

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre de 2023, les marchés financiers en général ont continué d'offrir des rendements positifs pour les investisseurs malgré les embûches qui se sont présentées depuis le début de l'année : politique monétaire restrictive, forte inflation, baisse des profits des entreprises, crise/faillites bancaires, problème du plafond de la dette américaine et ralentissement de l'économie mondiale.

La performance la plus impressionnante pour ce trimestre provient du secteur technologique américain. En effet, l'indice NASDAQ a généré un rendement de 12,8 % sur la période et 31,7 % depuis le début de l'année. De son côté, l'indice S&P 500 a enregistré un rendement de 8,7 % au deuxième trimestre et de 16,9 % au premier semestre de 2023. Comme mentionné précédemment dans nos lettres mensuelles, aux États-Unis, la croissance est fortement concentrée dans le secteur technologique ; la stabilisation des taux d'intérêt long terme et l'attrait des investisseurs pour l'intelligence artificielle expliquent ce fort rebond boursier. Ainsi, la hausse est presque entièrement attribuable aux entreprises suivantes : Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta et Nvidia.

Au Canada, l'indice S&P/TSX, qui est moins concentré au niveau du secteur des

technologies, n'a pas été en mesure de profiter de l'engouement observé aux États-Unis ; la baisse des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que les moins bons résultats des banques canadiennes ont plutôt attiré l'attention inverse. Au second trimestre, le S&P/TSX a donc réalisé un rendement de 1,1 %, mais l'indice demeure positif pour l'année à date avec un rendement de 5,7 %.

À l'international, les marchés boursiers européens avaient connu un fort rebond à la fin de 2022 et lors des trois premiers mois de 2023. Or, ce rebond s'est calmé au deuxième trimestre. Bien que les données économiques étaient encourageantes grâce à un hiver moins rude, la zone euro est tout de même entrée en récession technique au deuxième trimestre. Ainsi, l'indice DAX 30 allemand a progressé de 3,3 %, l'indice CAC 40 français de 1,1 % et l'indice FTSE 100 du Royaume-Uni de -1,3 % au cours de la période.

Au niveau du marché obligataire, les taux d'intérêt ont augmenté au cours des derniers mois, les banques centrales ayant à nouveau adopté un ton plus dur. Avec des pressions inflationnistes qui demeurent fortes et un marché du travail vigoureux, la Banque du Canada a mis fin à sa pause, alors que la Réserve fédérale américaine continue d'envisager un

taux final plus élevé. De ce fait, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a procuré un rendement négatif de -0,7 % au deuxième trimestre, mais la performance demeure positive depuis le début de l'année à 2,5 %. Dans le marché obligataire canadien, il y a seulement le segment long de la courbe qui a réalisé un rendement positif grâce à la diminution des écarts de crédit. D'ailleurs, nous observons de plus en plus de risque au niveau des écarts de crédit ; ceux-ci continuent de diminuer malgré le ralentissement économique et la croissance de moins en moins forte des profits.

Dans cet environnement de forte volatilité, les obligations à court terme et le marché monétaire demeurent très intéressants étant donné les taux qui sont offerts. Nous demeurons défensifs dans nos investissements, en investissant graduellement les nouveaux apports lorsque des occasions intéressantes se présentent sur les marchés boursiers. Nous demeurons confiants que cette incertitude économique à court terme est en quelque sorte un passage obligé pour ramener l'inflation à la cible et ainsi consolider les bases pour une saine croissance à moyen terme.

- Les marchés financiers continuent d'offrir des rendements positifs malgré les embûches qui se sont présentées depuis le début de l'année ; politique monétaire restrictive, forte inflation, baisse des profits des entreprises, crise/faillites bancaires, problème du plafond de la dette américaine et ralentissement de l'économie mondiale.
- Parmi les principaux facteurs qui expliquent la résilience économique, notons un marché du travail toujours fort et des dépenses de consommation surprenantes stimulées par l'épargne excédentaire accumulée lors de la pandémie. Au Canada, l'immigration demeure également très forte.
- Aux États-Unis, la croissance boursière est fortement concentrée dans le secteur technologique ; la stabilisation des taux d'intérêt long terme et l'attrait des investisseurs pour l'intelligence artificielle expliquent ce fort rebond boursier.
- Les banques centrales ont à nouveau adopté un ton plus dur ; avec des pressions inflationnistes qui demeurent fortes et un marché du travail vigoureux, la Banque du Canada a mis fin à sa pause, alors que la Réserve fédérale américaine continue d'envisager un taux final plus élevé.
- Cette incertitude économique à court terme est en quelque sorte un passage obligé pour ramener l'inflation à la cible et ainsi consolider les bases pour une saine croissance à moyen terme.

