

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Plusieurs indices de marchés financiers ont enregistré des pertes au premier trimestre de 2022. L'indice de la bourse canadienne S&P TSX s'est par contre distingué en hausse de 3,8%, bénéficiant de la hausse du prix des denrées et du pétrole en particulier. L'indice américain S&P 500 a perdu 4,6% en dollars américains; le secteur technologique a fait -8,7%. Nous croyons que le marché boursier canadien demeurera favorisé par le contexte global. La guerre en Ukraine est venue s'ajouter à l'inflation et à la pandémie comme facteurs déterminants; la guerre affecte les prix de l'énergie partout, mais principalement en Europe où plusieurs pays dépendent du gaz russe comme source d'énergie. Cette guerre affecte aussi le prix des denrées alimentaires, l'Ukraine étant considérée comme le grenier de l'Europe. Les tensions

géopolitiques entre l'occident d'une part et la Russie et la Chine d'autre part risquent de perdurer dans un contexte de nouvel ordre mondial à moins d'une résolution rapide de ce conflit.

Quoi qu'il en soit, la croissance économique avait commencé à se stabiliser à l'automne de 2021 alors que la demande ralentit et est remplacée par un restockage des inventaires par les entreprises dans le contexte de perturbation des chaînes d'approvisionnement. Avec la hausse des prix qui handicape les revenus des ménages, cette tendance demeurera pour une bonne partie de 2022. La Chine en particulier a vu sa croissance faiblir au point où la banque centrale a dû abaisser ses taux et injecter des liquidités pour éviter la contagion suite aux problèmes de crédit de certaines entreprises financières

et immobilières. Plusieurs millions de personnes demeurent confinées en Chine dans le contexte de la Covid; l'indice de la bourse de Shanghai est d'ailleurs en baisse de 11% depuis le début de l'année.

La Réserve Fédérale américaine, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre ont quant à elles débuté leurs programmes de resserrement monétaire et procédé à des hausses des taux directeurs; toute la structure de taux d'intérêt est en hausse. Les taux de court terme ont monté plus que ceux de plus long terme. Les pertes des indices obligataires sont importantes.

L'expansion continuera, mais à un rythme réel plus faible. À moins d'un choc exogène faisant baisser les prix de l'énergie de façon importante et durable, les conséquences de l'inflation se feront sentir tout au long des prochains trimestres.

- La bourse canadienne, bénéficiant de la hausse du prix des denrées, dont le pétrole, se distingue en hausse alors que la majorité des indices de marchés financiers ont baissé au premier trimestre de 2022.
- La guerre en Ukraine s'est ajoutée à l'inflation et à la pandémie comme facteurs déterminants pour la croissance et les marchés financiers.
- Tel que nous l'anticipions, l'inflation a été plus élevée au cours des derniers mois et le consensus dans le marché a évolué vers une inflation plus persistante, gonflant les anticipations de taux d'intérêt plus élevés.
- La Banque du Canada et la Réserve Fédérale américaine ont entrepris leur programme de hausse des taux directeurs. Elles en planifient une série pour 2022.
- La situation demeure favorable au marché boursier canadien compte tenu de son exposition aux matières premières dont les prix montent.
- Plusieurs régions du monde demeurent peu vaccinées contre la Covid, laissant craindre l'apparition de nouveaux variants ; pour l'instant, les nouveaux variants récemment apparus semblent moins problématiques pour la santé.

ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Les investisseurs n'avaient pas beaucoup d'options au premier trimestre de 2022. Seule la détention d'encaisse ou de bons du Trésor à très court terme pouvait éviter les pertes. Les bons du Trésor canadiens à trois mois n'ont rapporté qu'un maigre 0,1%, mais c'est beaucoup mieux que la perte de 6,9% de l'indice des obligations universelles FTSE Canada; les sous-indices court, moyen et long terme ont perdu respectivement 3,0%, 6,8% et 11,7%. En fait, le recul des obligations depuis le sommet du marché est maintenant un des pires de l'histoire. L'inflation et les craintes qu'elle génère ont fait monter les taux d'intérêt, mais impossible de compter

sur les obligations à rendement réel (ORR) pour se protéger, l'indice des ORR ayant perdu 9,3% depuis décembre.

