

## SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Malgré toute l'incertitude de début d'année causé entre autres par la forte inflation, les hausses de taux d'intérêt, les tensions géopolitiques, le ralentissement économique et les faillites bancaires aux États-Unis, le thème boursier de l'année 2023 aura été l'intelligence artificielle. C'est donc sans surprise que les indices boursiers à forte concentration technologiques comme le S&P 500 et le NASDAQ auront connu les meilleurs gains. Ainsi, il aura été question des « Magnificent 7 » Apple, Amazon, Alphabet, Meta Platforms, Microsoft, Nvidia et Tesla. À elle seule, ces sept entreprises ont généré un rendement de 71 % et leur valorisation boursière est tellement élevée qu'elle dépasse presque la valorisation combinée de tout le marché boursier canadien, chinois, français, japonais et britannique.

L'année 2023 se termine donc avec un rendement de 11,8 % pour la bourse canadienne et de 26,3 % pour l'indice S&P 500 de la bourse

américaine. Sans surprise, la surperformance du marché boursier américain versus canadien s'explique par sa surpondération dans les entreprises technologiques. À lui seul, ce secteur a livré un rendement annuel de 57,8 %. De plus, les performances annuelles ont également été positives pour les principaux indices boursiers européens ; 3,8 % pour le FTSE 100 (Royaume-Uni), 16,5 % pour le CAC 40 (France) et 20,3 % pour le DAX 30 (Allemagne). À l'opposé, le marché boursier chinois continue de s'enliser en enregistrant un autre rendement négatif de 3,7 %.

En début d'année, nous avons mentionné qu'en 2023, il faudrait surveiller les bénéfices des entreprises, lesquels dans un contexte de ralentissement économique pourraient être vulnérables. C'est ce qui s'est produit alors que la croissance des marchés boursiers provient essentiellement de l'expansion des multiples d'évaluation et non des bénéfices.

Actuellement, le consensus des analystes pour 2024 prévoit toujours un rebond des bénéfices, bien que nous sommes encore dans un contexte de ralentissement et de stagnation économique. Advenant qu'une récession devait se matérialiser, les estimations actuelles sont probablement trop optimistes et elles risquent de subir une révision à la baisse qui pourrait être une source de volatilité sur les marchés boursiers.

Finalement, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a réalisé un rendement positif de 6,7 %, à la suite des baisses de taux observées en novembre et décembre. Concernant le marché obligataire, les titres à revenu fixe sont à nouveau une classe d'actifs intéressante suite aux hausses de taux.

- L'évènement boursier de 2023 a été l'intelligence artificielle, et ce, malgré toute l'incertitude causée par la forte inflation, les hausses de taux d'intérêt, les tensions géopolitiques, le ralentissement économique et les faillites bancaires aux États-Unis
- La croissance des marchés boursiers provient essentiellement de l'expansion des multiples d'évaluation et non des bénéfices. Le consensus pour 2024 prévoit toujours un rebond des bénéfices, alors que nous sommes dans un contexte de ralentissement/stagnation économique
- La forte croissance de la population canadienne cache la morosité de notre économie, alors que l'économie américaine affiche une croissance supérieure à son potentiel grâce à l'impressionnante consommation des ménages
- Plus l'année avançait, plus le ton des banques centrales s'est adouci ; La Fed anticipe trois baisses de taux en 2024
- Les prochaines décisions des banques centrales continueront d'avoir des répercussions très importantes sur la croissance économique mondiale et sur les marchés financiers. L'assouplissement en vue des politiques monétaires pourrait aider la situation financière de la population et des gouvernements

Rapportons-nous au début 2023, le resserrement agressif des politiques monétaires avait créé une inquiétude omniprésente sur les marchés financiers et les prévisionnistes s'attendaient à des récessions au cours de l'année. Contre toute attente, l'économie canadienne a évité une récession technique à la mi-année grâce à l'immigration record que nous enregistrons actuellement. L'hiver 2023 s'annonçait catastrophique en Europe avec les problèmes d'approvisionnement en pétrole dû à la guerre Russie-Ukraine. Finalement, un hiver moins rude aura permis d'éviter une récession en début d'année. Toutefois, comme au Canada, les pays européens affichent de plus en plus de signes de morosité économique. Chez nos voisins du sud, l'économie a affiché une croissance supérieure à son potentiel grâce à l'impressionnante consommation des ménages.

