

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Le deuxième trimestre de 2024 n'a pas connu une performance aussi forte et généralisée que ce que nous avons connu au premier trimestre. Rappelons-nous que lors de ce précédent trimestre des records étaient établis sur plusieurs places boursières ; S&P TSX (Canada), S&P 500 et Dow Jones (États-Unis), Stoxx 600 (Europe) et Nikkei (Japon).

Au cours des trois derniers mois, le marché boursier américain a continué d'établir des records alors que les indices S&P 500 et NASDAQ sont favorisés par la croissance exponentielle de l'entreprise Nvidia et de titres liés à l'intelligence artificielle.

À l'opposé, nous avons observé des baisses dans plusieurs marchés, dont le Canada, l'Europe et le Japon. Les marchés boursiers européens n'ont pas apprécié la forte progression des partis d'extrême droite aux élections du Parlement européen. Le marché français a été particulièrement affecté alors que le président Emmanuel Macron a annoncé des élections anticipées et des alliances pour essayer de ralentir la montée de la droite politique. Au Canada, la bourse continue d'être volatile, mais la récente baisse concorde avec la tenue au gouvernement fédéral d'un vote en faveur de la hausse d'impôt sur le gain en capital. Auparavant, les Canadiens qui réalisaient des gains en capital ne payaient de l'impôt que sur la moitié du gain réalisé. La nouvelle mesure propose d'augmenter ce taux d'inclusion aux deux tiers pour la portion du gain qui dépasse les 250 000\$ pour les individus et en haut de 0\$ pour

les corporations et sociétés de gestion. Ainsi, il semble que les investisseurs qui avaient de forts gains non réalisés sur des actions ont profité du sursis accordé jusqu'au 24 juin pour vendre des actions à fort gain pour être imposé à l'ancien taux d'inclusion de 50%.

Comme mentionné, aux États-Unis, la bourse a continué d'être généreuse alors que les indices S&P 500 et NASDAQ ont respectivement enregistré des gains de 4,3% et 8,3% en devise locale. Au Canada, le S&P TSX a généré un rendement de -0,5% ; seuls les secteurs de matériaux et de la consommation de base ont réussi à terminer positifs. De plus, les performances trimestrielles ont majoritairement été décevantes pour les principaux indices boursiers européens ; 2,7% pour le FTSE 100 (Royaume-Uni), -8,9% pour le CAC 40 (France) et -1,4% pour le DAX 30 (Allemagne). Finalement, la bourse chinoise est de retour en territoire négatif alors que le deuxième trimestre s'est soldé avec un rendement de -1,4% pour l'indice Shanghai Se.

Avec la Banque du Canada qui a lancé le bal parmi les pays du G7 avec une première baisse de 0,25% de son taux directeur, les taux d'intérêt dans la portion court terme de la courbe des rendements ont baissé permettant de réaliser un rendement de 0,86% pour l'indice des obligations universelles FTSE Canada. Le segment des obligations corporatives demeure le plus performant grâce à la prime de risque qui a diminué. Malgré la forte volatilité du marché obligataire et les généreux

taux offerts actuellement sur les CPG, il est plus avantageux d'acheter une obligation à escompte et de la détenir jusqu'à l'échéance plutôt que de devoir immobiliser un montant dans un CPG pour une période déterminée.

Comme vous avez probablement remarqué, au cours des dernières années, les actions américaines ont connu une plus forte croissance comparativement à d'autres marchés développés comme le Canada, l'Europe ou le Japon. Une des raisons de cette surperformance provient d'un biais en faveur des actions de type croissance plutôt que des actions valeur à dividende. En fait, nous avons remarqué que depuis le début des années 1900, c'est près de la moitié du rendement du S&P 500 qui s'explique par les dividendes versés aux actionnaires. Or, au cours des dernières années, la proportion du rendement explicable par le versement du dividende a diminué à seulement 15%. Ce renversement de tendance peut être expliqué par un environnement de taux d'intérêt faible et d'inflation stable et bas qui était présent. Aujourd'hui, le contexte économique est en changement et nous observons des niveaux de taux d'intérêt plus élevés et une inflation plus élevée. À notre avis, ce nouvel environnement économique devrait être plus favorable aux actions à dividendes et à notre philosophie d'investissement. Dans les prochaines sections, vous remarquerez que malgré un environnement économique qui était moins propice à notre style de gestion, nous avons tout de même réussi à créer de la valeur pour nos clients.

