



Faits saillants macroéconomiques sur les actions

Renseignements sur le portefeuille	
Bêta	56,2 %
Titres à revenu fixe	37,6 %
Trésorerie	6,2 %
Rendement du portefeuille	2,3 %

Statistiques sur les actions	
Rendement du dividende	2,2 %
Exposition par région	
É.-U.	57,0 %
Europe	28,2 %
Japon	4,6 %
Marchés émergents	8,4 %

Statistiques sur les titres à revenu fixe	
Rendement des titres à revenu fixe	3,3 %
Qualité de crédit moyenne	A-
Duration	5,5
Exposition au crédit	
Qualité investissement	79,7 %
Rendement élevé (BB à B)	17,5 %
Rendement élevé (CCC et moins)	2,9 %
Exposition par région	
Canada	22,4 %
É.-U.	38,6 %
Europe	3,1 %
Marchés émergents	39,4 %

Exposition aux principales devises	Exposition aux devises brute	Exposition nette après couverture
\$ CA	16,9 %	35,6 %
\$ US	50,0 %	34,0 %
CNY	4,5 %	4,5 %
EUR	9,1 %	8,7 %

Les marchés boursiers ont progressé de manière généralisée au dernier trimestre, et bien que cela ne se soit pas produit de manière uniforme, nombre des tendances qui ont commencé au moment des annonces de vaccins hautement efficaces en novembre se sont poursuivies. La valeur a continué de surpasser la croissance, et les actions des sociétés plus capitalistiques, ayant un levier financier et sensibles à l'économie, ont inscrit des rendements nettement supérieurs au cours des cinq derniers mois. Comme nous pouvions nous y attendre dans le cadre de cette progression axée sur la valeur, des secteurs comme l'énergie, la finance et l'industrie se sont bien comportés, alors que ceux des soins de santé, des biens de consommation de base et des technologies de l'information ont tiré de l'arrière. Le Canada a été la région la plus performante, et le Japon s'est retrouvé en queue de peloton.

Dans les régions bénéficiant des meilleurs taux de vaccination (É.-U., R.-U., Israël) et (ou) où la vie quotidienne semble revenir à la normale (Chine), l'élan de l'activité économique a gagné de la vigueur. Les prévisions des PIB mondiaux sont relevées puis révisées encore plus à la hausse – le FMI a rehaussé sa prévision de croissance du PIB deux fois en quatre mois, laquelle s'établit maintenant à 6,0 % pour 2021. Ces projections laissent entendre une saine reprise des bénéfices cumulatifs de plus de 20 % pendant 2021, et probablement à l'aube de 2022. Les prix des produits de base ont bondi encore plus haut, et les taux obligataires ont augmenté partout dans le monde, celui des bons du Trésor américain à 10 ans atteignant près de 1,75 %, en hausse contre 0,9 % au début de l'année, et les obligations gilt à 10 ans du R.-U. ayant plus que quadruplé (bien que depuis un point de départ de moins de 0,2 %). Compte tenu de ce contexte, il n'est pas surprenant que les instincts animaux soient revenus en force. Les activités de F et A ont poursuivi leur progression et ont atteint un niveau record de 1,3 billion \$. Mais nous ne pouvons pas négliger de mentionner la croissance des sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS), un moyen « détourné » de rendre ouvertes des sociétés à capital fermé sans l'inconvénient de satisfaire les organismes de réglementation. Elles ont compté pour 25 % de toutes les opérations aux É.-U. Et les sociétés qui ont procédé à un PAPE en bonne et due forme ont connu une forte demande institutionnelle et de détail, malgré le fait que nombre d'entre elles accusent toujours des pertes. Le bitcoin a fracassé la barre des 60 000 \$ après s'être approché de 5 000 \$ il y a un an. Les ventes de JNF (jetons non fongibles), représentant des œuvres artistiques originales « numériques », ont prétendument atteint plus de la moitié d'un milliard de dollars. Si vous êtes un féru de basketball, un membre de notre équipe a vendu une photo de Kawhi Leonard des Raptors de Toronto prise avec un iPhone réussissant « le coup » lors du championnat de 2019 pour 35 000 \$. (Nous plaisantons, bien sûr, mais est-ce que quelqu'un a seulement bronché après avoir lu cette phrase?) Nous sommes tous devenus désensibilisés envers les manchettes du marché qui, il y a 10 ans, auraient justifié un appel à une rencontre « tout le monde sur le pont », et qui maintenant, ne suscitent que des réactions se limitant à un texte avec une émoticône de haussement d'épaules.

Mais nous nous écartons du sujet. En général, nous sommes prudents avant d'être d'accord avec des prévisions consensuelles, et nous pêchons habituellement par excès de prudence, c'est-à-dire que nous sommes plus enclins à ignorer les projections consensuelles en matière de croissance. Cela dit, alors que la plupart des économistes prévoient une forte expansion du PIB mondial cette année, nous adoptons la rare opinion (pour nous) que les prévisions consensuelles sont conservatrices et nous positionnons le portefeuille en conséquence. Alors que plusieurs stratégies prévoient une inflation plus élevée à court terme (et les attentes

implicites du marché ont également été en hausse), tous ne sont pas d'accord quant au fait que l'inflation perdurera au-delà des quelques trimestres à venir. La Fed a été très transparente à l'égard de son scepticisme en ce qui a trait à une inflation devenant hors de contrôle et est disposée à laisser l'inflation entrer « en surchauffe » (c.-à-d. supérieure à la cible de 2 %) pendant quelque temps pendant que les É.-U. retrouvent la voie vers le plein emploi, possiblement au cours des quelques années à venir. Par conséquent, nous sommes enclins à adopter l'idée d'une croissance à venir supérieure aux opinions consensuelles d'ici à court et à moyen terme. Nous croyons qu'à mesure que des vaccins seront distribués de manière plus généralisée, non seulement à d'autres nations membres de l'OCDE, mais également à des pays en développement, en combinaison avec ce qui ont été des montants record de mesures de relance budgétaire et monétaire, la croissance rebondira au-delà de ce qui est pris en compte dans les prévisions actuelles.