Malgré une réaccélération de l'inflation au cours de l'été et bien qu'elle demeure toujours légèrement supérieure à la cible, il faut admettre que les progrès ont été très importants au cours de l'année ; la baisse des prix de l'énergie est l'un des principaux contributeurs, alors que l'inflation de base liée aux services est plus tenace. Les hausses de taux ont également fait leur travail ; le plein effet des hausses de taux ne s'est pas encore fait ressentir et les investisseurs sont en droit de se demander si les banques centrales ont été trop agressives. D'ailleurs, plus l'année avançait, plus le ton des banques centrales s'est adouci. Lors de la dernière réunion de décembre, les prévisions de la Réserve Fédérale américaine démontrent qu'elle s'attend désormais à trois baisses de taux en 2024. Il y a toujours des chances d'assister à un nouveau choc inflationniste tel qu'observé dans les années 1970, mais la situation de plus en plus précaire des consommateurs et la croissance de l'emploi qui ralentit diminuent un tel risque.

Pour 2024, est-il possible d'éviter une fois de plus les récessions annoncées il y a plus d'un an maintenant ? D'un côté, les prévisionnistes sont de plus en plus frileux à parler de récession pour 2024 étant donné leur récent échec. Le sujet de l'heure est plutôt un atterrissage en douceur, particulièrement en ce qui concerne

l'économie américaine. En d'autres mots, cela signifie que les États-Unis pourraient éviter une récession ; les hausses de taux d'intérêt auraient été bien calibrées pour permettre la situation parfaite où l'inflation revient à sa cible de 2% et où l'économie ralentit sans toutefois se contracter. Or, historiquement ce n'est pas une situation qui se produit et cela demeure très idéaliste. Nous préférons nous concentrer sur les évidences que nous observons actuellement.

Il est indéniable que l'économie canadienne est actuellement en ralentissement. La croissance s'est avérée plus faible chaque trimestre et elle s'est contractée de 1,1% au troisième trimestre. Le taux de chômage a augmenté au cours de l'année ; l'économie canadienne ne réussit pas à créer assez d'emploi pour soutenir la croissance de la population active. Lors de sa dernière réunion de décembre, la Banque du Canada a reconnu que les taux d'intérêt ralentissaient la consommation des ménages canadiens et la croissance économique. Ainsi, 2024 devrait demeurer difficile pour les ménages canadiens s'il n'y a pas de baisse de taux. La situation est particulièrement difficile pour les personnes qui ont une hypothèque. Selon les données disponibles, environ 50% des personnes détenant une hypothèque ont déjà ressenti les effets des hausses de taux d'intérêt ; soit parce qu'ils ont renouvelé leur prêt à un taux plus élevé, soit parce qu'ils avaient une hypothèque à taux variable. Il reste donc une portion de 50% qui subiront les effets de ces hausses en 2024 et 2025 lors de leur renouvellement. Sans une baisse importante des taux, la consommation des ménages continuera de ralentir et de peser sur la croissance économique.