- Les actions de « **croissance** » **surperforment les actions « valeur à dividende »**. Depuis le début des années 1900, c'est près de la moitié du rendement du S&P 500 qui s'explique par les dividendes versés aux actionnaires. Au cours des dernières années, la proportion du rendement explicable par le versement du dividende a diminué à seulement 15%.
- La Banque du Canada a lancé le bal parmi les pays du G7 avec **une première baisse de 0,25%** suivi par la Banque centrale européenne. **D'autres baisses** sont à prévoir en 2024.
- **L'économie canadienne** devrait demeurer **faible** à court terme, alors que le rythme d'accueil des immigrants devrait ralentir et que notre politique monétaire est l'une des plus restrictives parmi les pays développés.
- Aux États-Unis, la situation est différente alors que **l'économie américaine a mieux résisté** aux hausses des taux d'intérêt et a enregistré une croissance plus forte.
- Il faut porter une attention particulière au **marché du travail**. S'il est moins fort qu'il y paraît, des difficultés pourraient apparaître.

ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

La Banque du Canada a lancé le bal parmi les pays du G7 avec une première baisse de 0,25% de son taux directeur le 5 juin dernier. Le communiqué de presse, qui accompagnait l'annonce, fait mention des progrès réalisés par l'inflation au cours des derniers mois et que la politique monétaire n'a plus besoin d'être aussi restrictive. Autre bonne nouvelle, le gouverneur Macklem a mentionné en conférence de presse que la forte croissance la population a permis de détendre le marché du travail canadien, il y a de moins en moins de postes vacants ; c'est une bonne nouvelle alors que la croissance des salaires devrait ralentir. Cette décision n'a créé aucun effet de surprise chez les investisseurs ; une baisse de taux était pleinement anticipée soit en juin ou au plus tard en juillet. Actuellement, les prévisionnistes anticipent deux autres baisses de taux au Canada d'ici la fin de l'année ; une prévision que nous pensons réalisable. Parmi les arguments qui militent en faveur de deux autres baisses de taux, nous avons :

- 1) Une inflation à l'intérieur de la fourchette cible et qui continue de s'améliorer
- 2) Une offre moins importante de postes vacants
- 3) Une économie moins forte qu'anticipée

Au niveau de la croissance économique, la croissance au premier trimestre de 2024 a été limitée à 1,7% (taux annualisé). La Banque centrale s'attendait à une croissance de 2,8% et les économistes à 2,2%. De plus, la croissance pour le dernier trimestre de 2023 a été revue en forte baisse à seulement 0,1%. La demande intérieure a permis de soutenir la croissance au premier trimestre. Toutefois, il faut garder en perspective que cette demande demeure stimulée par l'immigration record que nous observons. Ajustée par habitant, la demande intérieure est plus faible que la croissance de la population pour un septième trimestre consécutif. Dans ce contexte, nous n'anticipons pas de forts rebonds de la croissance alors que nous devrions ralentir le rythme d'accueil des immigrants et que notre politique monétaire demeure l'une des plus restrictives parmi les pays développés.

