

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Stimulés par des liquidités abondantes et la quasi-certitude que les banques centrales n'augmenteront pas les taux d'intérêt au cours de la prochaine année, les indices boursiers ont offert de bons rendements au premier trimestre. De plus, la perspective d'une expansion soutenue aux États-Unis a été confirmée par l'adoption d'un plan de soutien et de reprise économique de près de 2 000 milliards de dollars. Bien que le secteur des services demeure en récession en raison de la distanciation sociale obligatoire, le secteur des biens est quant à lui très vigoureux, tout comme celui de l'immobilier; ce dernier pourrait par contre commencer à montrer quelques signes de stabilisation sous l'effet des hausses spectaculaires des taux d'intérêt au premier trimestre.

Différents facteurs ont favorisé le secteur pétrolier au cours des derniers mois, ce qui a permis à l'indice canadien S&P/TSX de surpasser le marché américain depuis le début de l'année. Au total, la bourse canadienne a offert un rendement total de 8,0 % contre 4,5 % pour l'indice américain S&P 500 traduit en dollars canadiens.

Les actions privilégiées ont profité de la hausse des taux d'intérêt avec une performance de 8,8 % de l'indice de référence. Les bourses asiatiques et émergentes n'ont pas aussi bien progressé, l'indice chinois est quant à lui, en baisse de 1 %.

Les marchés obligataires ont subi un recul historique, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a perdu 5,0 % en trois mois, reflétant une hausse spectaculaire des taux dans

les échéances de cinq ans et plus alors que les taux sont demeurés stables sur les marchés monétaires.

Nous demeurons confiants dans la poursuite de l'expansion nord-américaine alors que la vaccination est rapide et fiable aux États-Unis et qu'elle semble en voie de s'étendre au Canada. La situation européenne est cependant fort différente et la croissance mondiale semble vouée à de fortes divergences régionales au cours des prochains mois. En présumant que les vaccins seront efficaces contre les variants, l'expansion sera forte en Amérique cette année, malgré des soubresauts possibles, mais qui apparaissent temporaires.

- Le premier trimestre a vu les États-Unis, le Royaume-Uni et quelques autres pays mettre en marche des programmes rapides et agressifs de vaccination.
- Avec la vaccination et un programme de soutien record de 2 000 milliards de dollars, l'économie américaine sera en forte croissance au cours des deux prochains trimestres.
- La performance offerte par les indices obligataires est une des pires de l'histoire; avec cette hausse des taux, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a perdu 5,0 % depuis décembre.
- Nous maintenons nos expositions aux marchés boursiers et croyons que la bourse canadienne pourrait continuer à être favorisée.

STATISTIQUES AU 31 MARS 2021

CANADA

Chômage (Février)	8,2 %	↓
I.P.C. (Février)	1,1 %	↑
Billet Trésor 3 mois	0,09 %	↓
Obligation 5 ans	1 %	↑
Obligation 10 ans	1,56 %	↑
S&P/TSX	18 701	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (Février)	6,2 %	↓
I.P.C. (Février)	1,7 %	↑
Billet Trésor 3 mois	0,02 %	↓
Obligation 5 ans	0,94 %	↑
Obligation 10 ans	1,74 %	↑
Dow Jones - Industrielles	32 982	↑
S&P 500	3 973	↑

DEVICES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,80	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,17	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	110,72	↓

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

ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Les taux d'intérêt ont grimpé depuis le début de l'année. La hausse a été concentrée dans les échéances de cinq ans et plus, alors que les taux sont demeurés stables sur les marchés monétaires. Ainsi, les taux canadiens à cinq ans terminent le trimestre à 1,00 % contre 0,40 % en fin 2020. La hausse a aussi été forte dans les plus longues échéances, les taux à trente ans passant de 1,20 % à 2,00 %. Le marché obligataire a donc accéléré son mouvement amorcé l'été dernier alors que l'activité économique rebondissait suite au déconfinement. La performance offerte par les indices obligataires canadiens est l'une des pires de l'histoire avec cette hausse des taux, l'indice des obligations universelles FTSE Canada perdant 5,0 % depuis décembre. Aucune catégorie du marché n'a été épargnée; le sous-indice long terme a perdu 10,7 %, celui des échéances d'un à cinq ans reculant de 0,6 %. Tous les secteurs de crédit affichent aussi des performances négatives, les pertes sont cependant moindres pour les obligations corporatives.

