

STATISTIQUES au 2020-03-31

CANADA

Chômage (Février)	5,6 %	↑
I.P.C. (Février)	2,2 %	↓
Billet Trésor 3 mois	0,25 %	↓
Obligation 5 ans	0,59 %	↓
Obligation 10 ans	0,70 %	↓
S&P/TSX	13 379	↓

ÉTATS-UNIS

Chômage (Février)	3,5 %	↓
I.P.C. (Février)	2,3 %	↓
Billet Trésor 3 mois	0,06 %	↓
Obligation 5 ans	0,38 %	↓
Obligation 10 ans	0,67 %	↓
Dow Jones - Industrielles	21 917	↓
S&P 500	2 585	↓

DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,71	↑
\$ É.-U. / € Euro	1,10	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	107,54	↓

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

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Nous écrivions en début d'année que les investisseurs étaient stimulés par la baisse des taux administrés par la Réserve Fédérale américaine. Vous vous rappellerez qu'elle a abaissé ses taux trois fois en deuxième moitié de 2019. Ces mesures découlaient du contexte de fort ralentissement mondial qui était affecté par les négociations commerciales avec la Chine et les baisses de production industrielle particulièrement importantes en Europe et en Asie. L'année commençait aussi avec des consommateurs américains encore en bonne forme avec un taux d'épargne élevé, mais avec des ménages canadiens endettés à un niveau record. Les indicateurs précurseurs n'annonçaient rien de nouveau à l'horizon pour 2020. Bref, les signaux étaient contradictoires et le scénario d'une croissance lente

demeurerait le plus probable. Quant aux marchés boursiers, ils semblaient ignorer que la profitabilité des entreprises se détériorait.

Et est arrivée la pandémie, mais surtout, la réaction tout à fait inédite des gouvernements. À quoi s'attendre maintenant?

Nul doute que la baisse du PIB et la hausse du chômage seront impressionnantes. Il est toutefois impossible d'établir un scénario chiffré. En effet, comment déterminer l'impact des programmes de dépenses faramineuses des gouvernements, que nous n'énumérerons pas ici, sur le comportement des ménages et des entreprises? Comment savoir si la pandémie sera contrôlée? Comment savoir ce que sera le retour à une relative normalité? Ce que nous savons, c'est que nous sommes en récession.

- Un choc exogène est venu frapper une économie déjà en ralentissement
- Les banques centrales et les gouvernements ont réagi; il ne semble plus y avoir de limites à leurs champs d'action
- Il est impossible de prévoir l'étendue de la pandémie
- Les taux d'intérêt ont atteint de nouveaux bas
- Les valeurs boursières vont probablement subir des reculs comparables aux récessions passées, mais la plupart de nos stratégies ont connu des performances supérieures aux marchés
- Un tel environnement a toujours représenté une occasion pour les investisseurs de long terme
- Nos portefeuilles misent toujours sur des titres de qualité capables de générer de bons rendements à moyen terme

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 31 mars 2020

	3 mois	1 an	3 ans ¹	5 ans ¹
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	0,66 %	1,91 %	1,38 %	1,03 %
Obligations				
Obligations universelles FTSE Canada	1,56 %	4,46 %	3,68 %	2,66 %
Obligations globales à court terme FTSE Canada	1,85 %	3,21 %	2,08 %	1,73 %
Indice Adapté Gestion privée Eterna ²	2,43 %	4,04 %	2,64 %	2,16 %
Obligations globales à moyen terme FTSE Canada	3,31 %	5,28 %	3,47 %	2,80 %
Obligations globales à long terme FTSE Canada	0,16 %	5,56 %	5,96 %	3,77 %
Indices boursiers nord-américains				
Canada - S&P/TSX Composite	-20,90 %	-14,21 %	-1,92 %	0,89 %
États-Unis - S&P 500	-12,11 %	-1,28 %	7,38 %	9,15 %
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	-15,54 %	-8,08 %	6,68 %	9,29 %
Indices boursiers internationaux				
Royaume-Uni - FTSE 100	-22,18 %	-17,36 %	-2,45 %	-0,77 %
France - CAC 40	-21,46 %	-14,75 %	-2,09 %	-0,01 %
Allemagne - DAX	-20,29 %	-10,55 %	-4,08 %	-1,02 %
Japon - Nikkei 225	-12,25 %	-2,70 %	3,28 %	4,17 %
Hong Kong - Hang Seng	-8,03 %	-12,68 %	1,53 %	1,19 %
Australie - S&P/ASX 200	-27,87 %	-25,05 %	-9,69 %	-5,04 %
Devises				
\$ CAN versus \$ É.-U.	-7,65 %	-5,10 %	-1,81 %	-2,05 %