Le 6 juin, c'était au tour de la banque centrale européenne (BCE) d'annoncer une première baisse de taux. Toutefois, le ton utilisé dans le communiqué était moins positif que celui de la Banque du Canada. En effet, la BCE a mentionné que malgré les progrès de l'inflation, les tensions demeurent fortes et l'inflation devrait rester supérieure à l'objectif pendant une bonne partie de 2025. Cependant, la Banque centrale s'est faite rassurante en mentionnant qu'elle observe que les

entreprises absorbent de plus en plus les hausses de salaire via une réduction de leurs marges bénéficiaires plutôt que par des nouvelles hausses de prix aux consommateurs. Cette observation est positive d'un point de vue inflationniste, mais pourrait limiter la performance des marchés boursiers européens. Actuellement, les prévisionnistes anticipent deux autres baisses de taux au Canada d'ici la fin de l'année.

Aux États-Unis, la situation est différente alors que l'économie américaine a mieux résisté aux hausses des taux d'intérêt et a enregistré une croissance plus forte que dans les autres pays développés. Comme nous l'avons déjà mentionné dans nos précédentes revues, l'important déficit budgétaire américain a permis de soutenir cette croissance. Ainsi, la Réserve fédérale américaine peut se permettre d'être plus patiente avant de débiter un cycle de baisse de taux. Pour ces raisons, le 12 juin, la Fed a annoncé maintenir ses taux aux niveaux actuels tant que l'inflation ne se montre pas moins tenace. Dans leurs prévisions, les gouverneurs anticipent une baisse de taux d'ici la fin de l'année, alors que les investisseurs anticipent deux baisses de taux.

Chez nos voisins du Sud, le marché de l'emploi et la consommation des ménages retiennent beaucoup l'attention dernièrement. Au niveau du marché de

l'emploi, celui-ci est très fort lorsque l'on regarde l'enquête auprès des entreprises. Depuis le début de l'année, ce n'est pas moins de 1,2 million emplois qui ont été créés. Or, Jerome Powell mentionne que ce chiffre pourrait être un peu surestimé. L'enquête auprès des ménages a plutôt observé des pertes d'emplois et un taux de chômage à la hausse. De plus, l'emploi à temps plein est en baisse d'environ 1% année sur année, soit la plus forte baisse enregistrée en dehors d'une récession. S'il s'avère vrai que le marché du travail est moins fort qu'il n'y paraît, cela pourrait entraîner un cercle vicieux important. Premièrement, les revenus diminuent et le pouvoir d'achat de la population diminue entraînant une consommation moins forte et des défaillances sur les prêts. Si la

consommation ralentit, il faut s'attendre logiquement à des bénéfices plus faibles pour les entreprises. La bonne nouvelle est que les entreprises ne signalent pas de problèmes à très court terme ; dans la dernière saison des résultats qui vient de se terminer, les mots « récessions » et « licenciement » ont été moins mentionnés. Toutefois, nous observons un ralentissement de la croissance des ventes au détail et les consommateurs modifient tranquillement leur comportement. Walmart, Target et McDonald's ont annoncé des baisses de prix, car ils observent que le consommateur est de plus en plus sélectif dans ses achats.

Cette analyse économique nous mène à conclure qu'un assouplissement de la politique monétaire débutera cette année

aux États-Unis et que le Canada et l'Europe continueront de baisser les taux cette année. Actuellement, les niveaux des taux d'intérêt procurent une belle protection en cas de forte volatilité sur les marchés boursiers. Il reste toujours très intéressant pour un portefeuille équilibré de détenir des obligations. Toutefois, nous demeurons prudents vis-à-vis le crédit corporatif. Comme mentionné précédemment, les bénéfices des entreprises pourraient être sous pression prochainement et nous jugeons qu'aux niveaux actuels, nous ne sommes pas assez récompensés.

