

STATISTIQUES au 2019-09-30

CANADA

Chômage (août)	5,7 %	
I.P.C. (août)	1,9 %	↓
Billet Trésor 3 mois	1,64 %	↑
Obligation 5 ans	1,4 %	↑
Obligation 10 ans	1,36 %	↑
S&P/TSX	16658	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (août)	3,7 %	
I.P.C. (août)	1,7 %	↓
Billet Trésor 3 mois	1,81 %	↓
Obligation 5 ans	1,54 %	↑
Obligation 10 ans	1,66 %	↑
Dow Jones - Industrielles	26917	↑
S&P 500	2977	↑

DEVICES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,75	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,09	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	108,08	↓

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

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Le dernier trimestre a été chaud en rebondissement. Alors que les marchés ont évolué dans une fourchette relativement mince en juillet, ils ont augmenté en volatilité en août à la suite de la réduction de 25 points de base des taux de la Fed américaine à la fin juillet. Le début d'août fut difficile pour les bourses et les taux obligataires ont baissé. Les marchés reconnaissent que les baisses de taux de la Fed étaient nécessaires au maintien de la croissance alors que les statistiques publiées montraient un peu plus de faiblesse. Les données à l'étranger ont été encore plus moroses. Un renversement s'est opéré au début de septembre, jusqu'à la deuxième coupe par la Fed qui confirmait ainsi les anticipations des investisseurs sur les marchés monétaires.

Bref, les performances ont été en dents de scie, mais les indices boursiers nord-américains ont tout de même réalisé des performances respectives de 2,5% pour le S&P/TSX et de 2,8% pour le

S&P500 (convertie en dollars canadiens). L'indice mondial n'a fait que 1,7% et celui des pays émergents a perdu 4,0%, les deux étant convertis en dollars canadiens. Le marché boursier canadien demeure parmi les plus généreux depuis le début de l'année avec un rendement de 19,1%.

Quant au marché des obligations, la baisse des taux s'est traduite par une appréciation de 1,2% pour l'indice des obligations universelles FTSE Canada au cours du dernier trimestre, pour un rendement total de 7,8% depuis le début de l'année. Les titres provinciaux de très longue échéance ont une performance remarquable de plus de 15,9% depuis décembre. Les obligations à échéance entre un et cinq ans ont quant à elles généré 3,0% de rendement total jusqu'ici cette année.

Les enjeux-clés n'ont pas vraiment changé pendant le trimestre. Les négociations commerciales avec la Chine, la probabilité accrue d'un Brexit sans accord, les soubresauts de la politique américaine,

- La croissance mondiale est faible. Plusieurs pays affichent des taux de croissance presque nuls.
- La croissance nord-américaine demeure la meilleure, mais les signes de ralentissement y sont aussi présents. La croissance canadienne est fortement influencée par le secteur pétrolier.
- Les taux obligataires ont encore baissé depuis juin. Les anticipations du marché ont été confirmées par deux réductions de taux par la Fed américaine pendant l'été.
- Les incertitudes reliées aux négociations commerciales continuent de peser sur la confiance des entreprises.
- Les chances d'un « soft landing » demeurent bonnes, car l'inflation est faible. Les risques d'un environnement économique plus lourd augmentent cependant.
- Les rendements ont été forts jusqu'ici en 2019. Une évolution en dents de scie est possible pour les prochains mois.

Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 30 septembre 2019

	Année à date	3 mois	1 an	3 ans ¹	5 ans ¹
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,23%	0,41%	1,69%	1,10%	0,91%
Obligations					
Obligations universelles FTSE Canada	7,79%	1,19%	9,69%	2,66%	3,91%
Obligations globales à court terme FTSE Canada	2,95%	0,27%	4,36%	1,47%	1,89%
Indice Adapté Gestion privée Eterna ²	4,54%	0,54%	6,41%	1,74%	2,65%
Obligations globales à moyen terme FTSE Canada	6,91%	0,94%	9,50%	2,14%	3,78%
Obligations globales à long terme FTSE Canada	14,92%	2,52%	17,07%	4,49%	6,67%
Indices boursiers nord-américains					
Canada - S&P/TSX Composite	19,11%	2,48%	7,06%	7,37%	5,31%
États-Unis - S&P 500	17,16%	2,85%	6,69%	13,75%	14,59%
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	14,20%	2,98%	6,64%	16,81%	16,09%
Indices boursiers internationaux					
Royaume-Uni - FTSE 100	7,07%	-1,14%	-0,45%	5,22%	4,14%
France - CAC 40	11,05%	-0,50%	-0,71%	7,76%	5,57%
Allemagne - DAX	8,91%	-2,70%	-2,51%	5,04%	5,99%
Japon - Nikkei 225	7,75%	3,15%	-3,13%	7,78%	10,01%
Hong Kong - Hang Seng	-1,97%	-7,88%	-4,08%	3,80%	5,89%
Australie - S&P/ASX 200	10,30%	-1,64%	2,84%	3,03%	2,89%
Devises					
\$ CAN versus \$ É.-U.	2,90%	-1,12%	-2,58%	-0,29%	-3,41%

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.

les manifestations de plus en plus violentes à Hong Kong et une nervosité accrue au Moyen-Orient continuent de miner la confiance. La toile de fond fondamentale ne s'améliore pas. Les économies du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de l'Italie se sont contractées. La situation japonaise ne change pas et l'économie chinoise continue de ralentir. La Banque centrale européenne a abaissé son taux directeur à -0,5% et annoncé qu'elle allait acheter des obligations sur les marchés à hauteur de 20 milliards d'euros par mois. Les marchés continuent d'anticiper des baisses des taux administrés et un support des banques centrales. La question est maintenant de savoir si ces récentes actions ont été faites à temps pour que l'expansion continue. Somme toute, il nous apparaît peu probable que la conjoncture économique s'améliore à court terme.

ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Les statistiques économiques publiées depuis la fin juin ne laissent pas de doute, la croissance ralentit dans les principaux pays industrialisés. En Europe, les chiffres sont patents. La croissance s'est arrêtée pendant le trimestre en Allemagne, au Royaume-Uni, en Italie et en Suède. La détérioration en Allemagne est particulièrement rapide, notamment au niveau de la production industrielle qui est en baisse de 4,2% sur un an en juillet et du commerce extérieur qui est en régression. La confiance des entreprises a chuté selon l'indice Zew, tellement que l'indice des anticipations a atteint un niveau associé à une récession. L'inflation en zone euro est passée de 2% à 1% dans la dernière année. Il n'est donc pas surprenant que la Banque centrale européenne ait annoncé une nouvelle coupure de son taux directeur à -0,50% et une reprise des achats de titres sur les marchés dès novembre prochain.

En Asie, l'indice précurseur japonais est toujours en baisse, les exportations indiennes régressent et la production industrielle chinoise croît au rythme le plus lent depuis 2002. Il est souvent fait grand état de l'impact de la guerre des tarifs entre les États-Unis et la Chine comme facteur explicatif, mais les exportations chinoises vers les États-Unis représentent moins de 4% du PIB chinois, un poids qui diminue constamment depuis un sommet de près de 7% il y a une dizaine d'années. D'ailleurs, les prix des biens importés par les États-Unis n'ont pas vraiment augmenté depuis l'imposition des tarifs. Le commerce chinois avec ses autres partenaires, entre autres l'Europe, semble jouer un rôle aussi important. De plus, la demande intérieure chinoise est en ralentissement et la devise chinoise s'est dévaluée.

Aux États-Unis, par contre, la demande intérieure, stimulée par les dépenses des ménages, est demeurée vigoureuse. Les revenus augmentent et le taux d'épargne est encore haut. La création d'emploi a cependant faibli dernièrement et l'indice global d'activité manufacturière ISM est passé sous la barre des 50, signalant une contraction de ce secteur. L'indice précurseur annonce quant à lui un ralentissement. Bref, avec un taux d'inflation de 1,8% en août, la FED avait ce qu'il fallait comme toile de fond pour réduire ses taux. Il s'agissait d'une deuxième coupure cette année.

