

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Les marchés financiers ont poursuivi sur leur lancée pendant l'été. Les indices boursiers nord-américains sont à la hausse, tout comme les indices du marché obligataire. L'indice canadien S&P/TSX de la bourse de Toronto a procuré un rendement total de 4,7% au cours du troisième trimestre. L'indice américain S&P 500 a quant à lui procuré 8,9% en dollars américains, ce qui se traduit par 6,5% en dollars canadiens, le huard s'étant raffermi pendant le trimestre. Du côté des revenus fixes, l'indice des obligations universelles FTSE Canada affiche un rendement total de 0,4%, les obligations corporatives étant les plus performantes. Les actifs sont soutenus par les

liquidités énormes injectées par les banques centrales dans l'économie et les marchés.

Les statistiques démontrent un rebond relativement fort de l'activité suite au déconfinement en mai et juin, mais les récents mois affichent un certain ralentissement de ce rebond. La situation de l'emploi demeure préoccupante partout dans le monde. Bien que les taux de chômage aient régressé, le nombre de personnes recevant de l'aide gouvernementale est à des niveaux historiques, notamment aux États-Unis avec 25 millions de personnes en septembre. Au Canada, la PCU sera convertie en assurance-chômage en

octobre. Il faudra voir comment les ménages s'adapteront au nouvel environnement. Avec une deuxième vague de contagion au covid-19 se profilant, la reprise ne sera probablement pas aussi rapide que certains l'espéraient.

Nos stratégies ont peu changé. Nous demeurons confiants dans nos choix de titres et envisageons peu de variation dans les taux d'intérêt. Les incertitudes demeurent par contre trop élevées pour pouvoir statuer sur 2021, que ce soit quant à la pandémie, la politique nord-américaine ou le comportement des marchés financiers. Nous avons toutefois confiance que le pire est passé.

- Les marchés financiers ont connu un bel été; les indices boursiers et obligataires ont continué de progresser.
- Le déconfinement a permis un rebond spectaculaire de l'activité au deuxième trimestre.
- Les marchés fonctionnent bien et les programmes de soutien de la Réserve fédérale des États-Unis et de la Banque du Canada n'ont pas été pleinement utilisés.
- Les gouvernements ont dépensé des sommes inédites afin de soutenir les ménages et les entreprises. Jusqu'où iront-ils dans une deuxième vague de covid-19 ?
- Les prochains mois seront révélateurs quant à la reprise réelle par rapport à l'effet du déconfinement.
- Les indices boursiers sont propulsés par les titres dits GAFAM+ (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft, Tesla). Les autres secteurs demeurent faibles et plusieurs titres représentent de bonnes valeurs à long terme.
- Nous avons confiance que nos stratégies sectorielles et nos choix de titres porteront fruit à long terme.

STATISTIQUES AU 30 SEPTEMBRE 2020

CANADA		ÉTATS-UNIS		DEUISES	
Chômage (Août)	10,2 % ↓	Chômage (Août)	8,4 % ↓	\$ É.-U. / \$ CAN	0,75 ↑
I.P.C. (Août)	0,1 %	I.P.C. (Août)	1,3 % ↑	\$ É.-U. / € Euro	1,17 ↑
Billet Trésor 3 mois	0,13 % ↓	Billet Trésor 3 mois	0,09 % ↓	¥ Yen / \$ É.-U.	105,48 ↑
Obligation 5 ans	0,36 % ↓	Obligation 5 ans	0,28 % ↑		
Obligation 10 ans	0,56 % ↓	Obligation 10 ans	0,68 % ↓		
S&P/TSX	16 121 ↓	Dow Jones - Industrielles	27 782 ↓		
		S&P 500	3 363 ↓		

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

ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Les rendements des marchés obligataires ont été positifs au cours de l'été. L'indice des obligations universelles FTSE Canada a cru de 0,4% au troisième trimestre, élevant à 8,0% son avancée depuis le début de l'année. Le trimestre a été marqué par une surperformance des titres corporatifs et les titres de moyen terme (échéances entre 5 et 10 ans) ont été les plus performants. La courbe des taux s'est quelque peu redressée pendant l'été alors que les taux sur les obligations fédérales à échéance de 30 ans ont monté par rapport aux taux des obligations à plus court terme. Cela reflète les anticipations des investisseurs quant à la reprise économique et aux déficits accrus des gouvernements à plus long terme. Par contre, les banques centrales ont encore une fois été on ne peut plus claires quant à leur volonté de demeurer accommodantes et de ne pas monter les taux d'intérêt avant que l'inflation ne dépasse les 2% de façon soutenue. Plusieurs en ont déduit que les taux administrés ne bougeront pas avant 2022, sinon 2023! Il faudra donc faire avec des taux planchers pour un bon moment. Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que les investisseurs acceptent de prendre plus de risque et augmentent leur exposition aux obligations corporatives. La course aux rendements est bien réelle. L'inflation n'est pour l'instant pas une menace.