Nous devons être prudents à l'égard de conversations anecdotiques qui touchent notre opinion (toutes les personnes à qui NOUS parlons n'en peuvent plus d'attendre le feu vert pour réintégrer la société et souffrent gravement du syndrome « On ne vit qu'une fois »), mais la demande comprimée réelle et les taux d'épargne à des sommets record semblent avoir une incidence généralisée, depuis les réservations à guichets fermés des parcs d'attractions de Disney jusqu'à la rareté des VR. Vers la fin de 2020, les sociétés ont commencé à signaler des hausses des coûts des intrants liés aux effets de la COVID-19 (par exemple, les coûts du transport). Il y a des pénuries de biens allant des semiconducteurs jusqu'aux tuyaux. Pendant la période de présentation des bénéfices du premier trimestre de 2020, il y avait des sociétés comme Proctor & Gamble et Coca-Cola qui faisaient part de hausses des prix des produits de base exerçant des pressions sur les structures des marges brutes (les analystes des biens de consommation de base de Morgan Stanley appellent cela « le pire contexte pour les produits de base qu'ils aient vu depuis qu'ils ont commencé à couvrir cet élément il y a 25 ans). Au cours des dernières semaines, les données économiques ont surpassé les prévisions des économistes, le taux de chômage aux É.-U. chutant à 6 % (depuis 6,7 % au début de l'année), et les PMI ISM du secteur manufacturier et des services s'établissant à 64,7 (le niveau le plus élevé depuis 1983). En bref, les pressions inflationnistes semblent très réelles.

Bien entendu, l'économie – et le marché – est un organisme très complexe et imprévisible qui ne s'inscrit pas toujours parfaitement dans un modèle de technocrate, encore moins celui d'un gestionnaire de fonds. Les plans les mieux conçus, comme ils le disent. À tout le moins, de meilleures données économiques jumelées à des liquidités apparemment illimitées des banques centrales et la confirmation par le monde réel des sociétés que nous détenons et suivons nous confortent dans le fait que notre positionnement actuel est sur la bonne voie. Il ne faut toutefois pas confondre une opinion confiante et arrogante : nous sommes pleinement conscients que nos idées à l'égard de la croissance du PIB et de l'inflation pourraient être erronées. Si vous êtes un professionnel de la finance participant au marché et que vous avez positionné vos actifs de manière significative pour tous les horizons en fonction d'une opinion en faveur d'une inflation au cours des 30 dernières années, vous avez constamment été dans l'erreur. L'augmentation des taux laisse présager des perspectives à court terme plus inflationnistes, mais au-delà d'une ou de deux années à venir, qui sait? Est-ce qu'une accentuation de la courbe des taux indique inévitablement une inflation haussière, ou ne fait-elle que tenir compte des attentes en matière de croissance? En théorie, le dollar américain devrait s'affaiblir en raison des attentes d'inflation, et il est demeuré résilient. Les titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) sont au même niveau qu'à l'automne passé, et sous leur niveau de janvier. Encore plus important, avant la pandémie, une décennie complète de politique monétaire énergique n'a pas réussi à générer une inflation dans les économies industrialisées (bonjour le Japon). Créer de la demande en retirant des chèques de relance sera favorable à court terme, mais où en serons-nous lorsque nous redescendrons sur terre?

Hélas, nous sommes dans le domaine du jugement, et alors que nous nous en tenons à nos opinions – le Fonds demeure un ensemble d'entreprises de qualité supérieure dotées de positions concurrentielles solides, de facteurs économiques générant de la trésorerie et des perspectives de croissance à long terme robustes – nous faisons pencher le portefeuille afin de mieux refléter une accélération de la croissance du PIB mondial. Pour le moment.

Actions ayant contribué au rendement

Atlas Copco (ATCO) a été le plus important contributeur du trimestre en devise locale. La société affiche une forte rentabilité à long terme et est l'une des meilleures sociétés industrielles au monde. Elle bénéficie d'une croissance très attrayante, de marges élevées tant du point de vue des ventes initiales que du marché secondaire, de flux de trésorerie résilients découlant d'une composante de services élevés dans ses produits d'exploitation, de rendements élevés sur le capital découlant d'une production

peu capitalistique, et d'énormes avantages concurrentiels grâce à son réseau de distribution à large portée. Au cours du trimestre, le rendement a été stimulé par la perception du marché envers la division des solutions de vide d'ATCO. Le secteur des semiconducteurs constitue le marché final clé des solutions de vide. Le secteur des semiconducteurs connaît une demande supérieure à l'offre, et la société a réagi en augmentant de manière importante ses plans d'investissement pour la prochaine décennie. Les perspectives d'une accélération d'une forte croissance pour la prochaine décennie ont créé un engouement et de l'enthousiasme sur le terrain, et cela s'est reflété dans la hausse du cours de l'action au premier trimestre.

Au cours du premier trimestre, nos actions américaines s'étant le mieux comportées ont été **Altria Group (MO)**, qui contrôle environ 50 % du marché du tabac à fumer et sans fumée aux É.-U. La rotation vers la valeur au cours du trimestre explique probablement certains des changements, étant donné que MO est l'une des actions les moins onéreuses du portefeuille selon presque toutes les mesures (C-B, rendement du dividende, analyse des flux de trésorerie actualisés). Elle représente également une protection contre l'inflation étant donné que les activités de base de MO figurent parmi les plus « inélastiques » que nous détenons avec un important pouvoir de fixation des prix. Enfin, malgré la nature de leurs produits (taux de rachat élevé), les activités ont été touchées par la pandémie étant donné la réduction des occasions de socialisation à l'extérieur et le fait que les consommateurs se sont rabattus vers des marques à escompte au détriment des produits supérieurs de MO. Ce trimestre, ces tendances ont commencé à s'inverser. MO a également tiré parti de sa participation minoritaire dans AB Inbev, qui compose environ 10 % des bénéfices et qui a également commencé à se redresser.

