

## SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Au cours du premier trimestre de 2023, chaque mois aura été caractérisé par un événement particulier. En janvier, un vent d'optimisme soufflait sur les marchés financiers alors que les indicateurs économiques démontraient une économie plus résiliente que ce que les prévisionnistes anticipaient. Certains acteurs financiers avançaient même que la forte hausse des taux d'intérêt en 2022 ne mènerait finalement pas l'économie en récession. Février a plutôt été le mois du pessimisme, alors que l'inflation est demeurée plus soutenue qu'espérée, laissant planer un doute que les banques centrales devraient continuer d'augmenter les taux d'intérêt pour ralentir davantage l'inflation. Finalement, en mars, la défaillance de trois banques américaines ainsi que les problèmes de la banque européenne Credit Suisse, auront apporté une perte de confiance envers la solidité du système bancaire et la peur d'un risque de contagion à d'autres institutions financières.

Il ne fait aucun doute que la volatilité et l'incertitude sont omniprésentes actuellement et il est très difficile dans ce contexte d'établir un scénario clair et prévisible pour les

prochains mois. 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.

Ainsi, nous demeurons défensifs dans nos investissements. Les nouveaux apports sont investis graduellement dans les marchés boursiers lorsque des occasions intéressantes se présentent. D'ailleurs, la baisse des titres bancaires canadiens constitue un exemple de belle opportunité pour nos investisseurs ; le système bancaire canadien est plus réglementé, les conditions de capitalisation sont plus sévères, les banques sont mieux diversifiées géographiquement et par segments d'activités. Dans cet environnement de forte volatilité, les obligations et le marché monétaire demeurent également intéressants comme nous le mentionnions dans notre dernière revue trimestrielle de décembre.

Au niveau des rendements pour le premier trimestre de l'année, la palme revient aux marchés boursiers européens. En monnaie locale, l'indice CAC 40 français a progressé de 13,4%, l'indice DAX 40 allemand de 12,3%, et

l'indice FTSE 100 du Royaume-Uni de 3,6%. Alors que les anticipations étaient pour une récession dès le début de l'année, il semble que l'hiver moins rude et les incertitudes liées à la guerre entre la Russie et l'Ukraine pourraient être moins dommageables sur la croissance économique. La bourse américaine a également livré un rendement positif pour les 3 premiers mois de 7,5% en devise locale et de 7,4% en dollar canadien. Au Canada, le S&P TSX a livré une performance de 4,6%. La bourse canadienne est surpondérée dans les secteurs de l'énergie et de la finance. Or, le recul de 5,7% du baril de pétrole WTI et la perte de confiance envers le système bancaire auront créé des rendements de -2,3% et de seulement +1,7% pour leur secteur.

Contrairement à 2022, les obligations auront joué leur rôle de valeur refuge lors des périodes de volatilité boursière en ce début d'année. L'indice des obligations universelles FTSE Canada a progressé de 3,2% depuis le début du mois de janvier grâce à la baisse des taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe.

- L'économie et le marché du travail sont demeurés particulièrement résilients en début d'année malgré la forte hausse des taux d'intérêt. Cela pourrait impliquer davantage un décalage de la récession plutôt qu'un signe que la récession sera évitée ; les hausses de taux directeurs auront de plus en plus d'impact sur l'économie
- Les problèmes dans le système bancaire américain et européen pourraient accélérer le ralentissement de l'économie ; l'octroi de crédit est déjà plus restrictif
- Des chemins différents pour la Banque du Canada et la Réserve fédérale américaine.
- À l'international, l'Europe a évité la récession qui était anticipée en début 2023 et l'économie chinoise s'est remise en marche à la suite des retraits des mesures de confinement.
- 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.
- Nous maintenons un niveau de placements à court terme plus élevé pour profiter des hausses récentes des taux d'intérêt de ce secteur du marché.

## ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Même si l'économie démontre plus de résilience que les anticipations initiales, il faut garder à l'esprit que le plein impact des hausses de taux d'intérêt ne s'est pas encore fait sentir dans l'économie et qu'habituellement, cela prend en moyenne 18 mois ; nous avons fêté en mars la première année de ce cycle de hausses de taux. La situation actuelle demande beaucoup de sang-froid, il faut demeurer réaliste envers le contexte économique et ne pas s'ancrer dans une vision trop optimiste où, comme nous le voyons actuellement, des prévisions générales de croissance économique sont revues à la hausse ni dans une vision trop pessimiste et penser que le système bancaire est en train de s'écrouler. La finalité est fort probablement entre ces deux extrêmes ; nous observons actuellement certaines poches de faiblesse dans l'économie, mais également des indicateurs très forts.