Les statistiques publiées pendant l'été démontrent clairement le rebond de l'activité suite au déconfinement. La valeur totale des ventes au détail est revenue au-dessus de celle du début de l'année, et ce, tant au Canada qu'aux États-Unis. La production industrielle a également progressé fortement. Le secteur immobilier résidentiel demeure extrêmement vigoureux, reflétant un inventaire faible de maisons unifamiliales alors que les ménages semblent préférer la banlieue et le télétravail.

Un changement structurel est peut-être en train de s'opérer. Le secteur résidentiel est actuellement la locomotive de l'économie. Il demeure que le secteur des services reste déprimé, handicapé par les restrictions sanitaires. Aussi, bien que l'emploi ait rebondi pendant l'été, le nombre de chômeurs et de personnes profitant de mesures exceptionnelles de soutien de l'état est à un niveau jamais vu. Aux États-Unis, en septembre, ce sont près de 25 millions de personnes qui profitaient de ces mesures. Historiquement, la reprise des emplois perdus pendant une récession prend de deux à trois ans, parfois plus. Nous devons donc être patients.

Cette récession est bien différente des précédentes puisqu'elle est induite par les autorités dans un contexte de pandémie. Plusieurs secteurs ne semblent pas très affectés alors que d'autres sont en pleine crise. Nous pensons entre autres à l'hébergement, la restauration, le tourisme, la culture et le transport des personnes. Nous assistons sans doute à un transfert de richesse dans l'économie. Les prochains trimestres seront révélateurs de la capacité des consommateurs et des entreprises de se passer de l'aide des gouvernements, les programmes de soutien ne peuvent être éternels. La dette induite par la crise et ces soutiens devront aussi être pris en compte à l'avenir. Consacrer des ressources à financer des dettes n'est pas un gage de croissance forte, à moins d'un boom démographique. Une taxation plus élevée est pratiquement inévitable.

En ce qui concerne l'avenir immédiat, le pire semble derrière nous, mais les prochains mois pourraient être hasardeux. À preuve, les banques américaines resserrent déjà les critères de crédit pour les prêts commerciaux et industriels à des niveaux similaires à ceux de

2008. Au niveau de la croissance relative, les États-Unis devraient malgré tout s'en tirer un peu mieux alors qu'ils sont entrés dans la crise avec un des meilleurs bilans des ménages des récentes décennies. Les ménages américains avaient en effet peu de dettes et un bon taux d'épargne par rapport au revenu disponible. Le portrait est différent au Canada alors que l'endettement des consommateurs est un sujet de préoccupation depuis plusieurs trimestres. Le scénario économique le plus probable pour les prochains trimestres demeure donc pour une reprise lente, et peut-être en dents de scie, avec peu d'inflation et des taux d'intérêt bas.

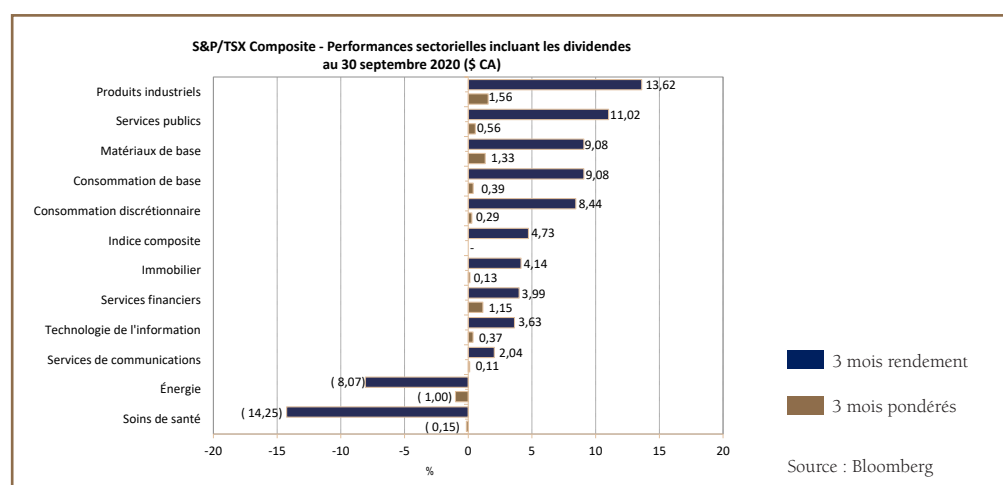
Dans ce contexte, nos stratégies obligataires demeurent centrées sur une surexposition aux obligations municipales à court et moyen termes pour détention jusqu'à échéance. Nos pondérations en obligations corporatives ont aussi augmenté pendant l'été afin de profiter des écarts de crédit plus généreux. Nous avons cependant réduit en fin de trimestre la tranche de cette exposition dans les longues échéances après l'excellente performance de ce secteur. Pour l'instant, les durées de nos stratégies actives devraient continuer d'osciller entre neutres et plus longues par rapport aux indices de référence, mais nous sommes conscients qu'un changement de régime est possible au cours des prochains trimestres dans les échéances de moyen et long terme. Les incertitudes demeurent élevées, pandémie oblige, sans compter le contexte politique américain qui risque d'entraîner de la volatilité.