Tout comme pour la plupart des actions bancaires, la contribution de celles de **JP Morgan (JPM)** s'est démarquée alors que les attentes se sont intensifiées à l'égard de l'amélioration de la croissance du PIB et de la hausse de l'inflation (et des taux d'intérêt), particulièrement aux É.-U. Les banques sont les bénéficiaires directes de ces deux facteurs étant donné, entre autres éléments, de l'amélioration de la croissance des prêts, des provisions en baisse et de l'expansion des écarts nets de taux d'intérêt. JPM n'a pas fait exception et jouit de l'avantage supplémentaire d'exploiter la division des marchés des capitaux la plus importante et la plus rentable au monde, ainsi qu'un volet de gestion du patrimoine de premier plan avec plus de 2,7 billions \$ d'actifs gérés. La société jouit d'un bilan « en béton » et a fait montre de rendements et de contrôles des risques supérieurs au fil des ans, le plus récent exemple étant le fiasco d'Archegos Capital dans lequel JPM (contrairement à Goldman Sachs, Morgan Stanley et Credit Suisse, entre autres) n'était pas impliqué. La société est dirigée par Jamie Dimon, sans doute l'un des chefs de la direction les plus judicieux du secteur bancaire. JPM continue de figurer parmi nos plus importantes positions.

Le **Blackstone Group (BX)** a été l'un de nos titres les plus performants pendant le trimestre, alors que leur collecte de fonds de première qualité signifie que les frais de gestion et que les bénéfices liés aux frais devraient continuer de dépasser les prévisions de la société. Au milieu de 2018, la société espérait réaliser une croissance annuelle des bénéfices liés aux frais de 50 %, ou de 1,0 G\$ avant la fin de 2021. En mars, BX a annoncé qu'elle avait atteint son objectif un an avant la date prévue et prévoit réaliser des bénéfices liés aux frais annualisés de 2,8 G\$ d'ici la fin de 2021. Cette croissance des bénéfices liés aux frais se produit parallèlement à une importante expansion de la marge des bénéfices liés aux frais alors que la société continue de mettre de nouvelles stratégies à contribution. En outre, la société a plusieurs initiatives de croissance en cours, y compris l'ouverture de canaux de distribution au détail et d'assurance qui se traduiront probablement par une occasion de marché de plusieurs centaines de milliards. Cette performance robuste et cette possibilité de hausse sont renforcées par la stabilité et la fidélité de son groupe d'investisseurs. Les 10 plus importants investisseurs de BX participent à 26 fonds Blackstone en moyenne, et aucun investisseur de compte pour plus de 1 % des actifs gérés de la société.

Corteva (CTVA), la récente société issue de Dow et de DuPont et héritière de leurs actifs agricoles, a été un autre important contributeur pendant le trimestre alors que les prix du maïs et du soja aux É.-U. ont continué de progresser. L'augmentation favorable des prix coïncide bien avec un solide pipeline de nouveaux produits en 2021 et l'ajout de trois administrateurs indépendants en provenance de Starboard. L'ajout des nouveaux investisseurs de Starboard s'est produit après que le conseiller en placement activiste situé à New York a fait une présentation en octobre 2020 prévoyant une marge du BAIIA de 23 % d'ici 2022 (contre la marge du BAIIA implicite de 17 % figurant dans l'orientation de 2021 de CTVA) en raison d'une réduction de 50 % des paiements de redevances nets, d'améliorations au chapitre de l'efficacité et de gains de parts du marché du soja. Le cours de l'action a également tiré parti de la certitude quant à la conclusion d'une entente sur le partage des passifs futurs liés à des substances perfluoroalkyliques et fluoroalkyliques (« PFAS ») avec Chemours et Dupont, se traduisant par un plafonnement des passifs totaux à 640 M\$ pour CTVA.

Actions ayant nui au rendement

New Oriental Education (EDU) a figuré parmi les actions s'étant le plus mal comportées au premier trimestre. Comme c'est le cas chaque fois que vous détenez une société assujettie dans une mesure ou une autre aux aléas des organismes de réglementation chinois, les actions ont subi des pressions après que des rumeurs ont circulé voulant que Beijing allait proposer des limites à l'égard de la disponibilité, de la tarification et de l'octroi de licences en matière de services de tutorat extrascolaire, domaine au sein duquel EDU est un des principaux joueurs. Nous continuons de croire qu'à titre d'important participant dans un marché hautement fragmenté, EDU est en bonne position pour gérer tout changement réglementaire qui pourrait lui être imposé. Le contexte à long terme du tutorat extrascolaire demeure attrayant, avec une énorme demande du marché final pour des services de tutorat ayant pignon sur rue, particulièrement pour les marques chefs de file de cet espace. Malgré qu'elle ne détienne que 5 % de la part du marché, EDU jouit d'importants avantages d'échelle et réputationnels par rapport aux joueurs familiaux auxquels elle livre concurrence. Nous avons bonifié notre position.

La **London Stock Exchange (LSE)** a accusé l'une des pires performances du trimestre. LSE a conclu une opération de transformation, procédant à l'acquisition de Refinitiv auprès de Blackstone. L'opération a été clôturée le 29 janvier 2021. Le titre a fléchi parce que la direction avait fait de juteuses promesses aux fins d'obtenir l'approbation de l'opération par les actionnaires. Dès que l'opération a été conclue, la direction a déclaré qu'il en coûterait davantage pour dégager les mêmes économies pendant une période plus longue. Elle a également laissé entendre que la rotation de croissance des actifs acquis pourrait ne pas constituer la cible facile qui avait été présentée, de sorte qu'elle pourrait toujours être atteinte, mais les risques sont plus élevés. Cela a causé une surprise sur le terrain, d'où le changement du cours, mais a été conforme à notre opinion au sujet de cette opération. Notre évaluation indépendante des risques liés à l'opération était beaucoup moins favorable, et nous avons jugé probable une révision de ce genre, mais peut-être pas aussi rapidement. Le placement a été réduit en conséquence avant la clôture de l'opération. Cela dit, les actifs de base de LSE (indices FTSE Russell, chambres de compensation de devises et de prises en pension, et autres) restent de calibre mondial et nous serons opportunistes à l'égard de ces actions.