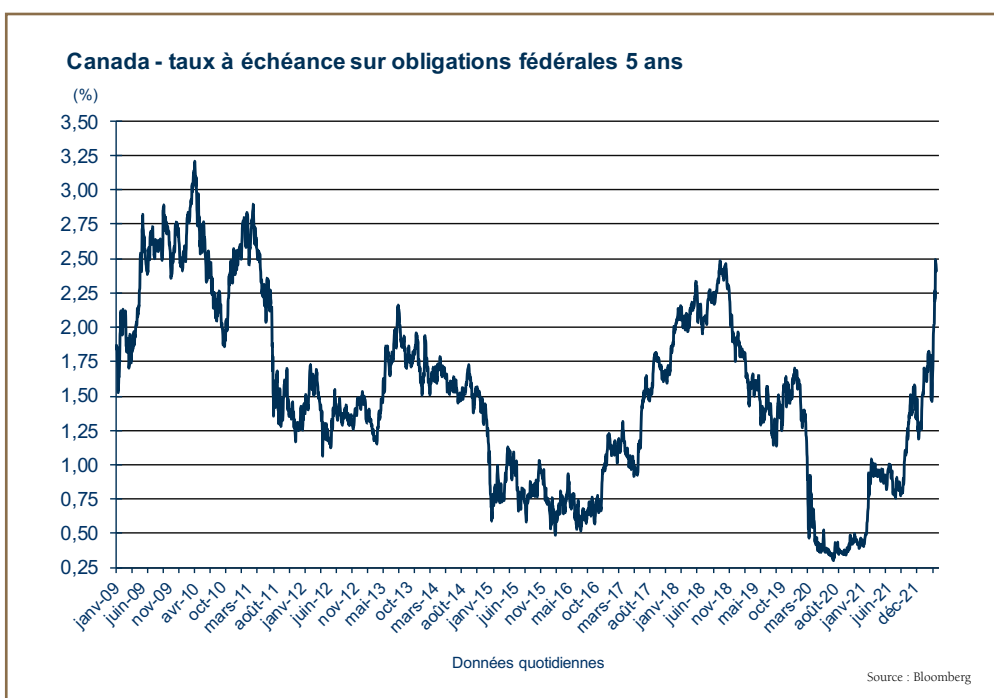
Les taux d'intérêt ont donc monté de façon importante. La hausse dans les échéances de 30 ans est de 70 points de base, passant de 1,70% à 2,40%, mais elle est de 135 points de base dans l'échéance de 2 ans, ces taux passant de 0,95% à 2,30% depuis le début de l'année. Ainsi, on assiste à ce qu'on appelle l'aplanissement de la courbe des taux alors que les taux de court terme augmentent plus que ceux de plus long terme. Ce phénomène reflète l'anticipation par les intervenants du marché que la banque centrale va monter ses taux; il est aussi presque toujours

annonciateur d'un ralentissement de la croissance à venir au cours des dix-huit mois suivants. Nous continuons de prévoir des courbes de taux plus planes au fur et à mesure que la Banque du Canada et la Réserve Fédérale américaine poursuivront la restriction monétaire qu'elles ont déjà entreprise; à terme, la courbe pourrait s'inverser.

Les taux administrés comme le taux d'escompte ont donc été relevés au premier trimestre. Plusieurs anticipent de multiples hausses pouvant faire monter ces taux jusqu'au-dessus des 2,0% d'ici la fin de l'année; rappelons qu'ils étaient pratiquement à zéro il y a quelques semaines.

Rappelons aussi qu'en septembre dernier, la moitié des membres du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine n'entrevoit aucune hausse de taux pour 2022; la majorité entrevoit maintenant plus de sept hausses pour cette année! Comme quoi tout le monde a le droit de changer d'idée, surtout que prévoir l'avenir est plus qu'incertain.

Nous savons cependant quelle est la situation présente et comment certains éléments pourraient influencer sur les prochains mois. Ainsi nous savons que le marché immobilier est dans une effervescence historique; les inventaires de maison et de logement sont au plus bas et les prix augmentent au point où les indices d'accessibilité sont au plus bas au Canada; les jeunes générations sont particulièrement affectées; malheureusement, la hausse des taux à venir risque d'empirer la situation. Le risque est donc que ce marché soit à son sommet et qu'une correction importante se produise ultimement. Nous savons aussi que les chaînes de distribution sont handicapées à l'échelle mondiale par différents facteurs, que ce soit la Covid qui entraîne encore des confinements importants en Chine et ailleurs en Asie, l'absence au travail pour cause de maladie de nombreux travailleurs, le faible niveau des inventaires de plusieurs produits à différents stades de production, le manque de main d'œuvre dans plusieurs secteurs, mais aussi le vieillissement de la population, ce dernier facteur étant déjà connu bien avant l'épidémie de Covid. Nous savons aussi que la hausse des prix de l'énergie, déjà en hausse à cause de la reprise en 2021, a été amplifiée par la guerre d'Ukraine et se répercute bien au-delà du transport des marchandises; les prix du gaz et de l'électricité sont en hausse drastique



et inquiétante en Europe; certains ménages européens ont vu leur facture augmenter de plus de 30% au cours des derniers mois.