D'ailleurs, nous estimons que c'est probablement la Banque du Canada qui démontre actuellement le plus de sang-froid. En mars, elle a décidé de ne pas augmenter ses taux d'intérêt, après huit hausses consécutives et a mentionné qu'elle se laisse une marge de manœuvre pour évaluer l'impact à retardement des hausses effectuées depuis un an. Parmi les poches de faiblesses qui commencent à apparaître, la Banque du Canada a soulevé le ralentissement des dépenses des ménages et de la demande étrangère (exportations). Les dépenses de consommation ont été résilientes jusqu'à maintenant ; les ménages ont été en mesure de conserver leur train vie grâce à l'épargne excédentaire accumulée lors de la pandémie. Toutefois, il serait utopique de penser que les ménages canadiens pourront conserver le même rythme de vie, alors que les taux sont au même niveau qu'en 2007 et que les Canadiens avaient 45 % moins de dettes à ce moment. L'effritement de l'épargne excédentaire explique également pourquoi la dette sur carte de crédit a atteint un niveau record de plus de 100 milliards selon l'agence de crédit Equifax ; cela correspond à une hausse annuelle de 15 %. L'endettement total a aussi augmenté de 6 % année sur année ainsi que les insolvabilités et les paiements manqués. Éventuellement, la baisse de la consommation se fera ressentir davantage sur les profits des entreprises et l'investissement en équipements. À l'opposé, un des indicateurs qui demeure le plus fort est sans contredit l'emploi. Au cours

des mois de janvier et février, il s'est créé pas moins de 172 000 emplois au Canada, soit un chiffre beaucoup plus élevé que la croissance habituelle sur toute une année complète.

Aux États-Unis, malgré la proximité de nos économies, la Réserve fédérale américaine a décidé d'opter pour un chemin différent avec la poursuite des hausses des taux d'intérêt. En effet, le 23 mars dernier, la Fed a relevé son taux directeur de 0,25 % et prévoit qu'un autre tour de vis sera nécessaire d'ici la fin de l'année. Dans son communiqué, la Fed mentionne que le système bancaire américain est solide et résilient, mais que la situation récente devrait apporter un resserrement des conditions de crédit, peser sur la croissance de l'activité économique et éventuellement sur l'emploi et l'inflation. En d'autres mots, il sera plus difficile pour les ménages et les entreprises d'emprunter auprès des institutions financières et comme mentionné, étant donné que l'épargne excédentaire accumulée est en train de disparaître, la consommation ralentira et s'en suivra les conséquences précédemment énoncées.

En Europe, il faut surtout retenir que la catastrophe économique annoncée a été évitée en ce début d'année. La météo favorable a permis au Vieux Continent d'éviter la crise énergétique et le prix du gaz naturel a même retrouvé son niveau pré-pandémie. Dans ces circonstances, la Banque centrale européenne a revu à la baisse ses prévisions d'inflation, principalement en raison des prix de l'énergie plus faibles et a revu à la hausse la croissance économique pour 2023. Toutefois, elle a continué de raffermir sa politique monétaire en optant pour une autre hausse de taux d'intérêt de 0,5 % en mars.

En Chine, l'abandon de la politique zéro-covid a été bénéfique pour l'économie chinoise, alors que nous avons observé un rebond des dépenses de consommation, de la production industrielle et des investissements en janvier et février. D'ailleurs, lors de l'Assemblée nationale populaire en début mars, la Chine a réitéré son objectif de développer davantage son économie par la consommation intérieure et d'être moins dépendante de ses exportations. Pékin s'est ainsi fixé un objectif de croissance économique annuelle de 5 % cette année, soit bien inférieur au taux de croissance pré-pandémie.