Il n'y a eu aucun événement précis ni de raison ayant mené le spécialiste en vision artificielle japonais **Keyence** a accusé un mauvais rendement, mais à titre de l'un de nos placements à plus « longue durée » (c.-à-d., onéreux), il a été victime de la rotation du marché hors de la croissance. La société développe, fabrique et vend des capteurs et des instruments de mesure de haute précision pour des installations d'automatisation d'usine et des produits technologiques. La clé du succès de Keyence (et de sa capacité à maintenir des marges d'exploitation chefs de file de l'industrie de 50 % et plus au fil du temps) est son approche maniaque et unique envers ses clients : plutôt que de créer des solutions fondées sur des produits, Keyence développe des produits fondés sur des solutions sur mesure pour sa clientèle. Cela permet à la société d'offrir aux clients qui investissent dans leurs services la possibilité de réaliser la récupération la plus rapide et la plus élevée. Il est rare qu'elle livre concurrence en matière de prix. Compte tenu de l'attrait à long terme du secteur de la vision artificielle et de la sous-pénétration relative à l'extérieur de son marché japonais de base, nous continuons de voir notre placement de manière favorable.

Vonovia (VNA), le gestionnaire immobilier chef de file en Allemagne, a nui au rendement du premier trimestre. Les titres de la société se négocient à court terme à titre de substitution en matière de taux d'intérêt : ils sont perçus comme pouvant tirer parti de contextes de faibles taux, et être négativement touchés par des hausses. Cela est dans l'ensemble exact, puisqu'à titre d'actif à effet de levier à durée longue, ils sont négativement touchés par la hausse des taux, mais ce n'est pas toute l'histoire. Lorsqu'une société procède à des opérations moyennant un escompte par rapport à la valeur intrinsèque, mettre l'accent sur la négociation à court terme occulte la vue d'ensemble. Certains éléments à prendre en considération : Les actions de VNA se négocient moyennant un escompte important par rapport à leur valeur lorsque l'on ajuste leur valeur comptable à leur valeur de marché. La société exerce ses activités à titre de fournisseur de premier plan au sein d'un marché où la demande est en grande partie non satisfaite en raison de la réglementation et du fait que la valeur de marché augmente au fil du temps, stimulée par des facteurs comme la migration vers des zones urbaines. Le narratif réducteur ne tient pas compte des occasions de création de valeur afin de stimuler les bénéfices et les flux de trésorerie présents dans le portefeuille de VNA. L'argument de la substitution pour des obligations occulte les facteurs environnementaux externes qui génèrent des occasions de consolidation favorables pour la société, comme la récente loi allemande visant la décarbonisation du secteur résidentiel. Néanmoins, dans le contexte d'un recouvrement de la valeur, l'action s'est mal comportée. VNA n'est pas une obligation; ses bénéfices par action ont progressé de plus de 14 % du TCAC depuis son inscription à la cote il y a près de huit ans. L'équipe continue d'avoir une opinion favorable à l'égard de VNA.

Commentaires sur les titres à revenu fixe

Le premier trimestre de 2021 a vécu un ajustement à la hausse importante des taux obligataires mondiaux. Les perspectives plus positives à l'avenir en raison des vaccins, des réouvertures, des pressions inflationnistes naissantes et des mesures de relance

budgetaire ont jeté les bases d'un scénario de reflation. Alors que nous sommes d'avis que nous pourrions voir une normalisation additionnelle des taux, nous ne prévoyons pas que le rythme actuel sera maintenu. Le monde nous apparaît encore trop fragile pour tolérer une autre hausse significative des taux en ce moment. Avec les montants des émissions de plus en plus élevés (par l'intermédiaire des dépenses budgétaires déjà proposées et à venir) jumelés à des augmentations des produits seulement progressives en contrepartie, il semble que les achats de la FED devront se poursuivre pendant encore quelque temps. La Fed et d'autres banques centrales n'ont cessé de demander une augmentation des mesures budgétaires pour compléter la relance monétaire — maintenant qu'elles voient enfin certains signes de l'obtenir; il serait insensé d'abandonner leur rôle et de laisser les forces pures du marché déterminer où les prix devraient s'établir.

Au cours du trimestre à venir, nous nous attendons à ce que ces mêmes thèmes généraux persistent, moyennant des périodes de consolidation. Au cours du prochain trimestre, nous prévoyons que les progrès continus en matière de vaccination et que la réouverture de l'économie constitueront des éléments favorables pour l'économie et qu'ils seront accompagnés par des améliorations continues au chapitre de l'emploi et des dépenses de consommation. Ce qui précède, parallèlement au soutien continu du gouvernement et de la Banque du Canada, sera probablement favorable pour les marchés des actifs à risque. Nous ne nous attendons pas à un élargissement important des écarts de crédit des titres de qualité investissement, bien que nous reconnaissons le fait que les actifs à risque sont quelque peu « pleinement valorisés ».

Avec la Fed américaine et la Banque du Canada qui gardent les taux de l'extrémité à court terme de la courbe ancrés à des niveaux historiquement bas, le marché a connu une accentuation marquée de la courbe des taux, ceux de l'échéance à 10 ans se situant au point le plus éloigné de ceux de l'échéance à 2 ans depuis 2015. Les taux demeurent toutefois faibles selon les normes historiques, et nous maintenons une duration courte au sein des fonds en prévision de mesures de relance budgétaires continues, ainsi, éventuellement, que d'une réduction des achats d'AQ des banques centrales. Avec les taux qui demeurent à des creux historiques, les risques posés par la détention de titres de créance à court terme demeurent asymétriques, et nous continuons de favoriser les titres de créance à taux variable dans cette partie de la courbe.