Bref, l'inflation est la préoccupation majeure de tous et les revenus des ménages ne suivent malheureusement pas le rythme. Les banques centrales vont agir jusqu'à ce que des signes de détente de l'inflation apparaissent. Une baisse importante et durable des prix du pétrole pourrait changer ces anticipations, mais l'inflation est un phénomène monétaire et il en revient d'abord aux banques centrales d'intervenir.

Dans le marché obligataire, la volatilité est plus élevée et les écarts de crédit des titres corporatifs et de moindre qualité ont commencé à remonter bien qu'ils

demeurent encore bas; ces titres nous apparaissent encore vulnérables. Nos portefeuilles conservent donc les titres municipaux et corporatifs de court terme jusqu'à leur échéance, mais une hausse de leur pondération n'est pas envisagée pour l'instant. Finalement, la croissance des prochains mois risque de ressembler à celle des derniers, c'est-à-dire une demande intérieure plutôt faible et un restockage des inventaires plus vigoureux par les entreprises.

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

Bobby Bureau, Gestionnaire de portefeuille

MARCHÉ BOURSIER NORD-AMÉRICAIN

Depuis le début de l'année, la performance du marché canadien en a surpris plusieurs avec une avancée de 3,8% comparativement au marché américain qui a quant à lui donné une performance négative de 5,9% en dollars canadiens. Il s'agit d'un écart important de près de 10% entre les deux marchés. Ce résultat s'est principalement réalisé par l'attrait des investisseurs étrangers vers les ressources naturelles, ce qui a entraîné des flux nets importants vers les actions canadiennes. Le risque géopolitique mondial accru suggère que les Canadiens pourraient se désinvestir davantage des marchés mondiaux tandis

que les étrangers continuent d'acheter des actions canadiennes et ont mis de côté, probablement de façon temporaire, leur attrait pour les actions à caractère ESG. Nous croyons que cette situation risque de perdurer encore un certain temps puisque nous n'anticipons pas un retournement de la situation géopolitique à court terme. À l'instar de l'épisode du premier semestre de 2008 où les prix du pétrole avaient connu une croissance exponentielle, le S&P/TSX devrait continuer de progresser et de dominer les actions mondiales jusqu'à ce que les prix des denrées atteignent un sommet. Du côté sectoriel, le secteur énergétique a

dominé avec une avancée de 27,4% suivi de celui des matériaux avec une progression de 19,7%. Les secteurs ayant connu des rendements négatifs sont ceux de la technologie, soins de santé, consommation discrétionnaire et immobilier avec des reculs respectifs de 35,5%, 8,7%, 8,2% et 5,4%.

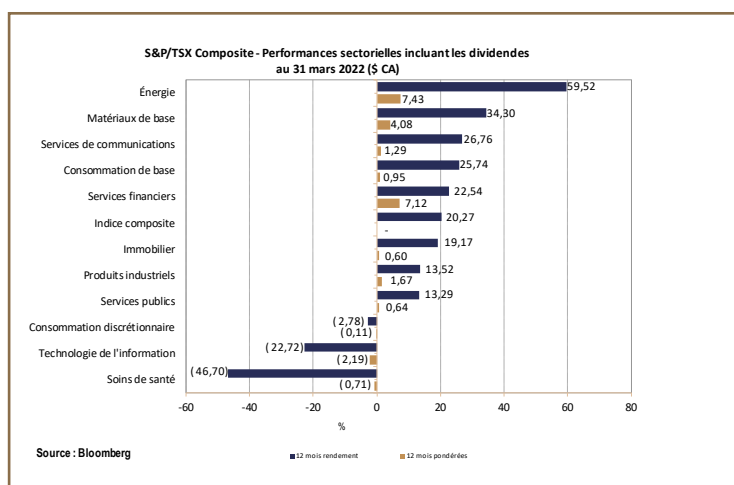
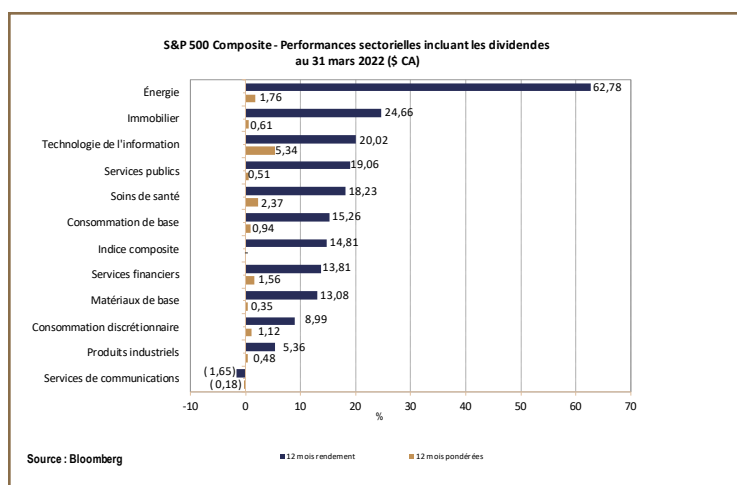
Comme mentionné précédemment, le rendement du marché américain a été négatif au cours du trimestre, et ce, malgré une forte remontée au cours du mois de mars. Contrairement à la croyance répandue, le rallye de mars ne semble pas être le résultat d'une activité de couverture des spéculateurs puisque les positions à découvert sur actions