Source : Bloomberg

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.

Nos portefeuilles d'obligations se comportent plutôt bien, car nous avons réduit considérablement notre exposition aux corporatives cotées BBB en 2019 et sous-pondéré les corporatives tout le long de la courbe des échéances. Par contre, notre surexposition habituelle aux municipales québécoises coûte des points de performance relative, mais ce sont des titres qui ne sont pas en danger et que nous avons achetés pour garder jusqu'à échéance. Nous avons revu nos scénarios de taux d'intérêt à la baisse et ne serions pas surpris que l'ensemble de la courbe s'approche du niveau zéro au courant de l'année. Nous doutons cependant que les taux deviennent négatifs comme en Europe, la situation nord-américaine demeurant encore meilleure. La courbe devrait reprendre de la pente, car les investisseurs voudront être compensés pour la dette publique

astronomique que les gouvernements devront financer. Nous parlons déjà d'un déficit de plus de 150 milliards \$ pour le gouvernement canadien, et de quelques 2 à 3 trillions \$ pour le trésor américain. Nous pensons que les écarts de crédits demeureront élevés, le temps que la situation s'éclaircisse. Notre stratégie est de profiter de ces écarts plus larges pour réaugmenter les poids en obligations provinciales et corporatives. Nous avons déjà commencé notre programme, mais les prochains mois seront définitivement pleins de défis.

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

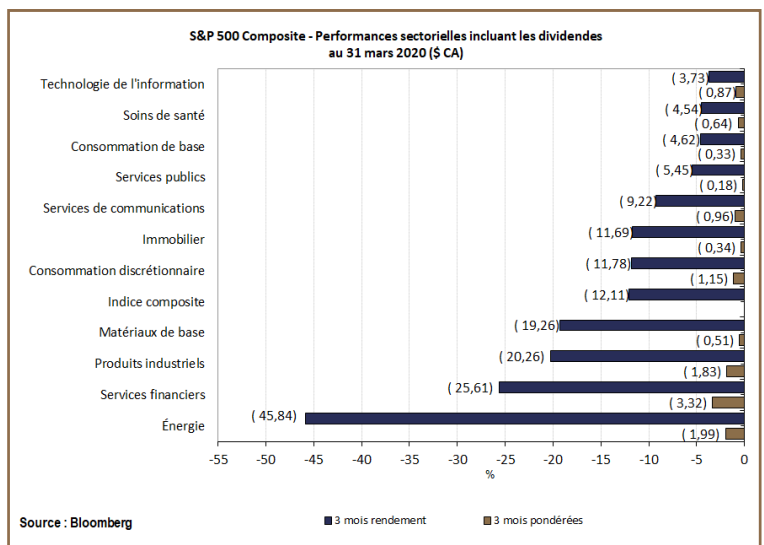
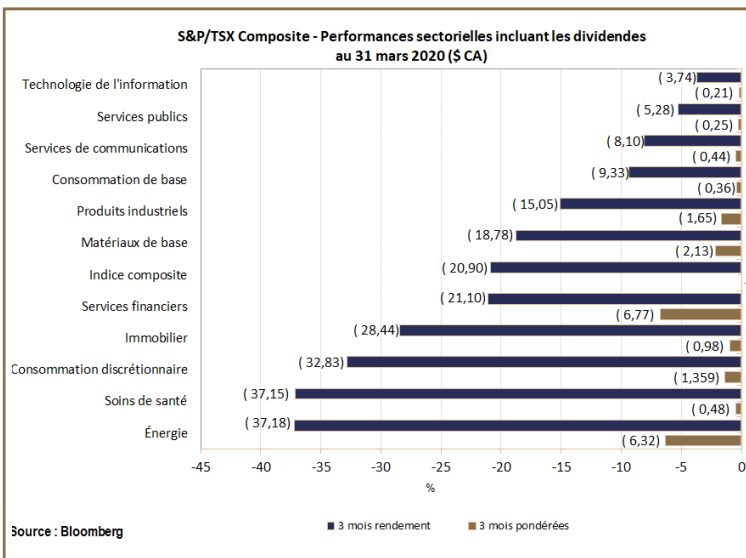
MARCHÉ BOURSIER NORD-AMÉRICAIN

