurs du marché américain auront été ceux de la technologie de l'information, de la consommation discrétionnaire et des télécommunications, avec des avancées respectives de 41,6 %, 31,1 % et 21,6 %. À l'inverse, les secteurs ayant le moins bien performé auront été ceux de l'énergie (-34,8 %, de l'immobilier (-3,8 %) et des services financiers (-3,4 %). Du côté canadien, les sociétés de technologie auront produit le rendement le plus élevé, soit 80,7 %. Cette performance a été fortement influencée par le Titre de Shopify qui a progressé de plus de 178 %. Cette société a maintenant une représentation plus élevée que la Banque Royale dans l'indice canadien. Les attentes de bénéfices éventuels sont toutefois très élevées et, pour ceux que cela intéresse, il faut déboursier plus de 300 fois chaque dollar de bénéfices anticipés pour détenir l'action. Notre style de gestion axé vers les entreprises profitables que nous achetons à des prix raisonnables ne cadre pas avec ce type de société. Malgré cela, nous avons réussi à fournir de bons rendements en 2020, et ce, principalement par le retour impressionnant au dernier trimestre des sociétés détenues dans vos portefeuilles. Les autres secteurs canadiens

ayant progressé sont les secteurs des matériaux, de la consommation discrétionnaire, des produits industriels et des services publics avec des avancées respectives de 21,2 %, 17,1 %, 17,0 % et 15,3 %. Le pire secteur aura été, comme du côté américain, celui de l'énergie avec un recul de 26,6 % suivi de près par les soins de santé (-23 %) et l'immobilier (-8,7 %).

Dans un contexte de crise, il devient très difficile d'évaluer la valorisation des bourses.

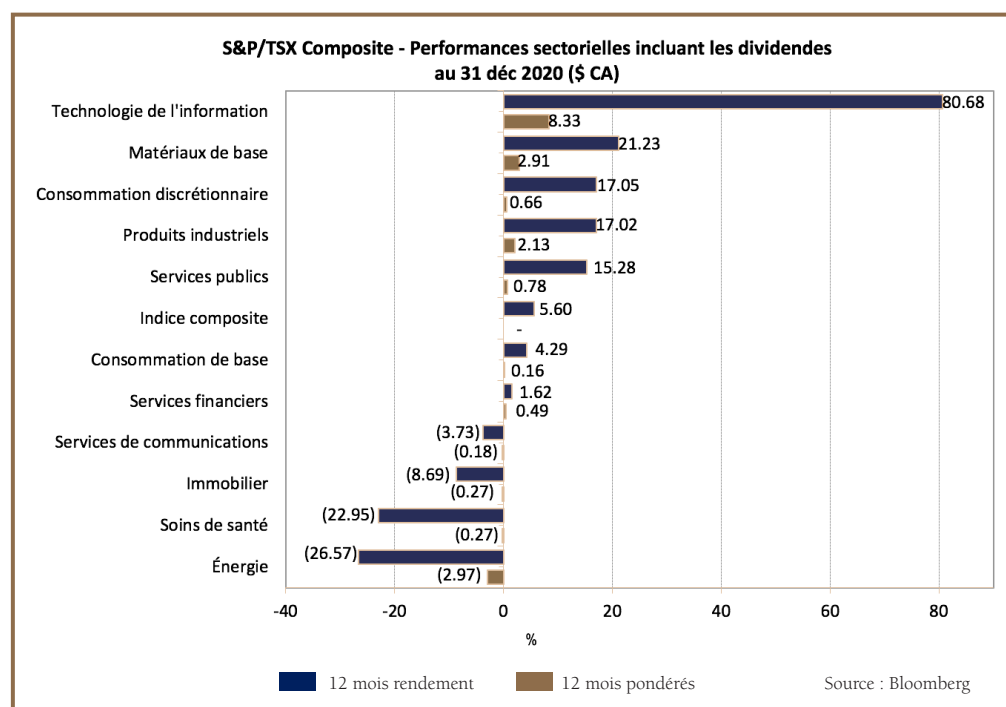
Matières premières	Variations (%)	
	Dernier trimestre	Année 2020
Aluminium	15,4	11,1
Cuivre	16,2	26,2
Nickel	14,3	18,6
Fer	32,1	72,3
Pétrole brut WTI	20,5	-21,0
Indice S&P GSCI (matières premières)	16,9	-6,1