L'inflation est demeurée sous contrôle, mais la production des biens industriels et de consommation est forte et la vaccination accélérée aux États-Unis laisse entrevoir une expansion vigoureuse en 2021; c'est ce qui explique la hausse des taux, reflétant une augmentation des taux réels. La récession de 2020 est singulière, ayant été provoquée par les gouvernements, forcés de restreindre les contacts sociaux pour endiguer la pandémie; elle a été cinq fois plus forte que la moyenne des récessions depuis la Deuxième Guerre mondiale, elle a vu les déficits publics exploser plus en

quelques mois que dans les cinq dernières récessions combinées, et a amené les banques centrales à acheter les titres gouvernementaux comme jamais auparavant. La Banque du Canada a acheté près de 87 % des nouveaux titres émis par le gouvernement fédéral en 2020. Elle a aussi vu le revenu personnel total augmenter alors qu'il baisse normalement en récession, mais cette hausse est venue des transferts gouvernementaux et non des revenus du travail.

Aux États-Unis, il y a actuellement plus de 20 millions d'individus profitant des programmes de soutien temporaires et de l'assurance-chômage; il reste encore près de 9 millions d'emplois à récupérer. Grâce à ces programmes et au plan de relance du président Biden de près de 2 000 milliards \$ et à la vaccination rapide qui permettra un retour à l'activité normale, la croissance sera forte aux États-Unis en 2021, particulièrement au deuxième et au troisième trimestres; le Canada en bénéficiera. Il restera à voir comment se comporteront les ménages en fin d'année et surtout en 2022 quand les soutiens gouvernementaux disparaîtront.

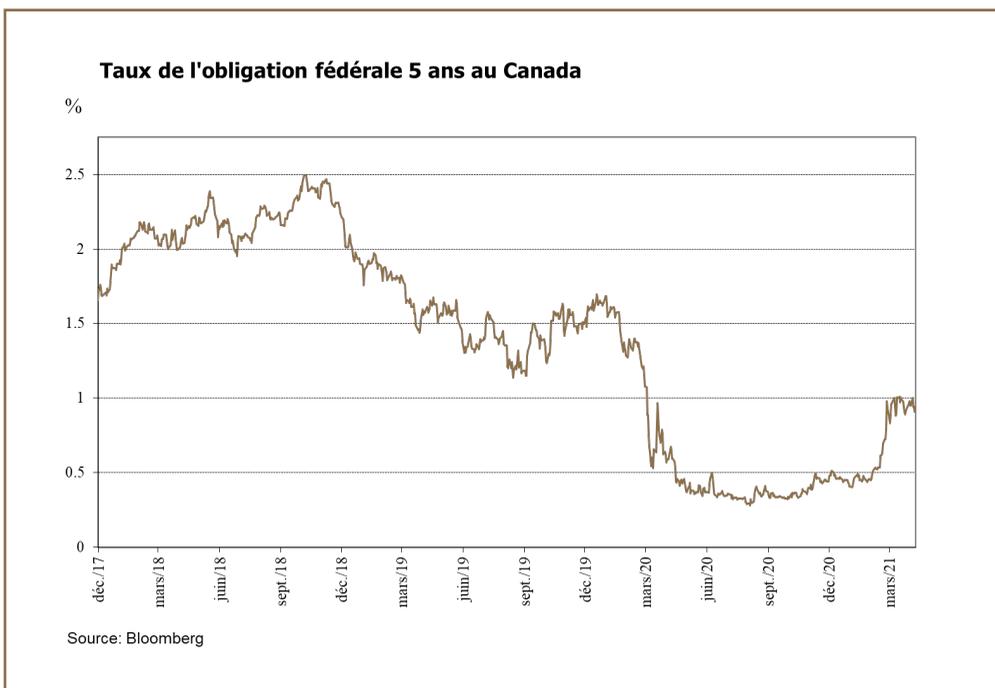
La situation est fort différente en Europe. La vaccination tarde, et une troisième vague semble débiter avec la propagation des variants; au moment d'écrire ces lignes, de nouveaux confinements sont annoncés. Les gouvernements européens ont été moins généreux dans leurs programmes de soutien, mais la Banque Centrale Européenne maintient ses taux sous zéro et demeure très active sur les marchés. Les taux d'intérêt nord-américains

demeurent beaucoup plus élevés que les taux européens et japonais, ce qui, à notre avis, limite la hausse des taux sur notre continent. En fait, avec la hausse spectaculaire des derniers mois, il est fort possible que les taux de long terme se stabilisent bientôt.