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

Bobby Bureau, Analyste en revenu fixe et Gestionnaire-adjoint

MARCHÉ BOURSIER NORD-AMÉRICAIN

À l'aube d'une deuxième vague qui semble se confirmer très rapidement, les places boursières auront tout de même poursuivi sur leur lancée pour la grande majorité de la saison estivale. En effet, les deux premiers mois du trimestre ont été excellents, tandis que le mois de septembre a été le premier mois négatif depuis la débâcle de mars dernier. Malgré cette récente faiblesse, l'indice global canadien S&P/TSX aura tout de même livré une performance de 4,7 % pour les trois derniers mois tandis que le S&P 500, son homologue américain, offrirait 6,5 % en monnaie canadienne. Du côté canadien, alors que les secteurs de soins de santé (-14,3 %)



et de l'énergie (-8,1 %) continuent d'être les grands perdants de l'année 2020, la disparité de rendement entre les autres secteurs a été beaucoup moins importante pendant l'été qu'elle l'avait été au deuxième trimestre. Les titres canadiens de technologies (3,6 %) ont joué un rôle secondaire pendant le dernier trimestre et ce sont les sociétés œuvrant du côté industriel (13,6 %), des services publics (11 %), de la consommation de base (9,1 %) et des matériaux de base (9,1 %) qui ont mené la charge.

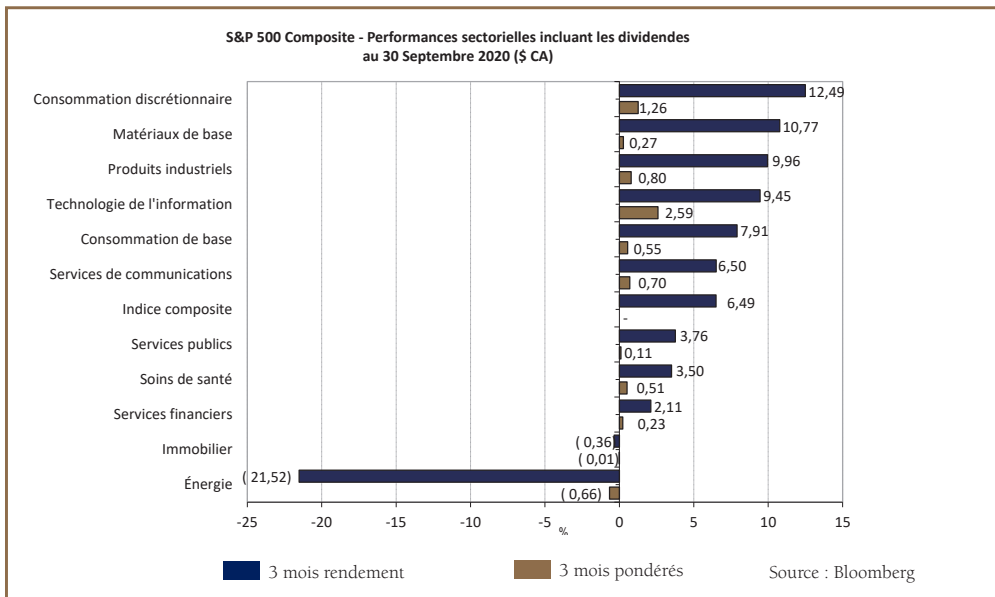
Au Sud de la frontière, c'est également le secteur de l'énergie qui est en fond de grille avec une perte trimestrielle de près de 20 %, tandis que les secteurs immobiliers (2 %) et financiers (4,4 %) ont livré des rendements largement inférieurs à l'indice global. Encore

une fois, accompagné du secteur industriel (12,5 %), ce sont les secteurs de consommation discrétionnaire (15,1 %), des matériaux de base (13,3 %) et des technologies (12%) qui ont le mieux performé sur trois mois.