ont augmenté au cours de la progression du marché. Pendant ce temps, les positions longues ont nettement diminué. En conséquence, les résultats nets sont tombés à des niveaux où le comportement du marché n'est plus influencé sur des attentes haussières. Nous pensons plus que le rallye de mars est le résultat de recherche d'investissements boursiers plus sécuritaires occasionnée par le contexte géopolitique qu'a entraîné la guerre en Ukraine.

Jusqu'à présent, le S&P 500 suit une trajectoire typique à partir de l'objectif de correction de plus de 10 % observée dans un environnement de hausses des fonds fédéraux. La vigueur du rallye de mars ne fait que retarder cet objectif. La croissance des profits des sociétés sera affectée négativement par les facteurs fondamentaux mentionnés précédemment et les multiples accordés aux bourses risquent de diminuer et finalement, avec la hausse des taux de court terme et la possibilité que la courbe de rendement s'inverse, nous modérons nos attentes de rendements pour les prochains

trimestres. Nous avons orienté notre portefeuille canadien et nord-américain de façon plus défensive compte tenu de la situation actuelle. En conclusion, nous anticipons toujours des rendements positifs d'ici la fin de l'année, mais le chemin pour y arriver risque d'être ponctué de plusieurs obstacles.

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



STATISTIQUES AU 31 MARS 2022

CANADA

Chômage (Février)	5,5 %	↓
I.P.C. (Février)	5,7 %	↑
Billet Trésor 3 mois	0,71 %	↑
Obligation 5 ans	2,41 %	↑
Obligation 10 ans	2,41 %	↑
S&P/TSX	21 890	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (Février)	3,8 %	↓
I.P.C. (Février)	7,9 %	↑
Billet Trésor 3 mois	0,48 %	↑
Obligation 5 ans	2,46 %	↑
Obligation 10 ans	2,34 %	↑
Dow Jones - Industrielles	34 678	↑
S&P 500	4 530	↑

DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,80	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,11	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	121,70	↓

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

RENDEMENTS TOTAUX DES MARCHÉS EN DOLLARS CANADIENS AU 31 MARS 2022

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	0,14%	0,19%	0,28%	0,81%	0,93%
OBLIGATIONS					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	-6,97%	-5,60%	-4,52%	0,45%	1,58%
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	-2,98%	-3,45%	-3,31%	0,84%	1,12%
Indice adapté gestion privée Eterna ¹	-4,53%	-4,68%	-4,00%	0,74%	1,23%
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	-6,83%	-6,53%	-5,04%	0,56%	1,36%
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	-11,73%	-7,53%	-5,62%	-0,20%	2,30%
INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS					
Canada - S&P/TSX Composite	3,82%	10,54%	20,19%	14,15%	10,34%
États-Unis - S&P 500	-5,86%	4,21%	14,81%	16,24%	14,52%
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	-5,37%	1,77%	6,33%	10,03%	11,96%
INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX					
Royaume-Uni - FTSE-100	-1,45%	3,48%	9,72%	2,93%	4,14%
France - CAC-40	-10,58%	-3,75%	2,78%	4,71%	4,79%
Allemagne - DAX	-13,21%	-11,00%	-10,07%	4,87%	2,62%
Japon - Nikkei-225	-10,59%	-14,80%	-13,87%	3,74%	4,80%
Hong Kong - Hang Seng	-7,65%	-12,47%	-23,62%	-10,85%	-3,21%
Australie - S&P/ASX 200	2,40%	4,58%	7,90%	6,17%	3,30%
DEVISES					
\$ CAN versus \$ É.-U.	-1,04%	-1,38%	-0,45%	-2,15%	-1,25%