Les taux d'inflation sur douze mois augmenteront d'ici juillet, reflétant la forte baisse d'il y a un an, mais nous n'entrevoions pas de hausse séculaire de l'inflation à ce moment-ci. La reprise de l'activité mondiale à terme ouvrira les chaînes d'approvisionnement et offrira peut-être même une guerre des prix pour reconquérir les marchés; cela reste à voir, mais les capacités de production demeurent élevées à l'échelle mondiale, plus encore qu'elles l'étaient avant la pandémie.

Nos portefeuilles ont profité du rétrécissement des écarts de crédit au premier trimestre, mais ont souffert d'une durée trop élevée; nous avons été trop rapides à relever l'échéance de nos portefeuilles. Nous anticipons une amélioration au deuxième trimestre, ce qui favorisera notre positionnement actuel. Aussi, la hausse des taux pourrait commencer à avoir des effets indésirables sur des secteurs sensibles comme l'immobilier et les secteurs boursiers liés à la croissance. D'autre part, la reprise tarde en Europe et les autorités chinoises cherchent à restreindre les excès de liquidité. Nous demeurons à l'affût et restons actifs dans la gestion de nos portefeuilles.

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



MARCHÉ BOURSIER NORD-AMÉRICAIN

La crainte de voir les taux d'inflation remonter a amplifié la correction du marché obligataire et a donc été favorable pour les marchés boursiers ainsi que pour les matières premières. La plupart des indices boursiers mondiaux ont connu des rendements positifs depuis le début de l'année.

L'indice S&P500 a progressé de 4,6 % et l'indice du marché canadien S&P/TSX de 8,1 %. Cette excellente performance de notre marché est le reflet de l'augmentation des matières premières, le marché canadien y étant fortement présent. À titre d'exemple, le prix du cuivre, après avoir connu une augmentation de 26 % en 2020, a continué sa progression au premier trimestre avec une remontée additionnelle de 13 %.

Les prix du pétrole ont augmenté de 23 % depuis le début de l'année et plusieurs autres matières industrielles sont en hausse depuis plusieurs mois. Les résultats remarquables enregistrés au dernier trimestre par les sociétés canadiennes, ont forcé les analystes à revoir leurs prévisions et ont fourni un élan positif à notre marché. Nous constatons qu'une réorientation vers les secteurs à caractère cyclique et vers le « style valeur » a favorisé les secteurs financiers, de l'énergie, de la consommation discrétionnaire et des matériaux.

Le retour vers un peu plus d'optimisme envers le marché boursier a permis aux sociétés à petite capitalisation de surpasser celles à plus grande capitalisation. Au niveau des résultats, les

ventes et les bénéfices du dernier trimestre, tant du côté canadien qu'américain, sont en hausse et les secteurs de la technologie, de la santé, des matériaux et financier sont ceux ayant connu la plus forte progression.

Le comportement des actions au dernier trimestre aura tout de même favorisé nos entreprises, contrairement à l'an passé où les titres du secteur de la technologie ont été la principale source du redressement des bourses. Récemment, les autres secteurs ont pris la relève et plusieurs des titres que nous détenons ont progressé de façon importante. Le secteur financier, particulièrement les banques, ainsi que le secteur de l'énergie, ont contribué à notre bonne performance.

Les titres qui ont le plus contribué, soit par leur performance et par leur poids attribué dans nos diverses stratégies sont: Banque Royale, Banque TD, Magna International, Enbridge, Canadian Natural Resources et Canadien Pacific. En ce qui concerne notre stratégie américaine à dividendes, les titres financiers ont également contribué positivement au dernier trimestre. Nos positions dans JP Morgan, MT Bank et US Bank, qui ont progressé de plus de 20 %, ont été les principales sources de valeur ajoutée. D'autres titres se sont également démarqués comme Home Depot avec une hausse de 15 % et Valero Energy avec une progression de 28 %.