L'économie mondiale continue de faire preuve de résilience, ce qui a poussé les prévisionnistes à revoir à la hausse leurs prévisions de croissance pour cette année et à repousser la possibilité d'une récession en 2024. Parmi les principaux facteurs qui expliquent cette résilience, notons un marché du travail toujours fort et des dépenses de consommation surprenantes stimulées par l'épargne excédentaire accumulée lors de la pandémie. À ces facteurs, au Canada, nous pourrions également rajouter la forte croissance démographique provenant de l'immigration. Une autre constatation positive pour l'économie est l'assouplissement des chaînes d'approvisionnement, où il est maintenant clair que les problèmes créés lors de la pandémie sont maintenant derrière nous.

Or, malgré ces points positifs, de plus en plus de poches de faiblesses apparaissent dans l'économie et notre message ne change pas; le resserrement rapide et élevé des politiques monétaires de la part des banques centrales continuera de ralentir l'économie, et le plein effet de ces hausses de taux se fera sentir à partir de cet automne, soit 18 mois après l'annonce d'une première hausse de taux en mars 2022.

Au sujet de l'économie canadienne, la Banque du Canada a surpris les investisseurs le 7 juin dernier en annonçant la fin de sa pause dans la hausse des taux d'intérêt et en augmentant le taux directeur à 4,75 %, soit le taux le plus élevé depuis 2001. Comme mentionné auparavant, il est vrai que l'économie se montre plus forte que les anticipations initiales de la Banque du Canada, mais nous croyons qu'elle a fait preuve d'impatience en relevant son taux directeur dès juin. Pour justifier sa décision, la Banque du Canada a énuméré certaines données économiques qui, selon elle, posent un risque pour rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande et assurer un retour durable à la cible d'inflation de 2 %.

Premièrement, selon elle, l'inflation diminue principalement à cause des prix de l'énergie, mais l'inflation de base demeure trop persistante. En effet, l'inflation de base ralentit moins rapidement; toutefois, nous avons à maintes reprises mentionné dans nos lettres mensuelles que c'est l'inflation liée aux services qui demeure ancrée et qu'historiquement pour voir cette composante ralentir fortement, il faut une récession.

Deuxièmement, dans le communiqué de juin, elle réitère ses prévisions d'inflation à 3 % pour cet été, prévisions qui en janvier justifiaient une pause dans la hausse des

taux. Également, en avril dernier, elle avait mentionné qu'elle ne voyait pas l'inflation redescendre à 2 % avant la fin 2024; ce qui était logique, laissant du temps à la politique monétaire de faire effet et à l'économie pour continuer son ralentissement.

Ainsi, il est probable que la faible réaccélération de l'inflation en avril a fait craindre une nouvelle vague d'inflation à la hausse. Cependant, les données publiées le 27 juin sont très encourageantes, alors que l'inflation annuelle a baissé de 1 % année sur année pour se chiffrer à 3,36 %. L'inflation de juin devrait à nouveau démontrer une décélération et nous devrions être très près de la cible de 3 % qui avait été fixée pour cet été. Donnée intéressante dans l'inflation de mai, le coût des intérêts hypothécaires a augmenté de 29,9 %; c'est le principal contributeur à la hausse d'une année sur l'autre. C'est en quelque sorte un cercle vicieux, car la Banque du Canada augmente ses taux pour baisser l'inflation, mais chaque hausse de taux supplémentaire augmente le coût des intérêts hypothécaires, ce qui augmente l'inflation.