Perspectives de l'équipe des placements à revenu fixe

Le fardeau de la dette mondiale a crû rapidement au cours de la dernière année et, par conséquent, impose certaines limites aux conditions favorables d'une croissance plus robuste et d'une inflation plus élevée. Si la hausse se produit trop rapidement ou trop fortement, une douleur se fera sentir dans les domaines plus endettés et sensibles aux taux d'intérêt de l'économie. Cela nous mène à établir une sous-pondération dans l'ensemble de la duration dans nos portefeuilles, dont une tranche importante étant sous-exposée dans la partie de 10 ans à 20 ans de la courbe.

Nous demeurons optimistes à l'égard des taux chinois et nous reflétons cette opinion dans plusieurs de nos fonds. L'avantage relatif présenté par les taux d'intérêt, des rendements réels significativement positifs, une devise stable et (*en comparaison*) le conservatisme des banques centrales nous confortent dans notre position. Alors que des flux ont constamment été injectés dans le marché obligataire chinois, nous sommes toujours d'avis que la communauté mondiale des placements est, de manière structurelle, sous-pondérée, se traduisant par des flux continus qui devraient soutenir encore davantage les devises et les obligations. Les inclusions d'indices et l'augmentation des pondérations sont en position de se poursuivre.

Les TIPS ont continué de bien se comporter sur une base relative par rapport aux titres nominaux. Les points morts à 10 ans se sont élargis de 40 pb, surpassant ainsi nettement les taux nominaux. En termes absolus, les TIPS ne se sont pas si bien comportés. La duration élevée des TIPS jumelée à la variation brutale de 80 pb des obligations américaines à 10 ans a également eu une incidence sur les obligations indexées à l'inflation. Étonnamment, la courbe des points morts s'est aplatie, les points morts à plus court terme augmentant plus que l'extrémité à long terme. Le marché exprime son opinion que l'inflation augmentera à court terme, mais que la FED sera en mesure de garder le contrôle sur ces prix plus élevés. Alors que nous ne nous attendons pas à une flambée de l'inflation, nous conservons un scepticisme sain. À l'avenir, nous continuerons de favoriser la détention de TIPS puisque non seulement nous ne prévoyons pas que les taux seront plus élevés de manière généralisée au cours des trimestres à venir, mais nous voyons également des pressions inflationnistes se pointant dans l'économie américaine. Nous prévoyons que l'inflation jouera un rôle clé à l'avenir en termes d'importance à l'égard des taux mondiaux et des actifs à risque, et nous sommes d'avis que des pressions additionnelles à la hausse persisteront au cours des quelques mois à venir.

Les titres de créance des marchés émergents se sont mal comportés au premier trimestre de 2021. Les titres de créance des marchés émergents en monnaie forte ont reculé, principalement en raison de leur longue durée et du manque de compression des écarts, l'écart du marché en général s'est maintenu à 350 pb, les titres de créance des marchés émergents en monnaie forte se hissant plus haut dans le spectre des taux du même montant que les bons du Trésor américains. Les titres de créance de marchés émergents en monnaie locale ont été touchés tant par les effets du change et les taux. En général, les actifs de marchés émergents n'apprécient pas la vigueur du dollar et la hausse des taux américains. Cela tient principalement au fait que les titres de créance des marchés émergents en devises deviennent plus onéreux, ce qui a pour effet de rendre le pays moins solvable (créant une boucle de rétroaction négative). La plus grande part de la variation des taux et du taux de change américains a découlé de l'exceptionnalisme des É.-U. à l'égard du déploiement des vaccins, de la réouverture, des politiques budgétaires, amplifiant ainsi l'effet. D'un autre côté, le macro-environnement global est généralement favorable pour les marchés émergents (politique monétaire accommodante, essor des produits de base, dépenses budgétaires, rebond du commerce mondial). Les taux et le comportement du dollar américain ont dominé les marchés émergents et se sont traduits par un important repositionnement et quelques variations dynamiques des prix.

L'exceptionnalisme américain semble près de son sommet alors que l'Europe et d'autres grandes nations voient l'élan prendre de la vigueur en matière de déploiement des vaccins et que les confinements actuels seront probablement levés au cours des quelques mois à venir – offrant une croissance relativement supérieure dans ces régions. Les facteurs fondamentaux des marchés émergents se sont en général améliorés, ainsi que les valorisations et le positionnement. Nous demeurons optimistes à l'égard des actifs des marchés émergents.

Le premier trimestre de 2021 a été marqué par un optimisme continu à l'égard de deux éléments : la lutte contre le coronavirus et les attentes en hausse, au sud de la frontière, envers un important soutien budgétaire. La victoire des démocrates lors des scrutins pour le Sénat en Géorgie a donné à ces derniers le contrôle effectif du Sénat en matière d'accord avec la Maison-Blanche et la Chambre des représentants. L'effet immédiat a été de permettre à l'administration de faire adopter un plan de soutien budgétaire de 1,9 billion \$ US. Avant ce au Sénat, les estimations entourant ce plan budgétaire s'échelonnaient de 600 millions \$ US à 900 millions \$ US. Aux États-Unis, le programme de vaccination a réalisé des progrès considérables au cours du trimestre, atteignant éventuellement plus de trois millions de vaccins par jour et permettant à des pans de l'économie d'entamer leur réouverture.