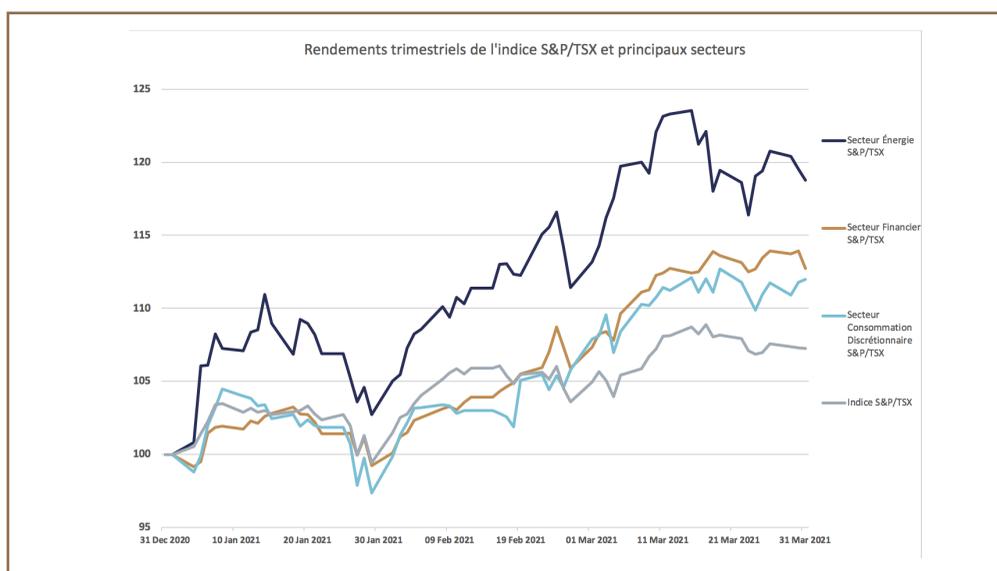
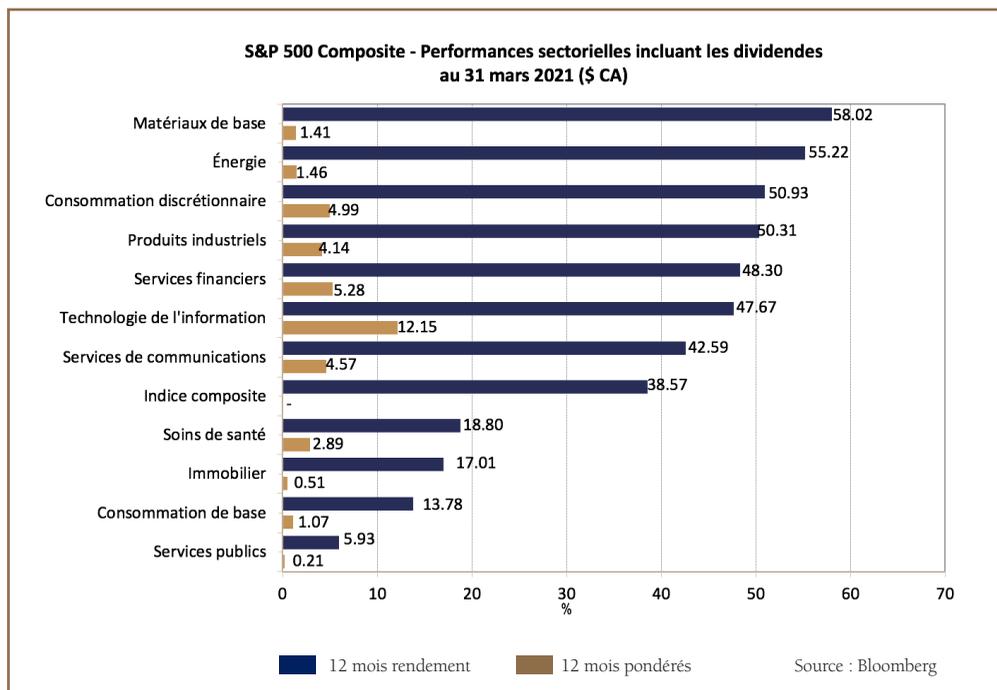
Pour les prochains mois, nous allons continuer de profiter d'occasions d'investissement qui se présenteront à nous. Nous demeurons positifs à long terme, mais prudents à court terme; nous profiterons des corrections possibles et ce, compte tenu des fortes augmentations des marchés observées au cours des six derniers mois.