Exception faite des quelques entreprises ayant bénéficié du contexte de pandémie, les derniers résultats trimestriels ont affiché des baisses de profitabilité par rapport à l'année précédente. Nous sommes d'avis qu'une reprise sera plus perceptible lorsque nous verrons des signes clairs de contrôle de la pandémie, notamment à la suite de l'arrivée des vaccins. Nous sommes donc dans une période où tenter d'évaluer les niveaux boursiers avec précision, et ce sur une base strictement fondamentale, s'avère un exercice

difficile et peut-être même futile. Le critère prépondérant à considérer est que la majorité des prévisionnistes perçoivent un retour à la croissance des profits d'ici le premier trimestre de 2022. Entre temps, nous devrions observer de la volatilité à la suite de nouvelles tantôt positives, tantôt négatives. Ces ajustements de valorisation boursière nous donneront des occasions de placements intéressantes sur un horizon à plus long terme. Nous ne doutons pas d'une reprise économique soutenue, mais celle-ci pourrait prendre un peu plus de temps à se concrétiser. L'important est la tendance de celle-ci à long terme.

Sommaire :

- Nous croyons que les actions devront faire une pause et que la volatilité nous permettra de profiter d'occasions intéressantes.
- À court terme une contraction des bénéfices est anticipée et le retour au niveau pré-Covid n'est attendu qu'au 1er trimestre de 2022.
- Le risque de réduction des dividendes est moins important.
- Dans nos stratégies nord-américaines, nous favorisons les secteurs de la finance, de l'énergie, des produits industriels, de la consommation discrétionnaire et des technologies de l'information.



Jean Duguay, Premier vice-président,
Gestionnaire principal et
Co-chef des placements

Éric Warren, Gestionnaire de portefeuille

MARCHÉ BOURSIER INTERNATIONAL

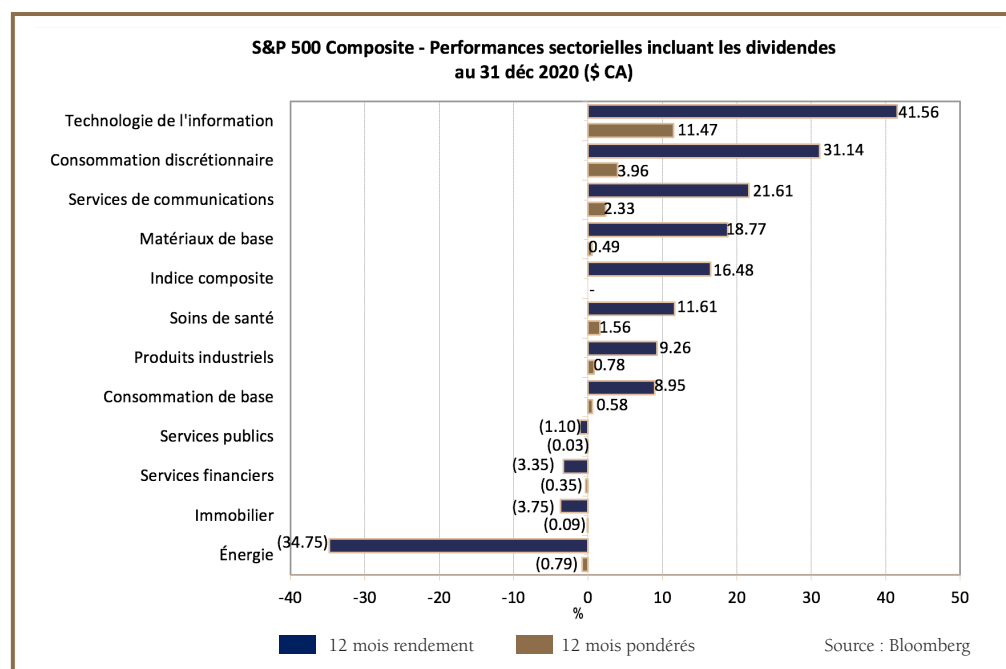
Les performances de nos stratégies étrangères ont été excellentes en 2020. Les fonds mondial, international et américain ont connu des avancées brutes de 23,7 %, 18,3 % et 17,9 % respectivement.

L'année 2020 aura, sans aucun doute, une place spéciale dans les livres d'histoire. La pandémie de coronavirus en est la raison évidente. Cependant, de manière positive, nous pensons qu'il y a de bonnes chances que les historiens regardent l'année passée comme le plus grand catalyseur de progrès et de créativité dans l'histoire de l'humanité.

Nous avons déjà des preuves que la pandémie dégage de nouvelles idées et favorise des formes de collaboration mondiale d'une ampleur sans précédent.