Au final, même si les problèmes de liquidités des institutions financières ont fait les manchettes récemment, l'inflation devrait continuer de jouer sur l'humeur des marchés financiers. La bataille contre l'inflation des biens est très encourageante jusqu'à maintenant, mais la bataille sur les prix des services n'a pas encore commencé. Les prochains mois seront très intéressants d'un point de vue macroéconomique et la volatilité devrait continuer de faire partie de notre quotidien encore quelques temps d'où notre biais pour un portefeuille plus défensif.

Au niveau de nos stratégies en revenu fixe, nos portefeuilles étaient bien positionnés pour faire face aux récents événements. À la fin décembre, nous avons mentionné que : « Les niveaux des taux d'intérêt se sont améliorés en 2022 et offrent désormais une meilleure 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. Les taux actuels ont probablement atteint leur sommet dans le cycle économique actuel et nous nous attendons à ce que ceux-ci baissent en cours d'année. Toutefois, nous demeurons prudents au niveau du crédit des obligations. Lors d'une récession, les écarts de crédit ont tendance à augmenter davantage que la baisse de taux d'une obligation fédérale de même échéance, entraînant ainsi un rendement inférieur à celle-ci. Malgré un élargissement possible des écarts de crédit, nous n'avons aucune inquiétude concernant la solidité financière de nos obligations municipales et corporatives. »

Ainsi, nos stratégies obligataires avaient une durée légèrement plus longue que l'indice de référence et sous-pondéré en crédit, ce qui a permis d'ajouter de la valeur grâce à la baisse des taux d'intérêt et l'élargissement des écarts de crédit.

À court terme, nous pourrions observer une consolidation des taux d'intérêt, mais à plus long terme nous demeurons confiants de voir les taux d'intérêt à un niveau plus faible par rapport à ce que nous observons actuellement, principalement dans la partie court terme de la courbe.

---

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

Gestionnaire principal, Revenu fixe  
Gestionnaire de portefeuille

## ACTIONS CANADIENNES

L'année 2023 a démarré en force avec un rendement de +7,4 % en janvier pour l'indice canadien composé S&P/TSX. Par la suite, les marchés se sont estompés, offrant des rendements négatifs au Canada de -2,5 % en février et -0,2 % pour le mois de mars. Tous ces rendements nous ont amenés à une performance de +4,6 % du S&P/TSX pour le 1er trimestre de 2023. Avec ces dernières performances, l'indice se situe maintenant à environ 9 % en dessous de son sommet historique de mars 2022. Le Fonds d'actions canadiennes Eterna a légèrement surperformé cet indice avec un rendement trimestriel brut de 5,1 %.

Les secteurs des Technologies de l'information (+26,0 %), des Matériaux (+8,1 %), et des Consommations de base (+7,9 %) ont offert les meilleures performances depuis le début de l'année. Ces chiffres se sont aussi reflétés dans notre stratégie où deux titres du

secteur technologique ont été les meilleurs contributeurs au rendement. Constellation Software, un consolidateur de compagnies technologiques qui constitue la 7e plus grande position du Fonds d'actions canadiennes Eterna (4,1 % au 31 mars 2023) après une légère baisse de la position en fin de mois, a augmenté de 22,7 % au cours du trimestre. OpenText Corp, un fournisseur de logiciels et de solutions pour la gestion de données organisationnelles ayant un poids de 3,0 % dans notre portefeuille, a été le titre ayant un rendement le plus haut dans notre portefeuille (+30,9 %). Ce titre a donné une contribution positive de 0,9 %, après avoir conclu l'acquisition de Micro Focus et mieux démontré le caractère stratégique de cette transaction. Ces performances ont été accompagnées par celles de Stantec (+22,1 %) et Brookfield Renewable Partners (+25,9 %). Cette dernière est une entreprise canadienne qui possède et exploite des actifs d'énergie

renouvelable. Elle a conclu le mois dernier un accord avec des partenaires en vue d'acquérir Origin Energy pour \$750 millions dans le but d'agrandir sa présence en Australie.