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

Éric Warren, Gestionnaire de portefeuille

MARCHÉ BOURSIER INTERNATIONAL

Avant la pandémie, lorsque les événements se déroulaient encore en présentiel, nous avons souvent participé à des cocktails ou rassemblements. Une fois que nos interlocuteurs découvraient notre implication dans les marchés financiers, la question la plus fréquente était : « Qu'est-ce que vous achetez ou vendez actuellement? » À en juger par l'expression de leur visage, ils espéraient une histoire semblable au fameux pari de George Soros contre la livre britannique en 1992 qui lui a fait empocher



l'équivalent de 1 milliard de dollars. Notre réponse dans la majorité des cas était : « Rien » ce qui avait pour effet de surprendre notre interlocuteur et de rapidement mettre fin à notre conversation. On peut comprendre les personnes à la recherche d'un divertissement, mais le domaine du placement ne devrait pas être leur choix. Au contraire, les placements qu'on pourrait qualifier d'ennuyeux offrent souvent des rendements plus élevés à long terme.

Pendant que les médias font grand état des nouvelles étoiles filantes sur les marchés boursiers, on peut penser à la saga récente de la société Gamestop ou aux fluctuations excessives des actions médiatiques comme Discovery et Viacom plus récemment, nous nous concentrons sur ce qu'on appelle les « compounders ».

Un « compounder » est une société qui peut augmenter ses ventes et ses marges de façon prévisible tout en étant en mesure de réinvestir ses profits dans l'entreprise afin d'accroître davantage son avantage concurrentiel. L'identification des sociétés qui satisfont ces critères nécessite une

expertise, car les changements sont souvent graduels et ne font pas les manchettes des médias. À titre d'exemple, personne n'est emballé par le fait que Nestlé vient d'ajouter deux nouveaux produits à sa gamme Premium Baking Kit; mais c'est exactement ainsi que la valeur est créée à long terme.

Acheter les actions de l'une de ces entreprises de qualité et les conserver à long terme malgré les fluctuations des marchés est presque toujours plus rentable que de tenter d'acheter à plusieurs reprises celles d'entreprises ordinaires à un prix qui peut sembler à rabais avec la perspective de les vendre à court terme à leur juste valeur. Cette dernière stratégie comporte quatre inconvénients majeurs :

- Nous devons avoir raison à maintes reprises lors de l'achat et la vente des actions de ces entreprises ordinaires pour égaler l'impact composé à long terme rattaché à la détention de titres de sociétés de qualité.

- Cela demande beaucoup plus d'efforts. Le temps épargné peut être consacré à la découverte de nouveaux « compounders ».
- Nous perdons l'effet du rendement composé en ayant à payer des impôts chaque fois que nous vendons avec un profit.
- Nous enrichissons notre courtier aux dépens de nos clients, car chaque transaction génère des frais supplémentaires.

À la fin de 2019, le courtier exclusif avec lequel nous avons l'habitude de réaliser nos transactions sur les titres internationaux nous a mentionné qu'il souhaitait mettre fin à notre relation d'affaires pour la simple raison que notre niveau d'activité transactionnel n'était pas assez élevé. Nous avons pris cela comme un compliment et nous supposons que nos clients sont d'accord avec cela.

Markus Koebler, Vice-président et
Gestionnaire principal actions mondiales

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 31 mars 2021

	1 mois	1 an	3 ans ¹	5 ans ¹
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	0,03 %	0,23 %	1,20 %	0,97 %
Obligations				
Indice des obligations universelles FTSE Canada	-1,49 %	1,62 %	3,77 %	2,83 %
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	0,09 %	2,77 %	3,15 %	2,06 %
Indice adapté gestion privée Eterna ²	-0,34 %	2,37 %	3,59 %	2,34 %
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	-0,98 %	1,73 %	4,23 %	2,73 %
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	-3,86 %	-0,23 %	4,15 %	3,84 %
Indices boursiers nord-américains				
Canada - S&P/TSX	3,87 %	44,25 %	10,19 %	10,05 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	3,24 %	38,57 %	15,78 %	15,56 %
États-Unis - Dow Jones Industrial	5,61 %	36,29 %	12,63 %	15,26 %
Indices boursiers internationaux				
Royaume-Uni - FTSE-100	1,95 %	20,27 %	0,92 %	4,23 %
France - CAC-40	2,34 %	31,01 %	3,04 %	6,72 %
Allemagne - DAX	4,73 %	43,38 %	4,95 %	8,54 %
Japon - Nikkei-225	-3,93 %	33,21 %	8,41 %	11,40 %
Hong Kong - Hang Seng	-3,37 %	6,24 %	-2,47 %	5,72 %
Australie - S&P/ASX 200	-0,72 %	47,98 %	4,47 %	5,15 %
Devises				
\$ CAN versus \$ É.-U.	-1,38 %	-10,67 %	-0,88 %	-0,69 %

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.