Bobby Bureau, MBA, CIM

Gestionnaire principal, Revenu fixe
Gestionnaire de portefeuille

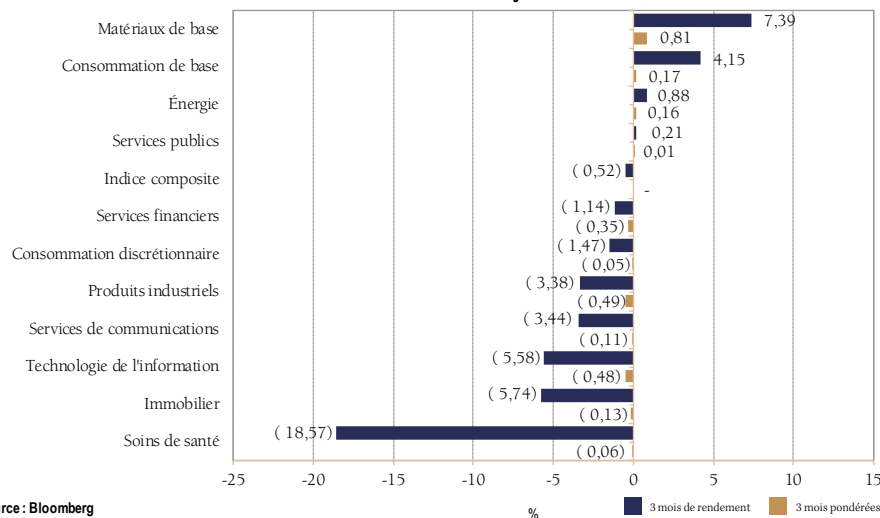
ACTIONS CANADIENNES

Devant un marché difficile au Canada, notre fonds en actions canadiennes a connu une légère hausse lors du deuxième trimestre de 2024 et en hausse de 5 % année à date en 2024 (avant frais). Les principaux secteurs qui ont propulsé ce rendement sont ceux de la consommation discrétionnaire (+35,3 % en absolu dans le trimestre, avec la privatisation de Park Lawn qui a été la principale contribution), des matériaux de base (+4,5 %) et des services publics (+4 %).

Nous avons effectué quelques transactions dans le trimestre pour mieux positionner le Fonds en actions canadiennes. Nous avons pris une position dans Franco-Nevada, une compagnie exposée au secteur aurifère et métaux précieux via un portefeuille diversifié de redevances et royautés. Le titre remplace la position dans Wheaton Precious Metals, alors que nous croyons que Franco-Nevada pourra nous procurer une optionnalité sur le cuivre (Panama) et le pétrole et gaz (23 % des actifs) avec son portefeuille d'actifs plus diversifié. Nous avons réduit notre sous-

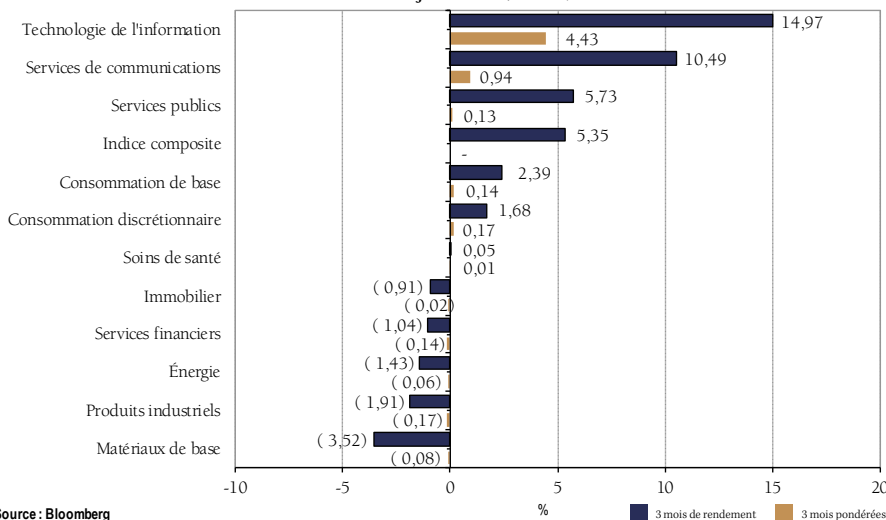
pondération dans le secteur énergie, devant l'instabilité géopolitique mondiale, en initiant une position dans Veren, un producteur de pétrole et gaz opérant dans deux des régions les plus prolifiques au Canada (Montney et Duvernay). Nous avons changé notre positionnement dans le secteur des oléoducs, introduisant Pempina dans le portefeuille pour remplacer Enbridge. Le rendement du dividende de Pembina est légèrement inférieur (5,4 % vs 7,5 % pour Enbridge), mais le profil de croissance est supérieur et, surtout, son niveau d'endettement est nettement plus sain. Après la sortie des résultats d'Open Text et le changement stratégique de la direction, nous avons liquidé la position pour introduire Kinaxis dans le portefeuille, une compagnie de logiciels spécialisés dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement, qui comptent parmi ses clients plusieurs des plus grandes compagnies au monde. Nous voyons beaucoup de potentiel de croissance pour les années à venir pour Kinaxis et une profitabilité grandissante. Devant les difficultés des grandes banques canadiennes, nous avons introduit une position dans EQB, la 7e banque en taille au Canada. EQB montre une croissance supérieure à toutes les autres banques au Canada, mais se transige à une fraction de leurs mesures d'évaluation.