Il n'aura pas fallu longtemps aux marchés boursiers pour faire oublier les excellents rendements de 2019. En 2020, après un premier mois et demi plutôt sans histoire sur les places boursières, c'est dans le dernier droit de février que les investisseurs ont pris au sérieux les enjeux causés par la pandémie du COVID-19. La baisse fulgurante des cours boursiers pousse ainsi l'indice canadien à afficher une perte de 17,4 % (S&P/TSX) en mars uniquement, alors qu'il a faibli de 20,9 % depuis le début de l'année. Le S&P/TSX se retrouve donc à un niveau que nous n'avions pas vu depuis début 2016.

Bien qu'aucun secteur d'activité n'ait su livrer de la valeur à la fin du trimestre, les sociétés œuvrant dans les secteurs de la technologie (-3,7 %), des services publics (-5,3 %), des télécommunications (-8,1 %) et de la consommation de base (-9,3 %) ont su amoindrir les pertes. Cela s'explique par le fait que la nature de la situation actuelle a un impact moins significatif sur leurs opérations courantes. D'un autre côté, les incertitudes financières des entreprises et des particuliers, ainsi que la mise sur pause économique décrétée par les différents gouvernements, viennent brouiller les cartes de façon importante pour plusieurs secteurs d'activités. Les secteurs financiers (-21,1 %) et de l'immobilier (-28,4 %) sont évidemment touchés, mais ce sont les secteurs de la consommation discrétionnaire (-32,8 %) de la santé (-37,0 %) et surtout de l'énergie (-37,2 %) qui ont le plus souffert.

résulte en une guerre de prix à l'échelle mondiale, ce qui pousse les prix de la commodité à perdre plus de 65 % de ses valeurs de début d'année et ainsi transiger à des niveaux historiquement bas. C'est donc peu dire que ce secteur opère présentement de façon très conservatrice, tout en espérant une résolution rapide de ce conflit et un retour du baril à des prix plus raisonnables, ce qui justifierait une reprise plus adéquate des opérations.

Du côté américain, même son de cloche alors que l'indice principal S&P/500 a lâché 19,6 % en devise locale lors des trois derniers mois. Les investisseurs canadiens ont par contre pu bénéficier de la faiblesse du huard, ce qui a adouci légèrement la chute pour une perte de 12,1 % sur la même période. D'un point de vue sectoriel, ce sont également les sociétés de technologie (-3,7 %) ainsi que celles à caractère plus défensif, tel que les sociétés de soins de santé (-4,5 %), de consommation de base (-4,6 %) et de services publics (-5,5 %), qui ont limité leurs pertes boursières. Les titres pétroliers (-45,8 %) ont quant à eux souffert encore plus que leurs homologues canadiens, toujours pour les mêmes raisons, alors que les sociétés financières (-25,6 %) et industrielles (-20,3 %) ont également eu un impact important dans la baisse de marché.