Au Canada, les chiffres de croissance apparaissent meilleurs. Le PIB réel du deuxième trimestre a été publié à 3,7% en rythme annualisé, notre lecture de ses différentes composantes nous laisse toutefois perplexes. En effet, la demande intérieure a baissé de -0,65%, toujours en rythme annualisé, la consommation des ménages a fortement ralenti et les dépenses des entreprises ont diminué. Nous notons également

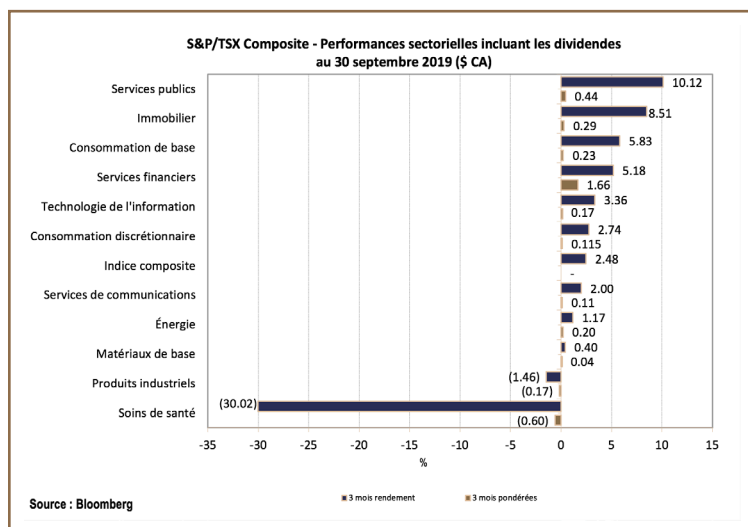
Dans un tel scénario, les titres de compagnies de qualité démontrant une capacité à générer des dividendes doivent être favorisés. La croissance sera cependant faible et les risques cycliques augmentent. Il faudra aussi surveiller les effets de la hausse de plus de 30% des prix du pétrole au cours des trois derniers mois sur les prix à la pompe. Compte tenu de ce contexte global et de l'excellente performance des marchés depuis le début de l'année, nous préférons réduire notre surexposition aux marchés boursiers à des niveaux plus neutres. En contrepartie, nous allons augmenter quelque peu l'encaisse afin d'être prêts à réagir aux fluctuations à venir.

une baisse des importations. En fin de compte, la hausse du PIB total est en grande partie due aux mises en inventaire importantes et à une amélioration du commerce extérieur. Les chiffres mensuels publiés pendant l'été confirment la faiblesse des ventes au détail, de la production industrielle et des commandes manufacturières. Bref, seule la création d'emploi continue de surprendre. La Banque du Canada a décidé de ne pas suivre ses homologues et de ne pas abaisser son taux directeur. Les marchés obligataires ont évidemment fort bien réagi dans un tel environnement. Les taux sur les titres fédéraux avec échéance de 10 ans ont clôturé septembre à 1,36%, soit 60 points de base plus bas qu'en début d'année, alors que ceux avec échéance de 5 ans ont terminé le trimestre à 1,40%. Cela peut sembler bas, mais il faut comprendre que dans l'ensemble du marché obligataire mondial, près de 30% des titres se transigent à des taux de rendement à échéance négatifs. Ainsi, les 10 ans japonais se transigent à -0,22% et les 10 ans allemands à -0,57%, les taux allemands étant sous zéro dans toutes les échéances. Les investisseurs sont donc prêts à payer l'émetteur pour qu'il garde leur capital. Plusieurs commencent à s'interroger sur les conséquences d'une telle situation, et surtout quant à la façon dont le système bancaire pourrait survivre à moyen terme à une telle structure de taux. Deux émissions importantes récentes, une allemande et une japonaise, ont d'ailleurs eu du mal à être placées. Nous sommes à nous demander quelle sera la valeur ajoutée de la politique monétaire, advenant une récession majeure, si des taux aussi bas ne réussissent pas à relancer la machine. Nous en viendrons donc à rediscuter des politiques budgétaires des états, et nous voyons déjà que les déficits publics ne font plus peur à personne.