La forte reprise et la pondération dominante des titres technologiques et des titres de consommation discrétionnaire du S&P 500 ont donc largement compensé la chute des marchés mondiaux du mois de mars, l'indice phare américain ayant livré plus de 8 % de rendement depuis le début de l'année. Du côté canadien, une bonne partie de la baisse a également été récupérée alors que la perte sur neuf mois est maintenant de seulement 3,1 %. Il va sans dire que le secteur financier et celui de l'énergie, comptant pour plus de 38 % de l'indice S&P/TSX, ont eu un impact

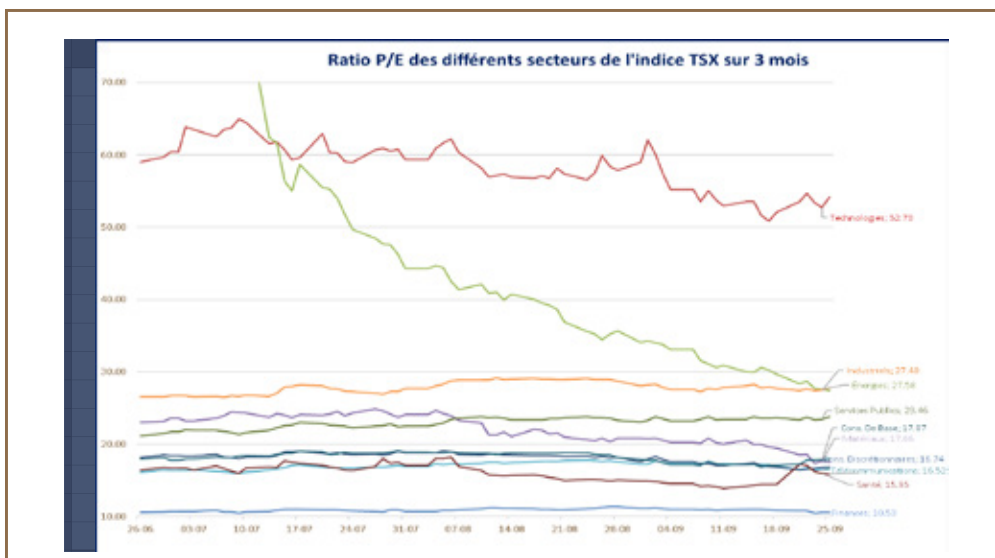
négatif important sur la performance totale de celui-ci, tandis que les secteurs présentement en vogue, tels que celui des technologies ou encore des matériaux de base n'ont pas su y pallier entièrement.

La reprise des bourses à la hausse, depuis le creux de mars dernier, amène une grande majorité d'investisseurs à penser que le marché est surévalué, mais cette surévaluation est concentrée dans quelques titres seulement. Même si nous pensons qu'une correction des marchés est toujours possible d'ici la fin de l'année, nous croyons que la baisse sera limitée aux titres qui ont récemment augmenté de façon importante. Plusieurs sociétés des secteurs industriels, des services financiers, de l'énergie et des communications ont des évaluations plus conformes à la situation économique qui prévaut actuellement. Nous augmenterons nos investissements dans ces secteurs aussitôt que nous aurons une vision plus claire de la conjoncture économique et des impacts reliés à la recrudescence de la covid-19. Par ailleurs, il ne faut pas oublier que les élections chez nos voisins du Sud vont influencer prochainement la direction des bourses. La prudence est toujours de mise, mais nous voulons participer activement à tout repli que nous jugerons temporaire.



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

Éric Warren, Gestionnaire de portefeuille



MARCHÉ BOURSIER INTERNATIONAL

Un coup d'œil à n'importe quelle une de journal ces jours-ci est suffisant pour convaincre même les plus optimistes d'entre nous que nous vivons actuellement la période la plus éprouvante dans l'histoire récente. L'incertitude est palpable avec des enjeux tels que l'épidémie, une récession imminente, les prochaines élections américaines et des polarisations sociales de plus en plus violentes entre les différentes classes de la population. Nous rappelons à nos clients que le risque et l'incertitude sont des composantes qui seront toujours présentes dans la vie d'un investisseur. Ce qui les modifie est dans quelle mesure ils sont perçus par le public investisseur. Le risque était énorme le 6 décembre 1941 (la veille de l'attaque de Pearl Harbor), tout comme c'était le cas le 10 septembre 2001. La différence avec la situation d'aujourd'hui était le manque total de connaissance de l'évènement. Seul un problème connu a une chance d'être résolu.