Troisièmement, la Banque du Canada mentionne que la progression de la consommation est étonnamment forte et généralisée. Or, environ 50 % de la croissance de la consommation au premier trimestre provient des services, l'un des derniers secteurs où l'on observe des baisses lors d'un ralentissement économique. Il est également important de savoir qu'environ le tiers de la consommation des ménages provient des biens durables, lesquels ont enregistré une croissance de 14 % au premier trimestre. La consommation ne devrait donc pas représenter une surprise si grande, alors que dès janvier nous mentionnions, qu'en autres, les ventes automobiles avaient été très fortes; l'assouplissement des chaînes d'approvisionnement avait permis la livraison de plusieurs véhicules achetés lors de la pandémie. La forte immigration est également un facteur supplémentaire stimulant la consommation. De plus, si nous analysons les ventes au détail réelles, nous pouvons observer qu'elles stagnent depuis plusieurs mois, phénomène observable avant le début d'une récession. De plus, dans son communiqué d'avril, la Banque du Canada mentionnait que « la consommation devrait se modérer cette année, à mesure que davantage de ménages renouvelleront leur prêt hypothécaire à des taux plus élevés et que la politique monétaire restrictive se répercutera sur l'économie dans son ensemble ». En 2022, ce sont principalement les hypothèques à taux variable qui ont

été touchées par la hausse des taux, mais les deux tiers des hypothèques restantes à taux fixes seront impactés par la hausse des taux en 2024, 2025 et 2026. L'impact le plus important sur les prêts hypothécaires est donc à venir dès l'an prochain.

Finalement, le communiqué de la banque centrale canadienne fait également mention d'un marché du travail qui demeure tendu. Il est vrai que la création d'emploi demeure forte, soutenue entre autres par la forte immigration. Néanmoins, le point le plus important à retenir est que la création d'emploi est un indicateur économique retardataire; c'est-à-dire que les pertes d'emploi ne précèdent pas une récession, elles arrivent pendant et après une récession. Or, si nous analysons le nombre de postes vacants, les emplois affichés et la création d'emploi en mai, il y a une tendance à la baisse, signe de ralentissement du marché du travail.

En résumé, les arguments avancés par la Banque du Canada sont à notre avis défendables, mais représentent bien l'expression « L'arbre qui cache la forêt ». En plus des arguments énumérés ci-haut qui démontrent déjà un ralentissement de l'économie, notons que le revenu disponible des ménages a reculé au premier trimestre, que la productivité de l'économie est très faible, que l'investissement des entreprises est anémique, que l'épargne excédentaire accumulée durant la pandémie est presque épuisée et que depuis trois trimestres les bénéfices des entreprises dans les comptes nationaux sont en baisse. Il aurait été plus sage d'attendre à la réunion de septembre pour procéder à une autre hausse, à ce moment nous aurions eu plus d'indications si l'inflation avait bel et bien atteint la cible fixée à 3 % pour cet été et cela donne trois mois supplémentaires à l'économie pour pleinement ressentir les fortes hausses de taux. Chaque hausse de taux supplémentaire à impact exponentiel sur l'économie et augmente le risque d'une récession plus profonde.

Pour ce qui est de l'économie de la zone euro, les dernières données révisées de la croissance économique nous illustrent deux baisses trimestrielles consécutives du PIB réel, signifiant une récession technique. C'est l'Allemagne qui est le plus affecté par la faible croissance du pays du G20 depuis le début de l'année. En effet, le secteur manufacturier germanique est particulièrement dépendant du gaz russe et de la demande chinoise. Ainsi, avec la guerre Ukraine-Russie qui continue de limiter l'approvisionnement en gaz naturel et la consommation chinoise qui n'a pas été

aussi forte qu'anticipée avec la levée des restrictions sanitaires, l'Allemagne a été plus fortement affectée.

D'ailleurs, concernant la relance économique chinoise, celle-ci est décevante et ne répond pas aux attentes à la suite de la levée des mesures sanitaires. Les exportations chinoises se contractent alors que l'économie mondiale et la demande diminuent. De plus, alors que la Chine souhaite orienter sa croissance économique vers la consommation intérieure, le déclin du marché immobilier depuis 2021 inquiète les ménages chinois qui limitent leur consommation et épargnent davantage pour protéger leur investissement immobilier.