Les sociétés pétrolières, qui représentaient plus de 17 % de l'indice en début d'année, affichent maintenant une pondération légèrement supérieure à 13 %. Ces sociétés étant évidemment affectées par une économie au ralenti, elles doivent également subir les foudres d'un conflit entre la Russie et l'Arabie Saoudite au sujet de leur production de pétrole respective. Ce conflit

Nous voudrions tous oublier rapidement ce début d'année 2020, car celui-ci passera sûrement à l'histoire comme une des pires crises sanitaires que nous ayons connues. À ce stade-ci, nous ne savons pas combien de temps durera cette pandémie, ni les dommages qu'elle causera, mais comme pour toutes les grandes crises, le monde ne sera plus le même par la suite. L'an dernier, nous étions préoccupés par la situation économique mondiale qui connaissait un important ralentissement. Nous étions cependant loin de penser que nous allions connaître une pandémie qui causera une des pires

récessions économiques. La crise est maintenant mondiale, alors qu'après l'Asie, c'est maintenant l'Europe et l'Amérique qui en sont présentement lourdement affectées. Étant donné qu'il n'existe pas de précédent récent à ce que nous vivons actuellement, il est difficile d'évaluer la durée de cette récession que nous anticipons comme sévère.

Cependant, nous devons prendre garde à ne pas tomber dans le piège de penser que la situation qui sévit va se perpétuer et que les occasions d'investissements en seront épuisées. Nous ne pouvons pas encore en évaluer les effets, mais en nous basant sur les leçons tirées du passé, nous croyons fermement que les actions concertées des banques centrales et des gouvernements vont, dans un premier temps, stabiliser les marchés financiers et, ensuite, rétablir l'équilibre nécessaire au redressement de l'économie et des bourses.

Des marchés baissiers, c'est-à-dire des reculs de plus de 20 %, sont de plus en plus fréquents et sont normalement suivis de rebonds. Historiquement, ces situations ont créé des opportunités exceptionnelles d'acquérir des entreprises à des prix forts raisonnables. Au cours des dernières récessions, l'indice S&P/500 a rebondi en moyenne entre 20 % à 30 % dans les trois à six mois qui ont suivi le creux du marché. Ces situations vont potentiellement se répéter encore une fois, mais vont mettre à dure épreuve la tolérance au risque des investisseurs.

Au moment d'écrire ces commentaires, les évaluations des bourses canadiennes et américaines semblent raisonnables d'un point de vue historique. Les analystes sont déjà en train de revoir leurs prévisions de bénéfices au fur et à mesure que la situation évolue. Cependant, ne sachant pas encore avec exactitude l'impact économique que ce virus aura, ceux-ci devront probablement réduire davantage leurs prévisions. La patience est de mise et le retour au niveau des sommets atteints ne se fera pas avant un

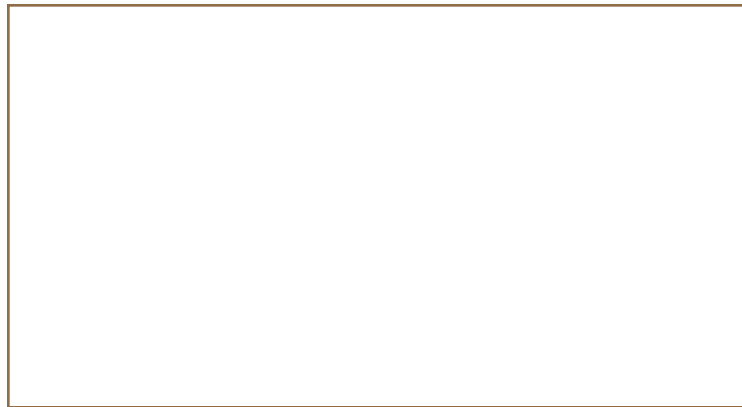
MARCHÉ BOURSIER MONDIAL

En cette période d'incertitude, les investisseurs du monde entier se demandent combien de temps durera la crise et jusqu'où les cours boursiers baisseront.

