

## SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

En 2023, deux des principaux thèmes qui avaient caractérisé cette année étaient l'intelligence artificielle et le spectre de la récession. Or, en 2024, l'intelligence artificielle est demeurée un des principaux vecteurs de croissance pour les marchés boursiers et le thème de la récession a plutôt laissé sa place au profit de l'atterrissage en douceur des économies à la suite du début d'un cycle de baisse des taux directeurs de la part des banques centrales.

C'est donc sans surprise que les rendements des indices boursiers ont été spectaculaires pour une deuxième année consécutive et principalement pour les indices à forte concentration en technologies comme le S&P 500 et le NASDAQ. Les « Magnificent 7 »

(Apple, Amazon, Alphabet, Meta Platforms, Microsoft, Nvidia et Tesla) ont enregistré à elles seules un rendement de 67 %. L'année 2024 se termine donc avec un rendement de 21,7 % pour la bourse canadienne, de 25 % pour l'indice S&P 500 et de 28,6 % pour le NASDAQ. De plus, les performances annuelles ont également été positives pour la plupart des principaux indices boursiers européens; 5,7 % pour le FTSE 100 (Royaume-Uni), -2,2 % pour le CAC 40 (France) et 18,8 % pour le DAX 30 (Allemagne).

Au niveau du marché obligataire, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a réalisé un rendement positif de 4,2%. La baisse des taux directeurs et le recul de l'inflation ont permis aux taux d'intérêt

de diminuer sur l'ensemble de la courbe. Malgré la baisse des taux, nous jugeons qu'au niveau actuel, les titres à revenu fixe demeurent une classe d'actifs intéressante.

Au niveau de la répartition des actifs, nos cibles actuelles demeurent proches des positions neutres. Au cours de l'année, nous avons légèrement baissé la pondération en actions de nos portefeuilles sur forces des marchés afin de réallouer ces capitaux vers les produits alternatifs principalement. Rappelons que sur un horizon moyen à long terme, nos produits alternatifs sont structurés de façon à livrer dans l'ensemble un rendement absolu positif, peu importe la performance des actions et des obligations.

- Les principaux facteurs qui ont permis au Canada d'**éviter la récession** sont : les importants **déficits budgétaires** gouvernementaux, la forte **immigration** et la croissance des **salaires**.
- Pour 2025, **les défis** demeurent nombreux : renouvellement d'environ 50% des **hypothèques**, le gouvernement fédéral a annoncé réduire ses **cibles d'immigration** et la nouvelle administration Trump brandit des menaces de **barrières tarifaires**.
- Les marchés financiers s'inquiètent de plus en plus de voir l'**inflation réaccélérée**.
- Aux États-Unis :
  - L'économie continue de faire **bande à part** et à croître au-dessus de son potentiel.
  - En 2025, les attentes de croissance ont été revues à la hausse suite aux **promesses électorales** du Président Trump; nouvelles **baisses d'impôt, dérèglementation** et hausse des **tarifs douaniers**.
- Un des principaux thèmes de 2025 sera l'**incertitude**, et les propos incendiaires de M. Trump pourraient créer encore plus de la volatilité.

## ÉCONOMIE ET REVENU FIXE

Au Canada, la croissance économique (PIB) demeure en dessous de son potentiel et le PIB par habitant a été négatif durant toute l'année 2024. Depuis un an et demi, la baisse cumulée du PIB par habitant est de -3,5%; une baisse qui n'a jamais été observée en dehors d'une récession. Les principaux facteurs qui ont permis au Canada d'éviter la récession sont : les importants déficits budgétaires gouvernementaux, la forte immigration et la croissance des salaires. Pour 2025, les défis demeurent nombreux

alors que débute le renouvellement d'environ 50% des hypothèques, que le gouvernement fédéral a annoncé réduire ses cibles d'immigration et que la nouvelle administration Trump brandit des menaces de barrières tarifaires. Dans ce contexte, quel sera le moteur de la croissance économique au Canada alors que l'avenir semble plein d'embûches? En fait, tout n'est pas négatif et certains facteurs jouent en notre faveur. Tout d'abord, la Banque du Canada a déjà entamé une forte réduction

de son directeur qui est passé de 5 % à 3,25 %. À ce niveau, la politique monétaire n'est plus considérée comme restrictive et nous anticipons d'autres baisses de taux d'intérêt en 2025. Ces baisses de taux devraient continuer de soutenir la consommation et apporter un soutien à la croissance économique. Deuxièmement, les récentes mesures budgétaires annoncées par le gouvernement Trudeau, bien que temporaire, soutiendront temporairement l'économie. Il est question ici d'un congé

de TPS sur certains produits, de la réinstauration de l'hypothèque sur 30 ans (dans certaines situations) et de la hausse du seuil de la limite d'assurance hypothécaire. Finalement, plusieurs économistes s'entendent que certains tarifs douaniers devraient entrer en vigueur vers la fin 2025. Ainsi, l'économie canadienne devrait en profiter brièvement alors que les entreprises américaines voudront augmenter leurs inventaires et que les entreprises canadiennes devraient devoir augmenter le nombre de travailleurs pour pallier la hausse temporaire des exportations. Ce dernier facteur entraînerait un gain de croissance à très court terme, mais également un revers dès l'entrée en vigueur des droits de douane.