À titre d'exemple, et moins d'un an après le premier cas de Covid en Amérique du Nord, nous avons déjà:

- Plusieurs vaccins approuvés ou en voie de l'être, un processus qui prenait auparavant de nombreuses années. Plus important encore, nous avons maintenant une nouvelle plateforme pour le développement de médicaments (basés sur le RNAm) pour les futurs vaccins et potentiellement encore beaucoup plus d'applications (par exemple le traitement de certains types de cancer). Cela représente une percée majeure pour la médecine.
- Un nombre croissant d'entreprises embauchent des gens de partout dans le monde. Les entreprises comme Google ou



Microsoft peuvent avoir accès à des talents (ingénieurs et autres professionnels) dans des pays comme l'Inde ou le Bangladesh à travers Internet pour travailler sur des projets qui, dans le passé, étaient réservés à la main-d'œuvre locale.

- Une nouvelle génération qui est à l'aise d'apprendre en ligne. En suivant le chemin du magasinage en ligne (p. ex. Amazon) ou du divertissement en ligne (p. ex. Netflix), l'éducation sera de plus en plus fournie sur Internet : elle est moins dispendieuse à offrir et mieux adaptée aux besoins individuels de l'élève.
- Adoption numérique accrue et nouveaux canaux de vente pour les entreprises auparavant hors ligne. Des entreprises comme Shopify permettent aux petites et moyennes entreprises d'obtenir une présence professionnelle en ligne (y compris les paiements, la gestion des stocks et les services de marketing) en quelques heures. Cela ouvre le monde entier en tant que marché final potentiel aux entreprises qui n'opéraient auparavant qu'à l'échelle locale.

- De nouvelles façons de collaborer qui semblaient auparavant impossibles. Lorsque Moderna a conçu le vaccin Corona, ils n'avaient pas d'échantillon du virus. Tout ce dont il avait besoin était la séquence ADN.

Voici comment la revue The New Yorker a décrit la situation :

« Le vaccin de Moderna RNAm-1273 avait été conçu le 13 janvier. Ce n'était que deux jours après que la séquence génétique eut été rendue publique dans un acte de générosité scientifique et humanitaire. Au Massachusetts, la conception du vaccin Moderna a duré seulement une fin de semaine. Il a été achevé avant même que la Chine ait reconnu que la maladie pouvait être transmise d'humain à humain, plus d'une semaine avant le premier cas confirmé de coronavirus aux États-Unis. Il s'agit de l'échéancier de développement le plus rapide de l'histoire des vaccins. »

Malheureusement, ces progrès ne sont pas remarqués par la plupart des gens parce qu'ils ne consultent pas les statistiques. Ils se fient aux manchettes des médias.

Voici ce que nous avons écrit il y a un an :

« A 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.

Il y a des raisons d'être optimiste malgré la situation difficile que nous vivons. Et pour conclure, nous vous partageons un commentaire de Warren Buffett qui considère que « les enfants nés aujourd'hui seront la génération la plus chanceuse de l'histoire ».

Bonne année 2021 et je vous souhaite santé et prospérité.

Markus Koebler, Vice-président et Gestionnaire principal actions mondiales

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 31 décembre 2020

	1 mois	1 an	3 ans ¹	5 ans ¹
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	0,02 %	0,86 %	1,30 %	0,99 %
Obligations				
Indice des obligations universelles FTSE Canada	0,37 %	8,68 %	5,61 %	4,19 %
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	0,23 %	5,29 %	3,42 %	2,26 %
Indice adapté gestion privée Eterna ²	0,38 %	7,19 %	4,40 %	2,96 %
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	0,60 %	10,08 %	5,86 %	4,01 %
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	0,37 %	11,90 %	8,15 %	6,77 %
Indices boursiers nord-américains				
Canada - S&P/TSX	1,72 %	5,60 %	5,74 %	9,33 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	2,17 %	16,48 %	14,91 %	13,39 %
États-Unis - Dow Jones Industrial	1,74 %	7,95 %	10,60 %	12,84 %
Indices boursiers internationaux				
Royaume-Uni - FTSE-100	3,89 %	-10,43 %	-0,86 %	1,55 %
France - CAC-40	1,22 %	-0,54 %	2,69 %	4,46 %
Allemagne - DAX	4,39 %	10,96 %	3,43 %	5,74 %
Japon - Nikkei-225	3,17 %	19,60 %	10,24 %	9,14 %
Hong Kong - Hang Seng	1,70 %	-4,53 %	-2,23 %	2,78 %
Australie - S&P/ASX 200	3,99 %	6,20 %	2,92 %	3,92 %
Devises				
\$ CAN versus \$ É.-U.	-2,12 %	-2,04 %	0,41 %	-1,66 %

1. Rendement total annuel composé

2. L'indice Adapté Gestion privée Eterna est composé à 60 % de l'indice des obligations globales à court terme FTSE Canada et à 40 % de l'indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada.

Source : Bloomberg