Sans surprise, la réaction du marché aux mesures de relance budgétaire a été rapide et prononcée. Les taux des bons du Trésor américain à 10 ans ont augmenté, passant de 0,91 % à 1,74 % au cours du trimestre, tandis que les taux des titres canadiens à 10 ans ont augmenté de la même manière, de 0,72 % à 1,56 %. Les attentes en matière d'inflation ont continué d'augmenter des deux côtés de la frontière, les points morts des bons du Trésor américain à 10 % augmentant de 36,5 pb, et ceux des obligations canadiennes à 10 ans, de 38 pb. Par conséquent, l'indice des obligations de sociétés américaines de qualité investissement (source : Indice de rendement total Bloomberg Barclays US Aggregate) a inscrit un rendement de -3,37 %, alors que l'indice obligataires des obligations canadiennes de catégorie investissement a affiché un rendement de -5,03 % pour le trimestre.

Au cours du premier trimestre de 2021, l'offre brute d'obligations de qualité investissement aux É.-U. a reculé d'environ 8,5 % pour s'établir à 456 milliards \$ US, par rapport à un premier trimestre de 2020 exceptionnel avec un volume record. Néanmoins, le premier trimestre de 2021 constitue historiquement un trimestre d'offre abondante. Au Canada, l'offre brute au premier trimestre de 2021 a été en hausse d'environ 19 % par rapport à la période correspondante de 2020. La hausse des taux pendant la première partie du trimestre a poussé plus de sociétés à procéder à des émissions sur le marché afin de fixer les taux d'emprunt.

Pendant le pic de la crise de la COVID-19, la Banque du Canada a mis en œuvre des programmes d'achat d'obligations provinciales et de sociétés pour soutenir le fonctionnement des marchés financiers. À la lumière de l'amélioration de l'économie, de la baisse du chômage, de l'augmentation de la vaccination de la population et de l'engagement continu du gouvernement fédéral envers des mesures de relance additionnelles, la Banque du Canada a décidé que ces programmes n'étaient plus nécessaires. Ce changement élimine un élément de soutien pour les obligations provinciales à échéance à 10 ans et moins. Par conséquent, nous nous attardons au rendement supérieur des obligations provinciales à long terme par rapport à leurs contreparties à 10 ans.

Le marché des obligations à rendement élevé a inscrit un rendement de +0,90 % au premier trimestre de 2021, surpassant la plupart des autres volets de titres à revenu fixe ayant été plus sévèrement touchés par le contexte de hausse des taux. La reprise économique qui semble vouloir s'instaurer continue de soutenir les valorisations que nous constatons à l'heure actuelle sur le marché des titres à rendement élevé.

Au cours du dernier trimestre, les bons du Trésor américain à 10 ans se sont hissés au-delà de 1 % pour la première fois depuis mars 2020, le taux passant de 0,92 % à 1,74 %. La hausse marquée des taux a été en grande partie stimulée par le rebond économique attendu en raison de la réouverture de l'économie, ainsi que par les attentes envers une hausse de l'inflation découlant des mesures de politique monétaire et budgétaire sans précédent. La hausse des taux a eu une incidence négative disproportionnée sur le segment de plus grande qualité noté BB de l'univers des titres à rendement élevé, avec des taux plus bas et, par conséquent, une protection moindre contre l'augmentation des taux, se traduisant par des rendements négatifs (-0,21 %) pour le trimestre. Les pertes du segment des titres notés BB ont été plus que contrebalancées par les gains dans le segment de moindre qualité, alors que le thème de la réouverture a soutenu le commerce du resserrement des écarts de crédit et entraîné des rendements des segments des titres notés B et CCC de respectivement +1,18 % et +5,2 %. Le marché des titres à rendement élevé génère maintenant un rendement à un creux record de 4,27 % en termes de plus bas rendement et de 4,92 % à l'échéance, mais l'écart de 336 par rapport aux bons du Trésor demeure attrayant dans le contexte actuel de bas taux d'intérêt. La qualité globale des émetteurs dans l'indice est plus élevée qu'à n'importe quel autre moment de l'histoire, avec une proportion record de 54 % de titres notés BB. Le marché primaire à rendement élevé a connu des nouvelles émissions record de 158,6 milliards \$ au premier trimestre de 2021, fournissant des liquidités et des occasions de refinancement pour les sociétés en prolongeant les échéances à des niveaux de rendement attrayants.

Les facteurs fondamentaux du crédit continuent de s'améliorer alors que l'économie se redresse progressivement grâce à la réouverture des entreprises et de la reprise des emplois, et le déploiement de vaccins devrait soutenir une croissance économique plus robuste et un important rebond au cours des 12 mois à venir. Les étoiles montantes ont été beaucoup plus nombreuses que les anges déchus au cours du trimestre, alors que plus de sociétés ont vu leur cote rehaussée dans la catégorie « qualité investissement » en raison de l'amélioration des facteurs fondamentaux, offrant des facteurs techniques solides sur le marché en raison de l'approvisionnement moins important d'obligations à rendement élevé en cours. Le contraste est marqué par rapport au nombre important d'anges déchus, étant passés de la catégorie « qualité investissement » à la catégorie « rendement élevé », que le marché a connu en 2020. Le taux de défaillance des titres à rendement élevé s'est hissé à un sommet de 6,5 % en 2020, soit bien en deçà du taux à deux chiffres typique vu dans des contextes récessionnistes. Le taux de défaillance se trouve déjà sur une trajectoire descendante, avec seulement cinq défaillances au premier trimestre de 2021 pour un total de 3,2 milliards \$, représentant le montant total de défaillances le moins élevé pour un trimestre depuis le troisième trimestre de 2018.