Du côté des contributions négatives, il y a seulement le secteur de l'Énergie (-2,3 %) qui a sous-performé ce trimestre-ci. Ses succès sont dus au cours du pétrole qui a chuté de 17 % durant le trimestre avant de regagner plusieurs points en fin mars. Le secteur financier a terminé en faible hausse malgré les problèmes financiers des banques régionales aux États-Unis (Silicon Valley Bank et Signature Bank) et des banques internationales (Crédit Suisse et Deutsches Bank). De notre côté, les titres Banque Toronto-Dominion (-6,7 %), Tourmaline Oil Corp (-9,3 %), et Magna International Inc (-7,1 %) sont ceux qui ont le plus contribué négativement au rendement du portefeuille dans le trimestre. Nous sommes d'avis que la qualité de crédit des grandes banques canadiennes est solide face au ralentissement économique et que leur situation n'est en aucun cas comparable à celle des banques en difficulté dans le monde. Au contraire, la solidité des banques canadiennes, dans un contexte réglementaire plus serré au Canada, devrait leur permettre d'avoir une place de choix à long terme sur l'échiquier mondial bancaire.

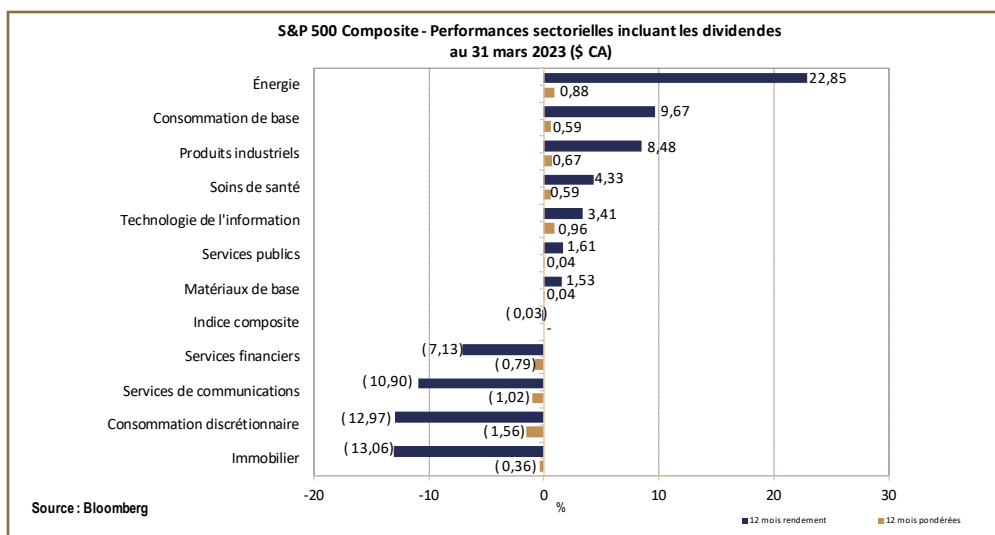
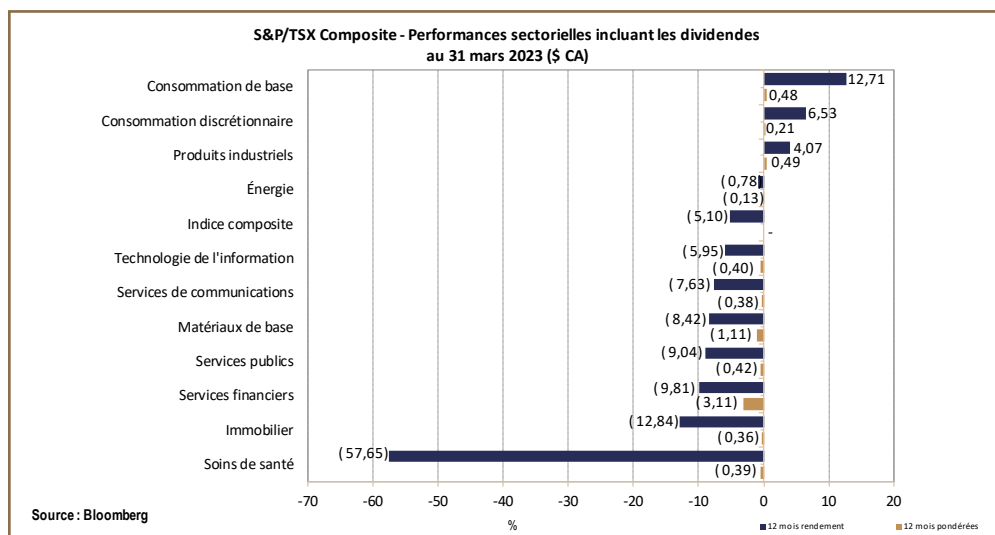
Le premier trimestre de 2023 a donc été en deux temps, où la frénésie de la nouvelle année a vite fait place à la prudence des investisseurs, craignant une inflation persistante et un éventuel ralentissement économique plus sérieux. Pour le moment, notre stratégie demeure avec un biais de prudence. Nous pourrions éventuellement modifier le portefeuille en augmentant les poids dans des titres de qualité qui pourront bénéficier d'un retour de l'économie et d'une baisse éventuelle des taux d'intérêt.