À la lumière de ces observations économiques, le marché obligataire demeure volatil comme nous l'avions anticipé dans notre dernière revue trimestrielle de mars. À la suite de la baisse généralisée des taux au premier trimestre, nous avons mentionné qu'une consolidation des taux à court terme était possible et que les taux avaient probablement atteint leur sommet dans ce cycle. Malgré les embûches présentées précédemment, les investisseurs ont mis l'emphase sur le message envoyé par les banques centrales avec la poursuite des hausses de taux, d'où la consolidation qui s'est matérialisée. Les investisseurs ont également ignoré le ralentissement économique que nous observons et la baisse des profits des entreprises, ce qui a permis aux écarts

de crédit de diminuer. À ce stade-ci, nous sommes de plus en plus inconfortables avec le faible niveau des écarts de crédit et nous jugeons que nous sommes de moins en moins bien récompensés pour le risque supplémentaire. Nous adoptons une position défensive en sous-pondérant les obligations corporatives. Également, nous conservons notre positionnement d'une durée plus longue que l'indice de référence en favorisant une baisse des taux à mesure que l'économie continuera de ralentir.

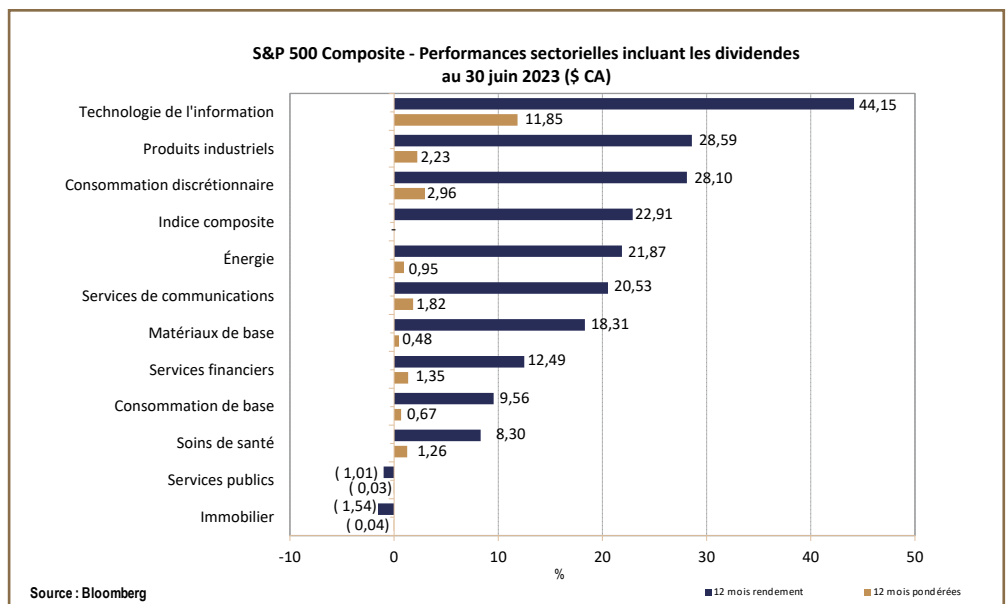
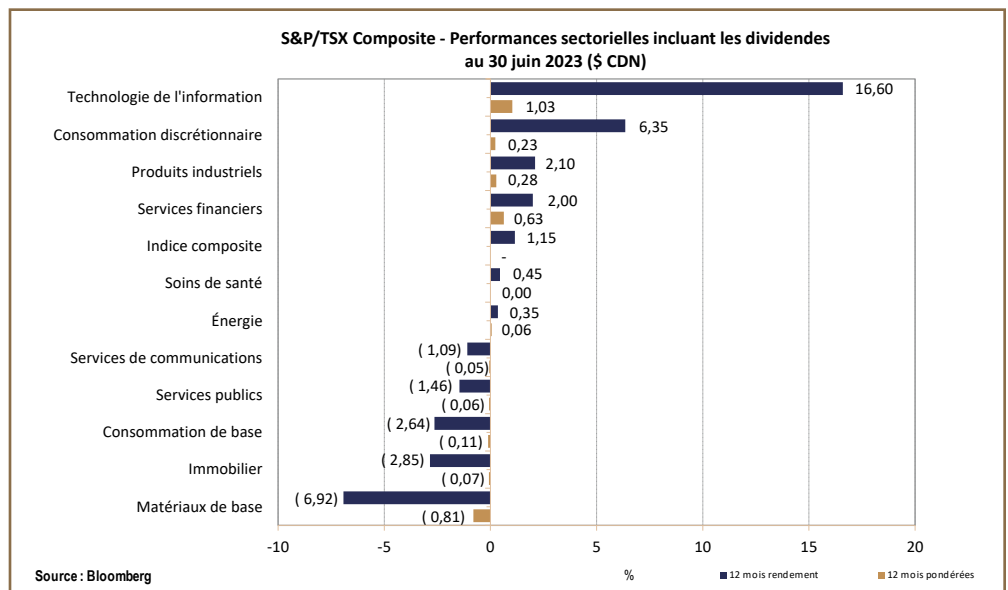
Bobby Bureau, MBA, CIM[®]