S&P/TSX Composite - Performances sectorielles incluant les dividendes au 30 juin 2024 (\$ CA)



Source : Bloomberg

S&P 500 Composite - Performances sectorielles incluant les dividendes
au 30 juin 2024 (\$ CDN)



Source: Bloomberg

Nous avons diminué le poids de TD qui fait face à plusieurs problèmes légaux aux É-U, qui a comme effet de limiter son potentiel de croissance et augmente son risque opérationnel.

Notre stratégie en actions québécoises continue de bien performer, propulsée par les titres des secteurs produits industriels (Bombardier, Héroux-Devtek), services publics (Boralex, Innergex) et matériaux de

base (5N Plus), avec un rendement brut de +3,5 % lors du deuxième trimestre de 2024 et de +11,1 % pour l'année à date. En relatif au marché canadien, notre stratégie en actions québécoises a terminé le trimestre avec une contribution relative supérieure de presque 4 % sur l'indice canadien. Depuis le début de l'année, la stratégie en actions québécoises présente un rendement supérieur à l'indice S&P/TSX de plus de 5 % (avant frais).

Le fonds de Petites capitalisations a progressé de 4,6 % dans le trimestre et de +10,9 % année à date (avant frais). Cette stratégie a profité de la privatisation de Park Lawn, qui était un poids important dans le portefeuille, ainsi que de la forte hausse de 5N Plus et Bombardier, deux des positions les plus importantes du fonds.

Philippe Côté, M.Sc., CFA

Vice-président et gestionnaire principal d'actions canadiennes et québécoises

ACTIONS AMÉRICAINES, MONDIALES ET INTERNATIONALES

Au cours du dernier trimestre, les actions américaines, mondiales et internationales ont enregistré des performances remarquables. Les actions mondiales ont progressé d'environ 4-5%, principalement soutenues par l'augmentation des bénéfices des entreprises et une économie stable en termes de croissance et d'inflation. Cette stabilité économique a maintenu l'optimisme des investisseurs.

Un facteur déterminant dans cette performance globale a été l'essor de l'intelligence artificielle. L'IA a propulsé de nombreuses grandes entreprises à de nouveaux sommets, générant une forte demande en électricité. Cette demande a favorisé les entreprises impliquées dans l'extension des réseaux électriques, contribuant ainsi à leur croissance. Nos stratégies ont procuré un rendement positif au cours du trimestre et ont conclu avec des rendements près des indices de référence. Les gains relatifs au cours des deux premiers mois du trimestre se sont effacés en juin. En France, l'élection surprise favorisant le Rassemblement National a eu un impact négatif, tout comme la mauvaise

performance du président Biden lors des débats, qui a affecté les titres industriels liés à l'électrification.