Aux États-Unis, il faut reconnaître que l'économie américaine est probablement la plus résiliente jusqu'ici. Quelques facteurs ont été négligés en début d'année et expliquent bien la croissance au-delà des attentes. Premièrement, nous l'avons souvent mentionné, l'économie américaine est mieux diversifiée et moins sensible aux taux d'intérêt. Deuxièmement, l'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie a été sous-estimée et les Américains ont soutenu leurs dépenses avec cette épargne et en diminuant leur taux d'épargne. Finalement,

d'importantes mesures budgétaires ont été données par l'administration Biden pour soutenir l'économie. Comme pour le Canada, de plus en plus de doute s'installe autour de la capacité du consommateur américain de soutenir le même rythme de dépense en 2024. La vigueur de la consommation aurait été plus saine financièrement si elle avait été soutenue par une augmentation du revenu disponible plutôt que par de l'épargne excédentaire et une baisse du taux d'épargne. Les taux de délinquance en hausse sur les prêts personnels, les prêts automobiles et les cartes de crédit laissent à penser que les Américains ont peut-être dépensé au-dessus de leur budget.

À la lumière de ces explications, il ne fait aucun doute que les prochaines décisions des banques centrales continueront d'avoir des répercussions très importantes sur la croissance économique mondiale et sur les marchés financiers. D'ailleurs, en dépit des points négatifs mentionnés auparavant, l'assouplissement en vue des politiques monétaires a fait diminuer les taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe et cela pourrait aider la situation financière de la population et des gouvernements. Malgré l'effet négatif des hausses de taux sur l'endettement, les obligations offrent à nouveau des rendements intéressants pour les investisseurs. Les niveaux des taux d'intérêt procurent une belle protection en cas de forte volatilité sur les marchés boursiers. Il devient donc de plus en plus intéressant pour un portefeuille équilibré de détenir des obligations.

La baisse des taux observée en novembre et décembre aura finalement permis au marché obligataire canadien d'afficher un rendement positif en 2023 de 6,7%, après une baisse de -11,7% en 2022 et -2,5% en 2021. Une fois de plus cette année, nos trois fonds d'obligations auront réussi à créer une valeur ajoutée par rapport à leur indice de référence.