**Philippe Côté**

Vice-président et gestionnaire de portefeuilles

**Mickaël Carrier**

Analyste, actions



## ACTIONS MONDIALES, INTERNATIONALES ET AMÉRICAINES

Le marché financier a connu une effervescence durant le premier trimestre de 2023. En début d'année, des nouvelles économiques encourageantes indiquant une réduction de l'inflation ont propulsé les marchés à la hausse. Cependant, ces résultats positifs ont été renversés en février et au début de mars, obligeant les banques centrales à adopter une position agressive pour lutter contre l'inflation. La possibilité d'une hausse de 50 points de base par réunion de la Réserve fédérale a même été mise en avant. De plus, le secteur bancaire a été touché par la mise sous tutelle de la Silicon Valley Bank par les autorités américaines et l'acquisition de Crédit Suisse par le gouvernement suisse.

La crise bancaire et le durcissement des conditions de crédit qui l'accompagnent ont entraîné une baisse du taux d'intérêt historique de plus de 1% sur 3 jours pour les obligations arrivant à échéance dans deux ans. Dans ce contexte, de banques centrales moins agressives et d'une économie incertaine, les investisseurs se sont réfugiés dans les titres à très forte capitalisation.

### Fonds Mondial et Américain

Comme le montre le graphique #1, sept des huit plus grandes valeurs de l'indice ont surperformé les principaux indicateurs, à l'exception de Berkshire Hathaway, qui est un conglomérat. Cette tendance reflète celle

de la fin de l'année 2021, où les entreprises technologiques à grande capitalisation sont considérées comme immunisées contre les fluctuations économiques et bénéficient de l'engouement pour l'intelligence artificielle.

### Fonds International

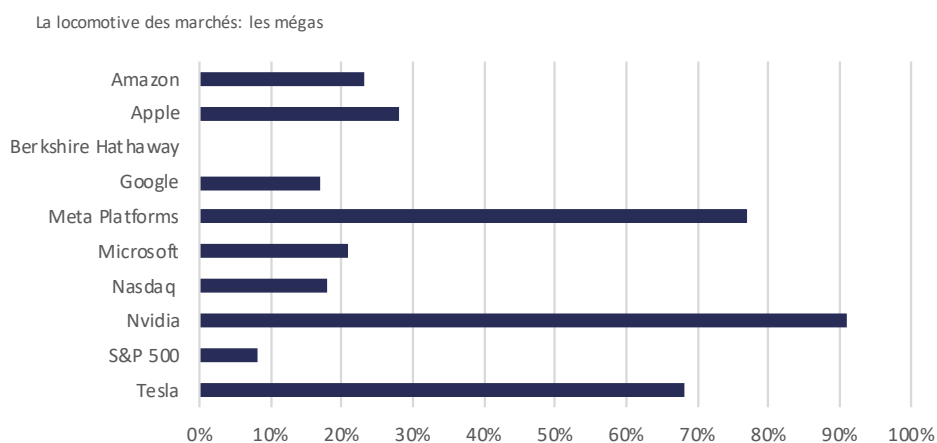
Contrairement aux États-Unis alors que sept des huit plus grandes valeurs ont amplement surperformé les principaux indices boursiers, les plus grands titres internationaux n'ont pas connu autant de succès.

Nous pensons qu'un rééquilibrage vers les secteurs industriels est nécessaire pour réaliser la transition énergétique dans les prochaines années, mais nous attendons une valorisation plus attrayante de ces entreprises avant d'y investir massivement.

À cet égard, nous adoptons une approche pragmatique du changement climatique et des inégalités sociales dans les portefeuilles. Notre objectif est d'investir dans des entreprises offrant des possibilités de croissance qui sont à la fois sous-évaluées et durables à long terme.