Nous avons maintenu des durées de neutres à supérieures aux indices au cours de l'été et continuerons de le faire. Nous allons aussi maintenir des expositions limitées aux obligations corporatives dont les écarts de taux pourraient devenir vulnérables dans un scénario de stagnation de la croissance, la croissance des profits des entreprises sur les douze derniers mois étant nulle au Canada et aux États-Unis. Nous sommes particulièrement attentifs à la liquidité des titres dans un tel contexte. Aussi, nos surexpositions en obligations municipales sont investies dans des échéances de court terme et nous anticipons garder les titres jusqu'à échéance. Même si une récession formelle n'est pas notre scénario de base, il n'est plus impossible de penser que les taux d'intérêt puissent être plus bas en Amérique.

ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

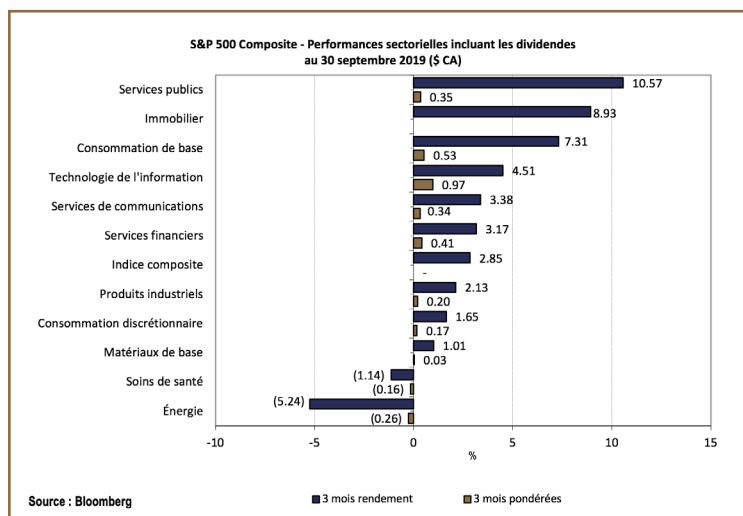
Pour un troisième trimestre de suite, les marchés nord-américains ont fait partie des marchés les plus performants dans le monde. Bien que certaines cellules de volatilité aient atteint les marchés en cours de route, les rendements des trois derniers mois sont similaires à ceux du trimestre précédent. L'indice canadien S&P/TSX a livré une performance de 2,5%, pour atteindre plus de 19% en 2019. Dans un contexte de baisse de taux, il n'est pas surprenant que les sociétés de services publics (10,1%), bien connues pour la constance de leurs résultats, mais surtout pour leurs dividendes élevés, ainsi que les sociétés immobilières (8,5%), qui profitent de ces baisses de taux, aient encore une fois pu mieux tirer leur épingle du jeu cet été. Depuis le début de l'année, mis à part le secteur des technologies (48%), ce sont ces deux mêmes secteurs qui trônent au sommet du palmarès avec des rendements respectifs de 34,8% et 25,7%. À l'inverse, seulement deux secteurs d'activité ont terminé le trimestre sous leur niveau de la fin juin. Le secteur industriel a perdu 1,5% sur trois mois, mais livre toujours un rendement de 19,4% depuis le début de l'année. C'est cependant le secteur de santé qui a retenu l'attention alors que celui-ci, largement dominé par les sociétés de cannabis, lâchait plus de 30%, pour ainsi éliminer entièrement sa forte progression des premiers mois de l'année. De plus, bien que le secteur financier ait livré un rendement similaire à celui du S&P/TSX, les institutions bancaires pancanadiennes, qui représente plus de 22% de l'indice, sous-performent toujours depuis le début de l'année malgré une progression de plus de 7% en septembre seulement.