---

### **Bobby Bureau, MBA, CIM<sup>®</sup>**

Gestionnaire principal, Revenu fixe

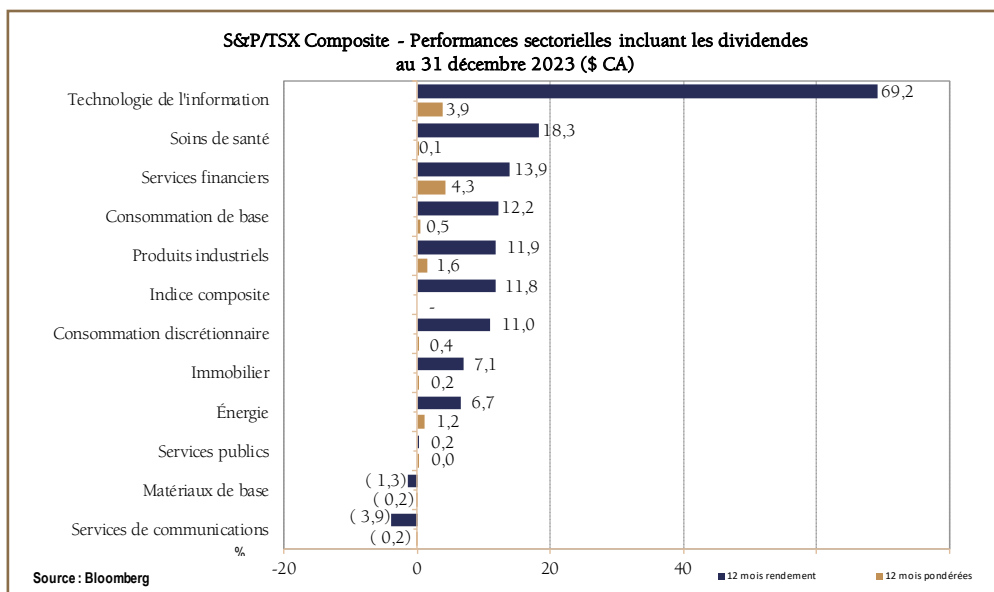
Gestionnaire de portefeuille

## ACTIONS CANADIENNES

Malgré un début d'année difficile, frappé par les hausses de taux d'intérêt qui affecte disproportionnellement le secteur financier, névralgique au Canada, et avec une moins grande présence dans le secteur technologique, l'indice canadien S&P/TSX a tout de même terminé l'année en hausse de 11,8 %. En fait, avant la forte hausse débutant à la fin octobre, le marché canadien avait atteint son plus bas niveau de l'année, étant essentiellement à un rendement nul à ce moment pour l'année. La remontée rapide des deux derniers mois, devant la fin du cycle haussier des taux d'intérêt, a permis à l'indice de conclure l'année 2023 près de son sommet. Le secteur financier ainsi que les titres liés aux taux d'intérêt, tel que ceux dans les services publics et immobiliers, ont fortement rebondi dans cette période. Le secteur technologique dans le S&P/TSX, mené par Shopify et Constellation Software, a continué sa surperformance dans le quatrième trimestre, terminant 2023 en hausse de 69 %.

Notre fonds en actions canadiennes termina l'année 2023 légèrement au-dessus de l'indice canadien. Notre surpondération dans Brookfield Corp et Intact au détriment des titres bancaires, ainsi que nos positions dans le secteur des produits industriels, notamment Stantec (+65 % pour l'année), ont contrebalancé la surperformance du secteur technologique dans l'indice canadien et la chute de First Quantum. Notre surpondération dans Constellation Software (+59 %), un consolidateur de fournisseurs de logiciels dans plusieurs différents vecteurs ainsi que dans Open Text (+42 %), un fournisseur de logiciels de gestion des données qui a montré une belle progression depuis son acquisition de Micro Focus conclue en 2022, ont contribué fortement au rendement pour l'année.

Au cours du quatrième trimestre, nous avons introduit trois nouveaux titres dans le portefeuille : WSP Global, un leader mondial dans le secteur de l'ingénierie-conseil, qui profitera de la forte demande pour les projets en infrastructure partout dans le monde et de la consolidation qui continue dans l'industrie. Groupe CGI, un chef de file dans l'impartition et conseil informatiques, qui pourra accompagner ses clients qui devront continuer à investir dans la numérisation, la cybersécurité et l'intelligence artificielle. Dream Industrial REIT, qui a souffert pendant l'année de la hausse des



taux d'intérêt, mais qui continue d'opérer dans un marché fort pour l'immobilier industriel et qui profitera non seulement de sa taille pour mener à terme ses projets de croissance, mais aussi d'un ajustement graduel à la hausse de ses loyers dans les prochaines années, pour les amener au niveau des prix du marché.

Le rendement de notre fonds en actions canadiennes est au-dessus de l'indice canadien sur toutes les périodes (un, trois, cinq et dix ans), avec notre style de gestion fondamental qui permet de passer à travers tous les différents cycles des marchés boursiers.

Les titres de plus petites capitalisations ont rebondi lors du dernier trimestre de 2023, après avoir été délaissés en cours d'année, avec les investisseurs qui se concentraient sur les titres de grandes capitalisations devant l'incertitude économique causée par les hausses consécutives des taux d'intérêt. Notre fonds, lancé en 2021 et qui suit la même philosophie de gestion fondamentale que notre fonds en actions canadiennes, mais dans un univers de titres de capitalisations boursières de moins de 6\$ milliards, continue de devancer l'indice canadien de petites capitalisations. En fait, depuis son lancement en juin 2021, le rendement brut du fonds de petites capitalisations Eterna devance même celui de l'indice S&P/TSX par 1,5 % annualisé, aidé par un choix de titres judicieux et par des privatisations de plusieurs entreprises en portefeuille pendant la période.