Dans ce contexte de faibles taux et avec presque 14 billions \$ d'obligations mondiales accusant un rendement négatif, nous décelons toujours de la valeur dans le marché des titres à rendement élevé. Nous sommes d'avis que l'écart de 336 points de base représente une protection appropriée par rapport aux taux des bons du Trésor ainsi qu'une occasion de toucher un rendement de détention attrayant dans ce contexte de taux peu élevés. Nous prévoyons une sélection des titres de créance prenant de plus en plus d'importance au cours de l'année ainsi qu'un accent plus marqué sur les bénéfices des sociétés et les facteurs fondamentaux, compte tenu des faibles niveaux record en vigueur sur le marché des titres notés CCC et dans certains secteurs cycliques. Compte tenu des incertitudes qui continuent de planer sur le marché à l'égard de l'efficacité des vaccins, du rythme de la reprise économique, de la taille des plans de relance budgétaire et d'infrastructures et de la possibilité que les taux des obligations d'État continuent de grimper, nous prévoyons assister à des niveaux plus élevés de volatilité dont nous espérons être en mesure de tirer parti dans nos mandats.

Il peut se passer beaucoup de choses en un an! L'année passée, nous nous sommes exprimés sur le grand délestage des prêts à effet de levier et sur la volatilité extrême depuis des chutes très marquées à la mi-mars jusqu'à des rebonds à la fin de mars et en avril. Une année plus tard, nous sommes revenus à des activités « normales » avec des premières émissions record et une volatilité relativement faible. Le marché des prêts à effet de levier a établi un record en matière de nouvelles émissions au premier trimestre de 2021, à 181 milliards \$, surpassant le record précédent de 171 milliards \$ du premier trimestre de 2017. Toutefois, les refinancements ont compté pour près de la moitié de ce record, se traduisant par un bond des remboursements anticipés de prêts et de nouvelle tarification représentant à peu près 20 % de tous les prêts en cours sur le marché pour le trimestre.

En termes de performance du marché, nous avons entamé le premier trimestre de 2021 avec le déploiement de programmes de vaccination à l'échelle mondiale, la poursuite des mesures de relance monétaire et budgétaire et des réouvertures d'économies à divers degrés. Les actions ont continué d'atteindre des records, et le crédit s'est bien comporté malgré le va-et-vient de la volatilité sur le marché des titres à rendement élevé. Les prêts à effet de levier ont inscrit un rendement de +1,78 % au premier trimestre, comparativement à 0,90 % pour les obligations à rendement élevé (BAML HY Master). Il s'agit d'un rendement plutôt solide comparativement aux obligations de qualité investissement, à -4,49 % (BAML HG Corp) et à -7,10 % pour les bons du Trésor américain à 10 ans. Nous remarquons que les rendements des prêts ont été de +1,19 % en janvier, de +0,59 % en février et de

0 % en mars. La vague d'ajustement des prix, jumelée aux premières émissions record, a contribué à la faiblesse du marché des prêts secondaires en mars. Néanmoins, le rendement total pour les 12 derniers mois a été de +20,71 %.

Le prix moyen des prêts était de 97,5 le 31 mars, en hausse de 1¼ point depuis le niveau du 31 décembre 2020, et également en hausse de ¾ de point par rapport aux niveaux antérieurs à la COVID (fin de l'année 2019). Toutefois, les prêts supérieurs à la valeur nominale en mars 2021 ne représentaient que 10,6 % du marché contre 12,5 % en décembre 2020 et 53 % en décembre 2019. Et les prêts dont valeur se situait entre 89 et la valeur nominale représentaient 71,6 % du marché en mars 2021, contre 61,6 % en décembre 2020. Le rendement à l'échéance était de 4,39 % le 31 mars 2021, avec un écart de 414 supérieur au LIBOR, comparativement à un rendement à l'échéance de 10,09 % et un écart de 818 pb en mars 2020.

Le rendement à l'échéance était de 4,39 % le 31 mars 2021, avec un écart de 414 pb par rapport au LIBOR, comparativement à un rendement à l'échéance de 10,09 % et 818 pb. Les prêts notés BBB ont inscrit un rendement total de +0,70 % au premier trimestre (et de -0,17 % en mars). Les prêts notés BB ont affiché un rendement total de +0,8 % au premier trimestre et de -0,27 % en mars. Les prêts notés CCC, toutefois, ont eu un rendement supérieur et leur rendement total a été de +6,3 % au premier trimestre, et de +0,83 % en mars, reflétant la recherche des investisseurs pour des possibilités de hausse des prix et l'accent mis par les gestionnaires sur les prêts dégagant un rendement. Il convient de noter que les prêts notés CCC sont en hausse depuis maintenant 12 mois consécutifs, offrant un rendement total de 44 % au cours des 12 derniers mois. Une autre indication de la recherche de rendement par le marché est le rendement total des prêts de second rang, ayant dégagé +5,1 % au premier trimestre, et +1,45 % en mars.

Les flux de détail entrants dans la catégorie d'actif des prêts ont finalement été positifs, reflétant les craintes des investisseurs à l'égard de la hausse des taux du marché. À l'exception des modestes flux sortants (10 millions \$) de la première semaine de l'année, les flux ont été positifs pendant les 15 semaines suivantes d'affilée, totalisant un montant net de 10 milliards \$ au premier trimestre. À titre de rappel, un énorme montant de 19 milliards \$ a été retiré de la catégorie d'actif en 2020, en plus des 28 milliards \$ de flux sortants en 2019. Avec de nouveaux CLOS américains d'une valeur de 40 milliards \$ US au premier trimestre de 2021, le marché des CLO a connu son meilleur premier trimestre depuis la crise financière de 2008, stimulé par une combinaison de robustes émissions primaires de prêts à effet de levier, de la chute des coûts liés aux émissions, de la valeur relative attrayante de l'arbitrage de groupes de créance, et de la nouvelle offre de gestionnaires chevronnés et de moindre importance après une année 2020 difficile.