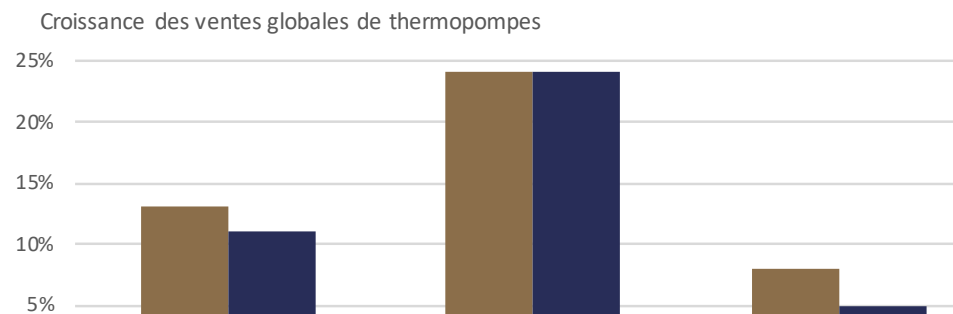
Un bon exemple de cette tendance est le secteur des thermopompes. Les températures élevées augmentent la demande pour la climatisation des maisons, tandis que l'incertitude énergétique pousse à la réduction de la consommation d'énergie. Comme le montre le graphique #2, la demande pour les thermopompes est en augmentation et devrait continuer à croître pendant un certain temps.

**GRAPHIQUE #1 - PERFORMANCE DES TITRES LES PLUS IMPOSANTS DE L'INDICE S&P 500**



Source : Bloomberg et Nordis Capital

**GRAPHIQUE #2 - CHALEUR ET CONSOMMATION D'ÉNERGIE**



Source : Agence internationale de l'énergie et Nordis Capital

### Commentaire par :

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

## STATISTIQUES AU 31 MARS 2023

### CANADA

Chômage (Février)	5,0%	-
I.P.C. (Février)	5,2%	↓
Billet Trésor 3 mois	4,40%	↓
Obligation 5 ans	3,02%	↓
Obligation 10 ans	2,90%	↓
S&P/TSX	20 100	↓

### ÉTATS-UNIS

Chômage (Février)	3,6%	↑
I.P.C. (Février)	6,0%	↓
Billet Trésor 3 mois	4,69%	↓
Obligation 5 ans	3,57%	↓
Obligation 10 ans	3,47%	↓
Dow Jones - Industrielles	33 274	↑
S&P 500	4 109	↑

### DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,74	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,08	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	132,86	↑

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

## RENDEMENTS TOTAUX DES MARCHÉS EN DOLLARS CANADIENS AU 31 MARS 2023

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,12%	2,13%	2,81%	1,10%	1,34%
<b>OBLIGATIONS</b>					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	3,22%	3,32%	-2,01%	-1,67%	0,89%
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	1,82%	2,50%	0,70%	0,02%	1,33%
Indice adapté gestion privée Eterna <sup>1</sup>	2,64%	3,20%	0,46%	-0,42%	1,40%
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	3,85%	4,21%	0,00%	-1,15%	1,46%
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	4,72%	3,66%	-7,17%	-4,39%	-0,20%
<b>INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS</b>					
Canada - S&P/TSX Composite	4,55%	10,79%	-5,17%	18,02%	8,80%
États-Unis - S&P 500	7,44%	13,43%	-0,03%	16,73%	12,24%
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	0,88%	14,86%	6,20%	15,46%	10,04%
<b>INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX</b>					
Royaume-Uni - FTSE-100	5,64%	22,49%	7,31%	12,29%	3,89%
France - CAC-40	14,72%	38,40%	16,83%	16,30%	5,60%
Allemagne - DAX	13,84%	40,51%	15,21%	14,10%	3,67%
Japon - Nikkei-225	5,98%	15,60%	-0,02%	4,68%	1,87%
Hong Kong - Hang Seng	2,44%	16,20%	0,26%	-6,65%	-6,61%
Australie - S&P/ASX 200	0,13%	13,31%	-7,33%	13,95%	2,66%
<b>DEVISES</b>					
\$ CAN versus \$ É.-U.	-0,28%	-2,26%	8,08%	-1,31%	0,94%

\* 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