L'indice phare américain (S&P/500) a également généré une performance similaire au dernier trimestre avec une hausse de 2,9% lors des trois derniers mois et ainsi atteindre 17,2% en dollars canadiens depuis le début de l'année. Tout comme au Canada, les secteurs des services publics et de l'immobilier ont progressé considérablement, affichant des rendements respectifs de 10,6% et 8,9% sur la période et de 21,9% et 26,1% en 2019. Les sociétés d'énergie, beaucoup moins imposantes dans l'indice américain que dans le S&P/TSX, et celles du secteur de la santé, à l'inverse beaucoup plus important aux États-Unis, ont été les malmenées depuis le début de l'année avec de faibles hausses respectives de 3% et 2,7%.

Compte tenu du contexte économique et géopolitique actuel, nous croyons qu'il est risqué à court terme d'être surpondéré en actions. Inversement, les investisseurs qui ont une pondération en actions près ou inférieure à leur cible font valoir que le potentiel de hausse découlant d'un accord commercial entre les États-Unis et la Chine est équivalent au risque d'une baisse dû à une récession. Trump rappelle constamment aux investisseurs qu'un accord

commercial avec la Chine pourrait avoir lieu plus tôt que prévu, ce qui a pour effet de réduire le risque juste avant une éventuelle hausse des actions. Cette situation pourrait expliquer pourquoi les incertitudes commerciales maintiennent le marché à flot. Le seul problème avec ce point de vue est que la majorité des gestionnaires ont la conviction que le marché pourrait, après un accord commercial entre les États-Unis et la Chine, connaître une courte période de hausse et que ceux-ci en profiteraient par la suite pour vendre sur la vigueur du marché.



Pour le moment, la plupart de nos préoccupations portent principalement sur la nature tardive du cycle économique, la surévaluation et le ralentissement de la croissance des bénéfices. Notre évaluation nous porte à croire que les cours des titres demeurent élevés ou encore simplement en avance sur les résultats anticipés. Pour l'instant, nous sommes prudents à augmenter nos investissements en actions, nos analyses prévoyant une croissance des bénéfices stable au mieux jusqu'au deuxième trimestre de 2020. Par contre, nous anticipons une décélération des flux de trésorerie disponibles, ce qui provoquerait une diminution du pouvoir des sociétés de racheter leurs propres titres. Cela a par le passé été un facteur d'influence sur la performance des bourses.

Nous estimons que la bourse canadienne continue de se négocier à escompte par rapport à sa contrepartie américaine. Cela est essentiellement dû aux secteurs bancaires et de l'énergie, lesquels représentant à eux seuls près de 50% du marché canadien. Tous les autres secteurs canadiens s'échangent à un ratio cours/bénéfices prévisionnel qui dépasse leurs moyennes respectives des 10 dernières années. Compte tenu de sa valorisation actuelle, nous pensons que le marché canadien a le potentiel de générer des rendements supérieurs à sa contrepartie américaine. Pour le moment, la politique monétaire accommodante conjuguée à des mesures de stimulation budgétaire nous rassure sur la tendance éventuelle de notre marché. Les rendements futurs des banques et des entreprises du secteur de l'énergie sont étroitement liés à la tendance des taux d'intérêt et à l'issue des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine. Toute annonce de règlement de cette dernière aurait un impact positif sur notre économie fortement axée sur les ressources. Nos répartitions sectorielles favorisent le secteur bancaire et ce, dans nos différentes stratégies. Le rendement courant élevé des dividendes par rapport au faible taux d'intérêt constitue un avantage pour le secteur bancaire. Les liquidités actuellement plus élevées dans nos portefeuilles nous permettront de profiter des occasions qui vont se présenter au cours des prochains mois.