* Rendement total annuel composé

1. 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

RÉFLEXION DE NOTRE GESTIONNAIRE INTERNATIONAL

La sagesse de la foule est un concept décrit pour la première fois par le polymathe victorien Sir Francis Galton. En 1906, lors d'une foire agricole, il a assisté à un concours où il fallait deviner le poids d'un bœuf. Une fois le concours terminé, Galton a pris les 787 réponses et a calculé la moyenne, qui était de 1,197 livres. Le poids réel du bœuf était de 1 198 livres. La foule avait fourni une réponse presque parfaite.

Un exemple plus contemporain de ce phénomène est la partie «Ask the Audience» de l'émission «Who Wants to be a Millionaire», où le public du studio est interrogé et où la réponse la plus populaire est la bonne dans 91 % des cas.

Le lecteur pourrait se demander quel est le rapport entre ce concept et l'investissement?

Le premier point à souligner est que les marchés financiers, tout comme la foire de Galton, sont des lieux où les jugements de nombreux acteurs (généralement concernant le prix d'une action ou d'une obligation) sont agrégés et reflétés dans les mouvements de prix. L'intuition de Galton était que, dans des conditions normales, ces estimations agrégées de nombreux individus sont étonnamment proches de la valeur intrinsèque d'une action ou d'une obligation (ou du poids d'un bœuf dans le cas de Galton). La raison de cette précision est que, dans une foule bien diversifiée,

les suppositions qui dépassent la valeur réelle s'annulent généralement avec les suppositions trop basses.

Cependant, l'histoire ne s'arrête pas là. Les spécialistes des sciences sociales ont identifié les conditions nécessaires au développement de la sagesse de la foule. La plus importante est la nécessité d'une véritable diversité et indépendance d'opinions. Si nous demandons à une salle pleine de fans des Canadiens de Montréal «Qui est le plus grand joueur de hockey de tous les temps?», la réponse sera très probablement différente de celle d'une salle pleine de fans des Oilers d'Edmonton. Dans ce cas, nous ne pouvons pas nous fier à la sagesse des partisans, car leurs opinions ne sont ni diversifiées ni indépendantes.

Cette leçon nous ramène aux marchés financiers. La plupart du temps, les marchés financiers s'approchent de la diversité et de l'indépendance requises des jugements et les prix qui en résultent sont de bonnes estimations de la valeur sous-jacente des titres respectifs. Ce n'est que dans des situations extrêmes, généralement lorsque la panique et la détresse s'installent, que les marchés se comportent de manière étonnamment irrationnelle. Ce phénomène a été décrit pour la première fois par le psychologue français Gustave Le Bon en 1895 :

Quels que soient les individus qui la composent, quelle que soit la ressemblance ou la différence de leur mode de vie, de

leurs occupations, de leur caractère ou de leur intelligence, le fait qu'ils aient été transformés en une foule les met en possession d'une sorte d'esprit collectif qui les fait sentir, penser et agir d'une manière tout à fait différente de celle dont chacun d'eux sentirait, penserait et agirait s'il était dans un état d'isolement. Dans une foule, chaque sentiment et chaque acte est contagieux, et contagieux à un tel point qu'un individu sacrifie volontiers son intérêt personnel à l'intérêt collectif.

Au cours des deux dernières années, nous avons assisté à deux cas de panique collective sur les marchés financiers. La première occasion a eu lieu lorsque le COVID-19 a été porté à la connaissance du public en

mars 2020. La seconde a été déclenchée par l'invasion russe en Ukraine (limitée à certains secteurs, principalement dans le domaine des technologies de l'information) au cours du dernier trimestre.

Il est psychologiquement plus facile de paniquer avec le reste du marché que de rester calme et de continuer. Nous sommes ravis de constater qu'aucun de nos clients n'a paniqué, ce qui nous a permis de dénicher quelques bonnes affaires durant ces jours tumultueux. Nous nous sentons privilégiés de pouvoir compter sur une clientèle aussi lucide.

Markus Koebler, Vice-président et
Gestionnaire principal actions mondiales



LES PLACEMENTS
« Des placements adaptés
à votre situation personnelle »

E ETERNA
GROUPE FINANCIER