Andy Grove, le cofondateur du plus grand fabricant de semi-conducteurs Intel, a déclaré un jour : « Les mauvaises entreprises sont détruites par les crises, les bonnes entreprises y survivent, les excellentes entreprises en sortent grandes. » Les excellentes entreprises profitent des crises pour améliorer davantage leur position concurrentielle en investissant

dans la R&D, le marketing et l'innovation de processus alors que la concurrence plus faible est forcée de réduire agressivement les coûts afin de rester en affaires. Une excellente entreprise est en mesure de racheter des actions en temps de crise, tandis que leurs pairs doivent émettre de nouveaux titres afin de recueillir des fonds pour survivre. Nous avons utilisé les derniers mois pour examiner notre portefeuille de façon systématique compte tenu des nouvelles réalités créées par le covid-19. Après quelques ajustements, nous sommes confiants que nos titres sont tous bien placés non seulement pour survivre à cette situation critique, mais aussi pour y prospérer.

Le grand historien Will Durant (dont les parents ont émigré du Québec au Massachusetts) a un jour fait remarquer ce qui suit : « Les gens passent trop de temps sur les dernières 24 heures et pas assez de temps sur les 6000 dernières années. » Son point est que nous sommes trop facilement effrayés par la prépondérance de ce qui se passe devant vos yeux tout en oubliant que l'humanité a réussi à faire face à des problèmes similaires (ou pires encore) à plusieurs reprises dans le passé. La raison pour laquelle l'humain surestime constamment les menaces réside dans notre passé. Pour survivre, la vie doit

gagner tous les jours. La mort quant à elle n'a qu'à gagner une seule fois. Quand notre vie était en jeu, surestimer les menaces était une bonne chose. L'évolution nous a fait craindre le risque. Cependant, dans l'environnement d'aujourd'hui, un titre que vous ne lirez jamais, mais qui est plus adéquat la plupart du temps, serait « le futur s'avère généralement passablement bien ».

Alors que les chiffres ou les statistiques sont souvent plus monotones à lire que les contes lugubres diffusés par des alarmistes charismatiques, ils nous donnent généralement une meilleure image de la réalité. Il s'avère que même les récessions ne sont pas nécessairement un mauvais moment pour investir dans le marché boursier. Juste en regardant les données historiques, nous constatons que pendant huit des 15 dernières récessions les actions ont produit des rendements positifs. En fait, au cours de six ces 15 dernières récessions, les actions étaient en hausse à hauteur de plus de 10 %. Rappelons-nous cela la prochaine fois que nous verrons des nouvelles négatives dans un journal.

Markus Koebler, Vice-président et
Gestionnaire principal actions mondiales

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 30 septembre 2020

	3 mois	AAD	1 an	2 ans ¹	5 ans ¹
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	0,06 %	0,83 %	1,25 %	1,47 %	1,00 %
Obligations					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	0,44 %	8,00 %	7,08 %	8,38 %	4,26 %
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	0,73 %	4,80 %	4,94 %	4,65 %	2,27 %
Indice adapté gestion privée Eterna ²	0,86 %	6,62 %	6,25 %	6,32 %	3,00 %
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	1,06 %	9,40 %	8,22 %	8,86 %	4,08 %
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	-0,32 %	10,99 %	8,85 %	12,89 %	6,94 %
Indices boursiers nord-américains					
Canada - S&P/TSX	4,73 %	-3,09 %	-0,03 %	3,46 %	7,16 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	6,49 %	8,28 %	15,76 %	11,13 %	14,00 %
États-Unis - Dow Jones Industrial	5,79 %	1,64 %	6,26 %	6,45 %	13,87 %
Indices boursiers internationaux					
Royaume-Uni - FTSE-100	-2,14 %	-20,34 %	-13,48 %	-7,19 %	0,02 %
France - CAC-40	-0,81 %	-13,97 %	-8,56 %	-4,72 %	2,34 %
Allemagne - DAX	5,65 %	2,64 %	10,97 %	4,01 %	6,59 %
Japon - Nikkei-225	3,91 %	3,07 %	9,79 %	3,13 %	8,48 %
Hong Kong - Hang Seng	-6,11 %	-14,21 %	-8,58 %	-6,36 %	2,26 %
Australie - S&P/ASX 200	0,33 %	-8,89 %	-7,10 %	-2,26 %	3,30 %
Devises					
\$ CAN versus \$ É.-U.	-1,89 %	2,53 %	0,59 %	1,58 %	0,01 %

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.