Aux États-Unis, l'économie continue de faire bande à part et à croître au-dessus de son potentiel. En 2025, les attentes

de croissance ont été revues à la hausse notamment grâce aux promesses électorales du Président Trump; nouvelles baisses d'impôt, dérèglementation et hausse des tarifs douaniers. Comme pour le Canada, l'instauration de barrières tarifaires devrait stimuler l'économie en 2025, mais entraîner des effets néfastes plus tard en 2026. Il n'y a pas que la croissance économique qui a été revue à la hausse, il y a aussi l'inflation. En effet, les marchés financiers s'inquiètent de plus en plus de voir l'inflation réaccélérée et cela crée des doutes de plus en plus persistants sur la capacité de la Réserve fédérale américaine de procéder à des baisses de taux.

Qu'entrevoiyons-nous pour 2025 ? Selon nous, un des principaux thèmes de 2025 sera l'incertitude. Il ne faut pas se cacher que M. Trump sera responsable d'une bonne partie de cette incertitude. En

tant qu'investisseur, il faudra se préparer à différents scénarios et souvent ignorer les propos incendiaires que le nouveau président tiendra, si l'on se fie à son premier mandat. Dans ce contexte, les taux d'intérêt devraient être volatils au gré des données économiques et des politiques gouvernementales de la nouvelle administration américaine. Les marchés obligataires démontrent de moins en moins de tolérance vis-à-vis les importants déficits budgétaires et exigeront une prime de risque plus élevée sur les obligations à plus longue échéance. Nous demeurons prudents envers le crédit corporatif alors que les écarts de crédit sont à des niveaux historiquement bas.

**Bobby Bureau, MBA, CIM**

Gestionnaire principal, Revenu fixe  
Gestionnaire de portefeuille

## ACTIONS CANADIENNES

Malgré une exposition plus basse aux titres de technologie, l'indice S&P/TSX a terminé l'année en forte hausse. Le titre de Shopify, une entreprise de commerce électronique qui propose une plateforme basée sur le cloud pour permettre aux entreprises de vendre en ligne, dans des magasins physiques et sur les réseaux sociaux et qui représentait un poids de 5,2 % dans l'indice à la fin de l'année, a connu un rendement de +48 % pour l'année et principalement dans le quatrième trimestre. Shopify est un titre que nous ne détenons

pas pour des raisons liées à ses mesures d'évaluation élevées et un profil de risque qui ne cadre pas avec notre style de gestion fondamental pour les clients en gestion privée. L'autre contributeur principal de performance pour l'indice canadien en 2024 fut son secteur le plus imposant, soit les services financiers qui représentent un poids de 33 % dans l'indice. Les titres principaux qui ont propulsé le secteur sont la Banque Royale (+34 %), Brookfield Corp (+57 %), Manulife (+57 %) et CIBC (+50 %). Et finalement, le secteur de

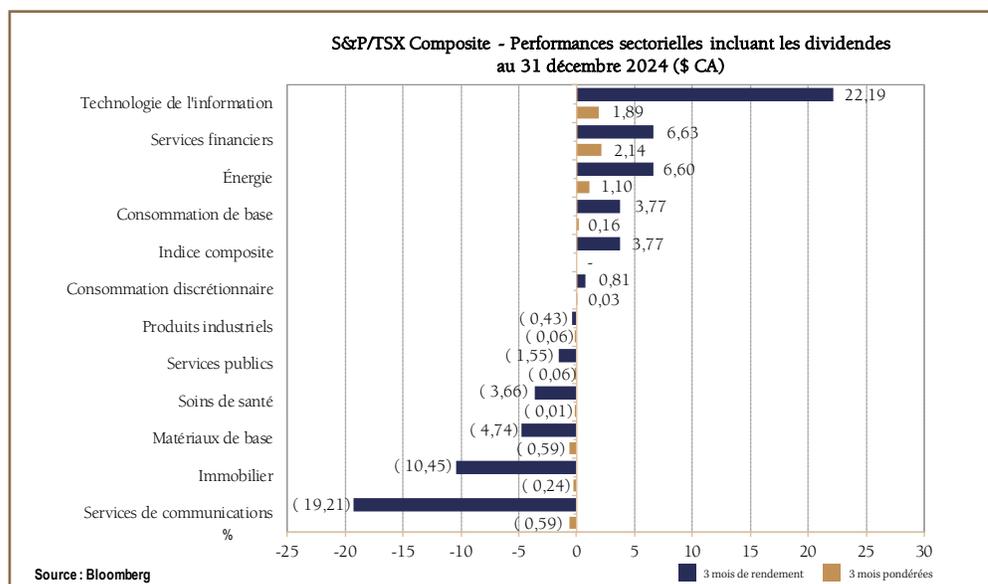
l'énergie, mené par les compagnies d'oléoducs, a progressé de 24 % en 2024, alors que les titres aurifères ont profité de l'incertitude au niveau géopolitique et économique et des baisses de taux pour surperformer le marché.