Pour s'adapter à ces dynamiques, des ajustements significatifs ont été réalisés dans nos portefeuilles :

Ventes :

Archer Daniels Midland : Vendue en raison d'une controverse financière.

AMN Healthcare : Position éliminée en réponse au ralentissement du marché de l'emploi aux États-Unis.

Panasonic : Vendue face à la concurrence accrue des voitures électriques chinoises.

Umicore : Cédée en raison des défis dans le recyclage des batteries.

Neste : Position éliminée car elle n'a pas bénéficié de l'augmentation des prix de l'énergie.

Achats:

Oracle : Ajoutée pour bénéficier de l'essor de l'intelligence artificielle.

Novo Nordisk : Renforcement de la position pour aligner nos rendements sur les indices de référence.

Walmex et Orbia : Introduites au portefeuille mexicain après leur repli post-élections.

Valmont Industries : Introduite pour profiter de la croissance du réseau électrique américain.

Commercial Metals et Steel Dynamics : Positions renforcées sur des faiblesses temporaires du marché.

Positionnement Futur : Avec ces ajustements et nos surpondérations régionales au Japon, en France, en Suède et au Mexique, nos portefeuilles sont bien positionnés pour capitaliser sur l'importance croissante de l'électricité dans l'économie mondiale.

En conclusion, malgré des défis ponctuels tels que les incertitudes politiques et les fluctuations des matières premières, nos stratégies ajustées visent à exploiter pleinement l'essor continu de l'intelligence artificielle et l'importante croissance de l'électricité dans l'économie.

Nordis Capital

Gestionnaire des fonds Eterna mondial, américain et international

STATISTIQUES AU 30 JUIN 2024

CANADA

Chômage (Mai)	6,2 %	↑
I.P.C. (Mai)	2,9 %	↑
Billet Trésor 3 mois	4,66 %	↓
Obligation 5 ans	3,51 %	↓
Obligation 10 ans	3,50 %	↓
S&P/TSX	21 876	↓

ÉTATS-UNIS

Chômage (Mai)	4,0 %	↑
I.P.C. (Mai)	3,3 %	↓
Billet Trésor 3 mois	5,35 %	↓
Obligation 5 ans	4,38 %	↓
Obligation 10 ans	4,40 %	↓
Dow Jones - Industrielles	39 119	↑
S&P 500	5 460	↑

DEVICES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,73	↑
\$ É.-U. / € Euro	1,07	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	160,88	↓

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 30 JUIN 2024

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,30%	2,55%	5,13%	3,06%	2,18%
OBLIGATIONS					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	0,86%	-0,38%	3,69%	-1,78%	-0,05%
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	1,24%	1,57%	5,61%	0,64%	1,40%
Indice adapté gestion privée Eterna ¹	1,08%	0,82%	4,95%	-0,24%	0,98%
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	0,83%	-0,30%	3,89%	-1,62%	0,30%
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	0,22%	-3,39%	0,38%	-5,15%	-2,32%
INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS					
Canada - S&P/TSX Composite	-0,53%	6,05%	12,13%	5,98%	9,28%
États-Unis - S&P 500	5,35%	19,38%	28,76%	13,64%	16,05%
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	-0,26%	8,50%	19,93%	9,93%	11,29%
INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX					
Royaume-Uni - FTSE-100	4,95%	10,65%	15,92%	9,54%	6,62%
France - CAC-40	-8,61%	-0,56%	2,55%	4,63%	5,88%
Allemagne - DAX	-1,12%	9,17%	14,58%	5,38%	7,70%
Japon - Nikkei-225	-6,85%	7,24%	10,62%	1,53%	5,44%
Hong Kong - Hang Seng	8,45%	7,64%	-2,83%	-12,34%	-8,30%
Australie - S&P/ASX 200	1,74%	3,46%	11,55%	1,38%	3,13%
DEVICES					
\$ CAN versus \$ É.-U.	1,03%	3,29%	3,30%	3,33%	0,88%

* 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