ACTIONS INTERNATIONALES

Les rendements bruts pour le troisième trimestre de 2019 du Fonds ciblé mondial Eterna, du Fonds international Eterna et du Fonds d'actions américaines Eterna ont été respectivement de -1,68 %, 1,15 % et 2,32 %. Au cours des six dernières années, les investisseurs dans ces fonds ont respectivement réalisé un rendement brut annualisé de 11,5%, 9,25 % et 14,03 %.

Nous avons récemment découvert un article intéressant sur la formation des pilotes d'avion. Il s'avère que l'une des leçons les plus difficiles à inculquer à un futur pilote est d'ignorer systématiquement les sensations de son corps et de plutôt se fier aux informations fournies par les instruments.

L'être humain a fortement tendance à s'appuyer sur les sensations corporelles (parfois appelées « l'instinct ») pour guider ses actions. Cela s'est avéré une stratégie ayant eu énormément de succès durant la majeure partie de notre évolution. Les scientifiques estiment que notre espèce (l'homo sapiens) existe depuis environ 200 000 ans. Les sensations corporelles nous disent quand nous avons faim et que nous devrions manger, quand nous avons froid et besoin de trouver un abri ou quand nous sommes malades et avons besoin de repos. Elles nous avertissent également quand il est temps de paniquer, par exemple lorsque nous sommes poursuivis par un lion affamé, afin de mobiliser des forces qui ne seraient autrement pas accessibles.

Cet accord harmonieux entre les sensations corporelles et les actions qui en résultent a commencé à se modifier il y a environ 10 000 ans en conjonction avec le début des révolutions agricoles. Nos ancêtres ont peu à peu cessé de chasser les animaux sauvages et ont commencé à faire pousser des plantes et à élever des bovins. Les réflexes développés au cours de milliers d'années sont soudainement devenus moins pertinents, voire mal orientés. Notre instinct s'est développé beaucoup plus lentement que le rythme auquel notre environnement a changé. Aujourd'hui, l'humanité se retrouve à piloter des avions, à investir dans

les marchés boursiers et à être envahie par une panoplie de calories bon marché, tout en étant dotée des instincts développés pour survivre dans le monde des chasseurs et des cueilleurs.

Nos envies de manger ont été développées à une époque de pénurie alimentaire. Les marchés financiers n'existaient pas durant la majeure partie de notre histoire. Dans le contexte actuel, nos sensations corporelles nous mènent dans la mauvaise direction, ce qui en résulte l'épidémie actuelle d'obésité et de diabète. Tout comme le pilote d'avion doit être formé pour reprogrammer ses impulsions, en tant que consommateurs d'aliments et gestionnaires de portefeuilles, nous devons apprendre consciemment à ignorer nos impulsions et à nous fier à des données objectives.

Quelle est la leçon à retenir de tout ceci ?

Le mathématicien et philosophe Bertrand Russell a un jour fait remarquer avec sagesse que la marque d'un être humain civilisé est sa capacité à lire une colonne de chiffres et de pleurer. Ce qu'il veut dire, c'est que pour la plupart d'entre nous, les données sont davantage une source de désagrément qu'une source d'informations. Nous préférons les titres à sensation, les informations faciles à obtenir et les extraits accrocheurs plutôt que de regarder les données originales et de nous faire notre propre opinion. Quelqu'un est-il surpris que le rapport annuel 2013 de la General Electric (la plus grande entreprise industrielle d'Amérique) n'ait été téléchargé que 800 fois à partir de son site Web ?

En tant que participants aux marchés financiers, il nous incombe de lutter activement contre ces impulsions évolutionnaires. Nous savons que la consommation quotidienne d'informations financières globales nuit aux résultats optimaux à long terme, car elle entraîne trop de transactions et, par conséquent, des coûts supplémentaires. C'est pourquoi nous nous concentrons sur de longues périodes de détention de titres (5 ans et plus) et sur un processus de recherche basé sur des données. Un sondage d'opinion ne remplacera jamais la réflexion.



LA GESTION PRIVÉE

« Planification, sécurité et expertise dans la conduite de vos affaires »

 **GESTION DE PLACEMENTS ETERNA**