Gestionnaire principal, Revenu fixe
Gestionnaire de portefeuille

ACTIONS CANADIENNES

Le rendement du deuxième trimestre de 2023 pour le portefeuille en actions canadiennes a été légèrement supérieur à celui de l'indice S&P/TSX. Au niveau sectoriel, la forte performance de Shopify (+30 % dans le trimestre et que nous ne détenons pas) a propulsé le secteur des technologies de l'information dans l'indice canadien. Cependant, le marché canadien est fortement exposé au secteur des commodités qui a souffert au cours de la période avec le ralentissement économique en Chine et le repli manufacturier. Notre sous-pondération et une meilleure sélection de titres dans les secteurs de l'énergie et des matériaux de base nous ont permis de contrebalancer la performance de Shopify et de montrer une performance relative positive pour le trimestre et depuis le début de l'année. Également, notre position dans la compagnie de d'ingénierie-conseil Stantec, qui continue de bien progresser opérationnellement ce qui se traduit pour une hausse du titre de 33 % année à date, nous a permis de surperformer l'indice canadien au niveau du secteur industriel. Le secteur financier a connu un trimestre mouvementé, mais a tout de même terminé en hausse de 2,0 % pour la période, provenant principalement d'une hausse de 6,6 % du secteur assurance, alors que les banques ont rapporté, malgré tout, un rendement légèrement positif pour le trimestre (+0,5 % dans l'indice).

Nous envisageons de garder notre approche prudente vis-à-vis les secteurs plus cycliques tels que l'énergie et les commodités tant que nous n'avons pas plus de clarté économique, particulièrement au niveau manufacturier et chinois. Nous profitons cependant de faiblesses excessives pour augmenter certaines positions, tel que dans le cas de Nutrien. Le producteur de fertilisants et de



produits d'agriculture a chuté à la suite de résultats plus difficiles en début d'année et d'une baisse de ses projections, mais demeure dans une position mondiale unique au niveau du secteur de l'agriculture. Nous avons fait de même avec Brookfield Renewable Partner, alors que le titre avait baissé à la suite d'un financement lié à l'acquisition d'actifs en énergie renouvelable de Duke Energy et avec un secteur sous pression de la baisse des cours d'énergie partout dans le monde.

Les actions québécoises demeurent performantes au 2^e trimestre, profitant d'une allocation sectorielle avantageuse et de fortes

performances de Stella Jones, Dollarama et Groupe CGI. Le portefeuille en actions québécoises est en hausse de plus de 10 % en 2023, surperformant le rendement de l'indice canadien par plus de 4 %.

Au niveau des petites et moyennes capitalisations, malgré une performance plus difficile au niveau nord-américain pour toutes les compagnies de plus petite taille, le fonds de petites capitalisations continue de bien performer. Le rendement pour l'année de plus de 5 % se compare avantageusement à l'indice des petites capitalisations du TSX, qui rapporte un rendement négatif, et est

légèrement sous celui du S&P/TSX, après avoir surperformé l'indice au cours des années 2021 et 2022.

Philippe Côté

Vice-président et gestionnaire de portefeuilles

Mickaël Carrier

Analyste, actions

ACTIONS MONDIALES, INTERNATIONALES ET AMÉRICAINES

Au cours du second trimestre de 2023, les marchés financiers ont connu une évolution notable, avec une atténuation des craintes de récession et une amélioration de la confiance des investisseurs après les troubles bancaires survenus en mars. Les marchés boursiers ont continué de récompenser les investisseurs, bien que les résultats du premier trimestre aient enregistré une baisse des bénéfices. Cette reprise a été principalement soutenue par les secteurs de la technologie et des communications, alimentée par l'enthousiasme autour de l'intelligence artificielle.

En date d'aujourd'hui, les 5 plus grandes compagnies de l'indice mondial sont liées à la technologie et aux services de communication et elles sont toutes américaines. D'ailleurs, l'indice mondial a présentement près de 70% aux États-Unis ce qui constitue un record depuis sa création. De plus, les cinq plus grandes sociétés de l'indice américain sont liées à la technologie et aux services de communication, représentant

près de 25 % de l'indice S&P500. À cet égard, nous avons créé le tableau ci-dessous, qui montre la concentration de l'indice S&P 500 dans les cinq plus grandes sociétés de l'indice depuis 1970.