La stratégie en actions québécoises continue de montrer des performances au-dessus de celles des comparables en actions canadiennes. Pour une 11e année sur les 14 dernières, le rendement de la stratégie en actions québécoises Eterna a surperformé l'indice S&P/TSX. Avec une répartition sectorielle moins axée sur le secteur financier et avec aucune présence dans le secteur énergie traditionnel, le fonds Québec a bénéficié de fortes performances des titres en consommation et en produits industriels. Notamment, les titres de Stella-Jones (+61 % dans l'année), Groupe CGI (+22 %), Dollarama (+21 %) et WSP Global (+19 %) ont rapporté des résultats en croissance avec une excellente exécution opérationnelle, étant fidèles à la stratégie exposée aux investisseurs.

Pour l'année 2024, tout en continuant de suivre notre philosophie d'investissement fondamental, nous croyons que la force du marché de l'emploi combinée avec le ralentissement de la croissance de l'inflation et la fin du cycle de hausses de taux pourraient supporter les marchés boursiers, particulièrement les secteurs hors technologie qui montrent des mesures d'évaluation plus raisonnables que les méga-cap américaines.

**Philippe Côté**

Vice-président et gestionnaire de portefeuilles

**Mickaël Carrier**

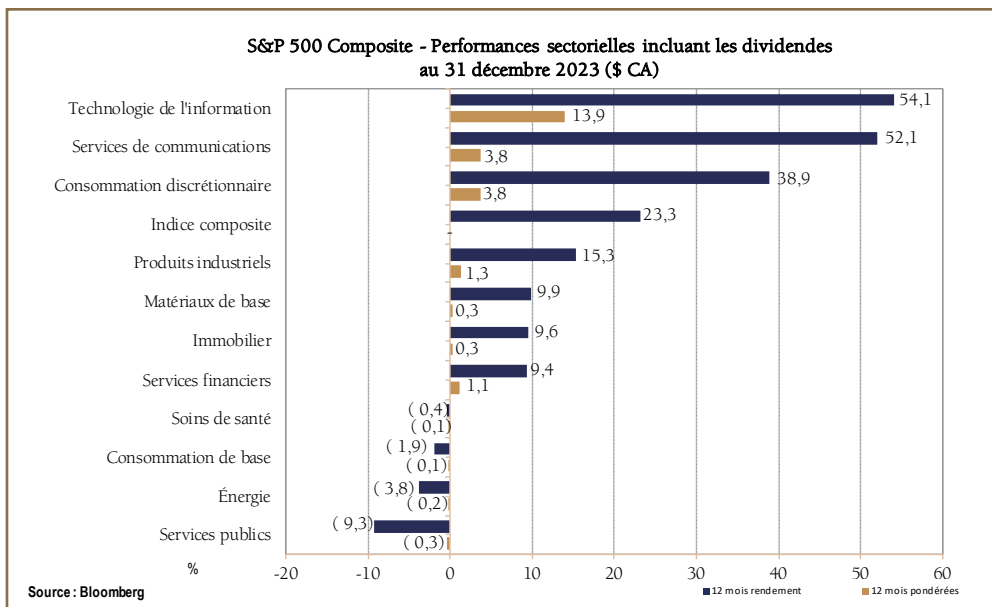
Analyste, actions

## ACTIONS MONDIALES & INTERNATIONALES

La performance des actions mondiales au cours du dernier trimestre a été remarquable, affichant une robustesse exceptionnelle, avec des hausses variant entre 7 % pour les actions internationales et 9 % pour les actions américaines, malgré les défis persistants. Les marchés ont été portés par une conjoncture économique favorable marquée par l'inflation en baisse soutenue par des banques centrales plus souples à l'égard des hausses de prix.

Durant l'année, les principaux indices boursiers mondiaux ont enregistré des gains significatifs, entre 15,4 % pour les actions internationales et 23,2 % pour les actions américaines reflétant un souffle d'optimisme lié à l'intelligence artificielle. Le secteur technologique s'est fortement démarqué, propulsant la croissance des actions. Les entreprises innovantes en intelligence artificielle ont particulièrement prospéré.