La cannibalisation de nouvelles émissions depuis des prêts en obligations à rendement élevé a constitué un thème dominant au milieu de 2020 (pendant le deuxième trimestre et une bonne partie du troisième). Des douzaines d'emprunteurs avaient opté pour émettre des titres de créance sous la forme de billets garantis de premier rang pour tirer parti de coupons à des creux record sur le marché à rendement élevé et boudant un marché des prêts primaire qui ne s'est pas dénoué avant le troisième trimestre. Par conséquent, le marché à rendement élevé a connu des volumes record d'émissions alors que les emprunteurs ont réuni des capitaux afin de rehausser leurs liquidités. Les activités d'émission très robustes dans le marché des titres à rendement élevé se sont poursuivies au premier trimestre de 2021, mais pas au détriment du marché des prêts. Le marché des prêts a dans les faits connu une croissance à un record de 1,208 billions \$ US à la fin de mars 2021, comparativement à 1,557 billions \$ US pour le marché des titres à rendement élevé.

Enfin, en mars, il était attendu que le taux de défaillance sur 12 mois des prêts atteigne les deux chiffres à la fin de l'année. Cela ne s'est évidemment pas produit. Des liquidités abondantes sur le marché, le soutien gouvernemental, la tolérance des entreprises et les initiatives de baisse des coûts, entre autres éléments, ont tous joué un rôle hautement crucial pour garder de nombreux emprunteurs en vie sans avoir à reconstituer leur structure du capital. Le taux de défaillance sur 12 mois des prêts s'est maintenu à 3,15 % en mars 2021, en baisse depuis 3,83 % en décembre 2020. Et le pourcentage des prêts notés CCC a chuté à 8,3 % en mars 2021, depuis 8,5 % en décembre 2020. Une meilleure évaluation du risque de marché est le pourcentage des prêts qui se négocient sous la barre de 80 (qui est habituellement le seuil des prêts en difficulté); ces prêts ont chuté à 1,1 % du marché, en baisse depuis 2,2 % en décembre 2020 et 24,3 % en mars 2020. En fait, seuls 3,8 % des prêts se sont négociés en deçà de 90 en mars 2021, comparativement à 63 % en mars 2020.

En général, nous demeurons optimistes à l'égard du crédit en 2021. Avec le déploiement des vaccins pleinement en vigueur à l'échelle mondiale, jumelé aux mesures de relance audacieuses et décisives de la Fed et des gouvernements pour un avenir prévisible, nous prévoyons que le deuxième trimestre, et particulièrement le mois d'avril, offrira des rendements supérieurs à la moyenne sur le marché des prêts. Avec un rendement total des prêts à +3,1 % en 2020, une année de rendement inférieur à celui

de la rétention, et de +1,78 % au premier trimestre de 2021, nous prévoyons une meilleure reprise des prix des prêts pendant la deuxième moitié de 2021 et des rendements totaux supérieurs au taux de détention pour l'ensemble de 2021.

Comme nous l'avons déclaré dans notre dernier commentaire trimestriel, nous devons réitérer que le « fruit le plus mûr » du marché des prêts a été cueilli. Pour être juste, cela devrait également être dit au sujet de plusieurs autres catégories d'actif comme les actions et les obligations à rendement élevé. Néanmoins, nous sommes d'avis qu'il y a encore de la valeur sur le marché des prêts à effet de levier, particulièrement par rapport à d'autres catégories d'actif, pour les raisons mentionnées plus haut. Nous prévoyons que l'importance de la sélection de titres grandira pendant le reste de 2021, alors que les investisseurs se détourneront de l'achat de bêta du marché pour mettre un accent plus prononcé sur les bénéfiques et les facteurs fondamentaux des entreprises – nous sommes toujours d'avis que les prêts du marché intermédiaire inscriront un rendement supérieur, comme ils l'ont fait en 2020.

La vaccination contre la COVID-19 est l'élément qui est le plus important en 2021. Il est trop tôt pour le dire, mais le monde est à l'affût. Après la vaccination contre la COVID figure un accent plus prononcé sur les mesures de relance budgétaire des É.-U. parallèlement à une politique monétaire soutenue et très conciliante. Ce contexte macroéconomique devrait être favorable pour le crédit, particulièrement pour les prêts à effet de levier.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent au rendement annuel composé historique total au 31 mars 2021 et tiennent compte des variations de la valeur unitaire et du réinvestissement de tous les dividendes ou de toutes les distributions, exclusion faite des frais d'acquisition, frais de rachat, frais de distribution, autres frais accessoires ou impôts sur le revenu payables par tout porteur de titres et qui auraient réduit le rendement. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice. Dans la mesure où le fonds a recours à une couverture de risque de change, le rendement des actions est exprimé dans la devise du pays étranger et la couverture procurera au fonds des rendements qui correspondent approximativement à ceux obtenus par un investisseur à l'étranger qui effectue des placements dans sa devise locale.

Ce document renferme des renseignements prospectifs reposant sur des prédictions pour l'avenir au 31 mars 2021. Corporation Financière Mackenzie ne mettra pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements survenus après cette date. Les risques et incertitudes peuvent souvent amener les résultats réels à différer de manière importante des renseignements prospectifs ou des attentes. Parmi ces risques, notons entre autres des changements ou la volatilité dans les conditions économiques et politiques, les marchés des valeurs mobilières, les taux d'intérêt et de change, la concurrence, les marchés boursiers, la technologie, la loi ou lorsque des événements catastrophiques surviennent. Ne vous fiez pas indûment aux renseignements prospectifs. Par ailleurs, toute déclaration à l'égard de sociétés ne constitue pas une promotion ou une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.

Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

Le taux de rendement est utilisé uniquement pour illustrer les effets du taux de croissance composé et n'est pas une indication des valeurs futures du fonds communs de placement ou du rendement du capital investi dans le fonds commun de placement.

Le 30 avril 2014, le fonds a modifié son mandat : auparavant chargé d'investir principalement dans les titres d'autres fonds communs qui investissent dans des actions des titres à revenu fixe et des fiducies de revenu canadiens et étrangers, il investira désormais principalement dans des titres à revenu fixe et/ou des actions axées sur le revenu d'émetteurs de partout dans le monde. Les rendements antérieurs avant cette date ont été obtenus en vertu des objectifs précédents.