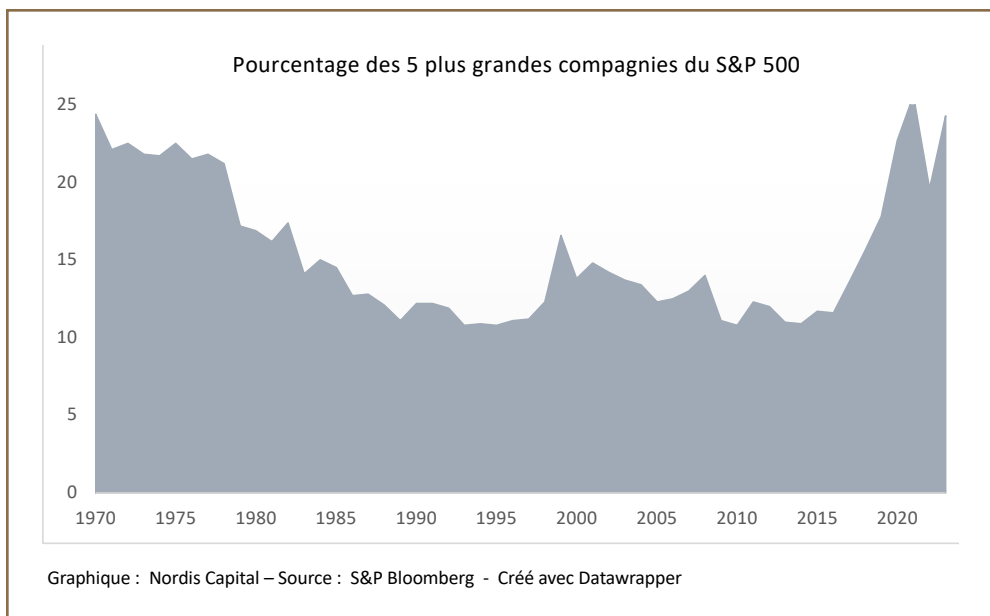
Concentration des indices boursiers

La période précédente de forte concentration de l'indice, au début des années 1970, a été précurseur de grands changements dans les marchés financiers et nous anticipons une situation similaire dans les prochaines années.

Notre approche d'investissement est fondée sur le long terme à travers les cycles économiques et nous sommes convaincus qu'elle rapportera les résultats escomptés au cours des prochains mois. Dans un contexte de forte concentration de la performance des indices, il est normal pour un processus d'investissement diversifié avec une pondération maximale inférieure à 4% de ne pas suivre l'indice.

Fonds Mondial et Américain

Au cours du trimestre, nous avons enregistré une performance inférieure à celle de l'indice de référence, principalement due au fait que nous ne détenons pas les plus grands titres de l'indice comme Apple, Microsoft, Amazon Nvidia et Alphabet qui reflètent un engouement excessif envers les perspectives financières de l'intelligence artificielle. Nous croyons que l'intelligence artificielle aura des effets significatifs sur la société, semblable à l'arrivée de l'Internet. Cependant, nous croyons que la capacité de monétiser l'intelligence artificielle s'avèrera plus difficile qu'escomptée, tout comme au début des années 2000 alors que nous avons adopté l'Internet mais Nortel a tout de même fait faillite. Pour ce qui est des titres que nous détenons, nous avons obtenu de bons résultats avec Owens Corning et Cameco, grâce au plan Biden pour les énergies propres « Inflation Reduction Act ». De plus, nous avons augmenté notre surpondération en actions japonaises au cours du trimestre car leur économie fonctionne à plein régime et leur politique monétaire demeure très accommodante malgré une inflation élevée parce qu'après 30 ans de désinflation, ils seront patients avant d'augmenter leur taux directeur. De plus, l'évaluation des entreprises japonaises demeure très attrayante. Nutrien, Boliden et Holmen, toutes trois représentant le secteur des matériaux sous différents angles, ont connu un trimestre difficile alors que l'économie manufacturière a fortement ralenti ce qui a nui aux prix des matières premières. Nous demeurons vigilants face à ces positions mais nous considérons qu'elles représentent des valeurs intéressantes à leurs prix actuels. Ces trois compagnies ont un positionnement avantageux et une approche durable à la création de valeur.