Nos stratégies en actions américaines, internationales et mondiales ont obtenu des rendements positifs pour le trimestre et pour l'année, mais bien en deçà des indices puisque nous n'avions pas une exposition suffisante à l'intelligence artificielle et une exposition trop importante aux énergies renouvelables et leurs infrastructures. Au cours des trois derniers mois, Intel et Microsoft et les titres liés à l'efficacité énergétique comme Schneider Electrique, la Compagnie de Saint-Gobain et Comfort Systems ont contribué positivement à la performance des stratégies.



Durant le trimestre, nous avons initié une position dans Alstom, le constructeur de train dont le titre a baissé de près de 50 % durant l'année malgré un carnet de commandes bien rempli. Nous avons éliminé la position dans Brambles, un spécialiste de la gestion des palettes dans le transport international, après que le titre ait surpassé notre prix cible.

En conclusion, la performance des actions a été exceptionnelle en 2023, portée par un optimisme surprenant. Cependant, la vigilance reste de mise face aux risques potentiels qui pourraient influencer la trajectoire des marchés

dans les mois à venir, particulièrement au niveau de la consommation discrétionnaire. Les portefeuilles sont positionnés pour bénéficier d'un ralentissement de la consommation par rapport aux secteurs manufacturiers. Contrairement à 2023, nous avons confiance que notre positionnement actuel nous favorisera en 2024.

### Commentaire par :

Nordis Capital, nouveau gestionnaire des fonds mondial, international et américain depuis novembre 2022

## STATISTIQUES AU 31 DÉCEMBRE 2023

### CANADA

Chômage (Novembre)	5,8 %	↑
I.P.C. (Novembre)	3,1 %	-
Billet Trésor 3 mois	5,04 %	↑
Obligation 5 ans	3,18 %	↓
Obligation 10 ans	3,11 %	↓
S&P/TSX	20 958	↑

### ÉTATS-UNIS

Chômage (Novembre)	3,7 %	↓
I.P.C. (Novembre)	3,1 %	↓
Billet Trésor 3 mois	5,33 %	↓
Obligation 5 ans	3,85 %	↓
Obligation 10 ans	3,88 %	↓
Dow Jones - Industrielles	37 690	↑
S&P 500	4 770	↑

### DEVICES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,76	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,10	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	141,04	↑

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 DÉCEMBRE 2023

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,28 %	2,52 %	4,71 %	2,22 %	1,83 %
<b>OBLIGATIONS</b>					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	8,27 %	4,08 %	6,69 %	-2,80 %	1,30 %
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	4,11 %	3,98 %	5,02 %	-0,06 %	1,62 %
Indice adapté gestion privée Eterna <sup>1</sup>	5,76 %	4,09 %	5,50 %	-1,02 %	1,60 %
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	8,26 %	4,20 %	6,13 %	-2,51 %	1,52 %
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	14,82 %	3,91 %	9,51 %	-6,47 %	0,63 %
<b>INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS</b>					
Canada - S&P/TSX Composite	8,10 %	5,72 %	11,75 %	9,59 %	11,30 %
États-Unis - S&P 500	8,90 %	7,86 %	23,27 %	11,25 %	14,97 %
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	10,27 %	10,53 %	13,41 %	10,62 %	11,78 %
<b>INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX</b>					
Royaume-Uni - FTSE-100	4,31 %	4,76 %	11,15 %	8,98 %	6,16 %
France - CAC-40	7,82 %	3,13 %	17,49 %	8,35 %	8,35 %
Allemagne - DAX	11,03 %	4,95 %	21,31 %	4,38 %	8,24 %
Japon - Nikkei-225	8,65 %	3,16 %	16,44 %	-2,58 %	4,89 %
Hong Kong - Hang Seng	-6,43 %	-9,73 %	-15,97 %	-13,70 %	-8,51 %
Australie - S&P/ASX 200	11,43 %	7,82 %	5,52 %	1,93 %	4,81 %
<b>DEVICES</b>					
\$ CAN versus \$ É.-U.	-2,46 %	0,01 %	-2,29 %	1,34 %	-0,58 %

\* 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