La réponse honnête est que personne ne sait. Cependant, ce que nous savons des crises passées est que les actions atteindront leurs bas bien avant que les nouvelles quotidiennes s'améliorent. Les marchés financiers fonctionnent toujours de la même façon, ils anticipent les événements futurs. Pendant la Seconde Guerre mondiale, le rallye de la bourse américaine a commencé le 29 avril 1942, soit plusieurs semaines avant que la situation militaire ne s'améliore sensiblement. Fait remarquable, il n'y a pas un événement singulier qui a mené à la reprise du marché. Ce phénomène est parfois appelé la « sagesse du marché ». Nous anticipons que ce phénomène se répétera encore une fois et que les actions commenceront à se redresser tandis que le nombre de cas Covid-19 déclarés continuera d'augmenter. En fait, il y a déjà des signes laissant entrevoir que nous aurions atteint cette étape.

En période de crise extrême, l'horizon de placement des investisseurs se résume à quelques jours. La manchette du matin est quant à elle susceptible de devenir la force motrice du marché pour la journée. Ainsi, lors d'une correction déclenchée par des ventes en panique, comme celle dont nous sommes actuellement témoins, tous les titres se font malmener sans discernement. Au cours des dernières semaines, nous avons expérimenté plusieurs jours avec des volatilités de plus de cinq pour cent. Il s'agit d'un signe certain que les émotions l'emportent actuellement sur l'analyse rationnelle. Aussi douloureux que cela soit à court terme, ce type de marché engendre des opportunités pour les investisseurs de long terme.

L'humanité est une espèce étonnamment résistante et innovante. Nous avons traversé la Grande Dépression et deux guerres mondiales. Une fois que l'ennemi commun est identifié (dans ce cas un virus), la collaboration, l'adaptabilité et



Source Alpine Macro

certain temps. Cela ne nous a pas empêchés de procéder à des ajustements de portefeuilles et de profiter de situations qui nous semblent exagérées. Nous avons au cours des dernières semaines modifié nos stratégies en éliminant de nos portefeuilles certains titres qui risquent de souffrir longtemps de la situation actuelle. Nous avons également fait l'acquisition de titres que nous considérons des aubaines et qui nous procureront des rendements forts intéressants sur un horizon d'un à deux ans. À ce titre, nous avons fait des achats dans les banques canadiennes et dans le secteur des communications et de la technologie. Ces secteurs devraient continuer à payer leurs dividendes durant cette période de tumulte, comme ce fut le cas lors de la dernière grande crise de 2008.

Jean Duguay, Gestionnaire principal et Co-chef des placements

Eric Warren, Gestionnaire de portefeuille

l'ingéniosité domineront. Au début, le virus se propage plus rapidement que les mesures gouvernementales destinées à le contenir. Avec le temps, la recherche, la technologie et la collaboration mondiale rattraperont leur retard. Nous avons maintenant des outils qui n'étaient pas disponibles en 1918 lors de la dernière apparition d'un virus pandémique, la soi-disant grippe espagnole.

Nous voyons actuellement de nombreux éléments positifs. Notre compréhension du virus et de ses effets poursuit une courbe d'apprentissage exponentielle. Il existe d'énormes incitatifs à trouver des solutions et nous nous adaptons. À titre d'exemple, le Royaume-Uni parle actuellement avec Amazon pour livrer des tests de détections du Covid-19 directement aux résidences. Cela ne garantit toutefois pas que nous serons bientôt de retour en eaux calmes. Il faut se rappeler que les recouvrements sont toujours pénibles et les revers fréquents.

Comme l'a dit l'un des vainqueurs d'Indianapolis 500, « pour terminer premier, il faut premièrement terminer ». Cela reflète bien notre approche actuelle. Nous nous concentrons sur les entreprises qui sont en mesure de survivre les prochains mois, et ce, même face à une récession très grave. Notre portefeuille est rempli d'entreprises avec des modèles d'affaires solides combinés à un bilan financier en santé qui leur permettra de passer à travers la crise. Tout cela nous rend très optimistes quant à la façon de surmonter la crise, et que les cours des actions seront nettement plus élevés dans cinq ans et plus. Un investisseur chevronné a un jour dit que « les rendements des placements en actions sont une compensation pour la douleur et la souffrance ». Nous comprenons maintenant ce qu'il voulait dire.

Markus Koebler, Vice-président et Gestionnaire principal actions mondiales