Fonds International

Les marchés internationaux ont également été stimulés par le secteur technologique. Le marché japonais a également enregistré de bonnes performances, soutenu par une solide performance économique et le soutien continu de la banque centrale japonaise, contrairement aux autres banques centrales des pays développés. Contrairement au marché américain, les cinq plus grandes sociétés de l'indice international sont européennes : Nestlé, ASML, Novo Nordisk, LVMH et AstraZeneca, représentant seulement 8 % de l'indice.

Au cours du trimestre, notre performance a été inférieure à celle de l'indice de référence. Cette sous-performance est principalement due à notre exposition sectorielle, étant positionné dans des secteurs plus cycliques tels que les matériaux de base et les compagnies industrielles. Malheureusement, malgré des valorisations plus attrayantes pour les titres que nous avons sélectionnés dans ces secteurs, leur performance a été inférieure à celle des secteurs technologiques, de la santé et de la consommation discrétionnaire, qui bénéficient de valorisations plus généreuses. Nous croyons toutefois que cette situation est temporaire et qu'elle se résorbera au cours des prochains mois.

En ce qui concerne nos positions, nous avons obtenu de bons résultats avec Cameco, ainsi qu'avec Marubeni et Panasonic au Japon, qui bénéficient d'un engouement croissant grâce à la politique monétaire japonaise beaucoup plus accommodante qu'ailleurs dans le monde. D'ailleurs, pour les mêmes raisons énoncées ci-dessus, nous avons augmenté notre exposition aux actions japonaises dans le fonds international au cours du trimestre.

Commentaire par :

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

RENDEMENTS TOTAUX DES MARCHÉS EN DOLLARS CANADIENS AU 30 JUIN 2023

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,01 %	2,14%	3,70%	1,40%	1,48%
OBLIGATIONS					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	-0,69%	2,51 %	3,15%	-3,75%	0,65%
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	-0,80%	1,00%	1,37%	-0,95%	1,11%
Indice adapté gestion privée Eterna ¹	-1,25%	1,36%	2,08%	-1,88%	1,09%
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	-1,93%	1,85%	3,06%	-3,31%	1,02%
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	0,64%	5,39%	5,90%	-7,51%	-0,26%
INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS					
Canada - S&P/TSX Composite	1,10%	5,70%	10,43%	12,42%	7,62%
États-Unis - S&P 500	6,38%	14,29%	22,91%	13,50%	12,45%
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	1,71%	2,60%	17,39%	11,23%	9,73%
INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX					
Royaume-Uni - FTSE-100	0,43%	6,10%	17,14%	10,78%	2,95%
France - CAC-40	-0,69%	13,93%	33,73%	12,25%	5,52%
Allemagne - DAX	1,53%	15,59%	35,21%	7,36%	4,31%
Japon - Nikkei-225	6,51%	12,88%	21,48%	2,63%	2,82%
Hong Kong - Hang Seng	-9,13%	-6,92%	-10,94%	-9,38%	-8,02%
Australie - S&P/ASX 200	-2,27%	-2,14%	8,75%	4,73%	1,09%
DEVISES					
\$ CAN versus \$ É.-U.	-2,03%	-2,30%	2,87%	-0,83%	0,17%

* 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

STATISTIQUES AU 30 JUIN 2023

CANADA			ÉTATS-UNIS			DEVISES		
Chômage (Mai)	5,2 %	↑	Chômage (Mai)	3,7 %	↑	\$ É.-U. / \$ CAN	0,76	↓
I.P.C. (Mai)	3,4 %	↓	I.P.C. (Mai)	4,0 %	↓	\$ É.-U. / € Euro	1,09	↓
Billet Trésor 3 mois	4,91 %	↑	Billet Trésor 3 mois	5,28 %	↓	¥ Yen / \$ É.-U.	144,31	↓
Obligation 5 ans	3,69 %	↑	Obligation 5 ans	4,16 %	↑			
Obligation 10 ans	3,27 %	↑	Obligation 10 ans	3,84 %	↑			
S&P/TSX	20 155	↑	Dow Jones - Industrielles	34 408	↑			
			S&P 500	4 450	↑			

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