Les titres québécois ont également bien fait en 2024. Les positions dans AtkinsRéalis, Bombardier, Dollarama, Heroux-Devtek et 5N Plus ont permis à la stratégie en actions québécoises de battre le rendement de l'indice canadien en 2024 et au quatrième trimestre.

Pour l'année 2025, nous croyons que le marché canadien est bien positionné pour continuer sur sa lancée. Malgré un ralentissement de l'économie canadienne, les mesures d'évaluation sont plus attrayantes que nos voisins du sud, les taux d'intérêt risquent de baisser à un rythme plus rapide et l'élection probable d'un gouvernement conservateur, qui serait plus enclin à stimuler la croissance économique et diminuer la réglementation, pourrait attirer les investisseurs étrangers à investir au Canada.

**Philippe Côté, M.Sc., CFA**

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



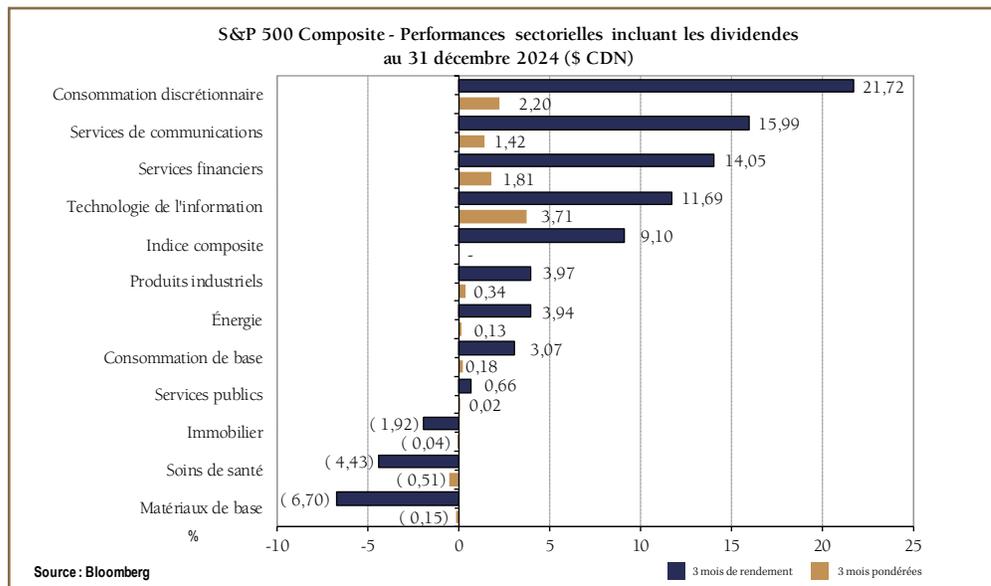
## ACTIONS AMÉRICAINES

Les actions américaines ont clôturé l'année 2024 avec un quatrième trimestre positif, bien que volatil, alors que le marché dans son ensemble a établi un nouveau sommet record au cours du trimestre. Le résultat de l'élection de novembre a fait grimper les actions alors que les investisseurs se réjouissaient des impacts positifs potentiels sur le marché boursier américain des politiques républicaines anticipées, telles que la déréglementation et les réductions d'impôts. Cependant, la situation s'est terminée assez brutalement en décembre, lorsque la Fed a réduit ses prévisions de nouvelles réductions des taux dans un contexte de ralentissement de l'inflation et d'incertitudes sur les perspectives politiques.

Pour le dernier trimestre, le secteur des biens de consommation discrétionnaire a été le plus performant (+21,7 %) principalement en raison de l'impressionnante performance de Tesla (+64,3 %). En effet, le titre a atteint des sommets records et l'entreprise est perçue comme bénéficiant de l'influence que son PDG, Elon Musk, possède dans le gouvernement du Président élu Trump. Le secteur des matériaux fut le moins performant (-6,7 %) en raison de plusieurs facteurs macroéconomiques tels que des inquiétudes quant à la vigueur de l'économie américaine ainsi qu'un ralentissement économique en Chine.

Pour l'année 2024, le marché américain a continué sur sa lancée d'excellente performance avec un rendement de +36,2 %. Tous les secteurs du S&P 500 ont connu des rendements positifs en dollar canadien. Seul le secteur des matériaux a connu une année négative en devise locale, mais +8,5 % en dollar canadien. Le secteur des communications fut le secteur le plus performant (+52,9 %). Il a été porté par les thèmes comme la 5G, soulevant les titres d'AT&T et T-Mobile, ou l'intelligence artificielle propulsant des titres comme Alphabet et Meta. Le thème de l'intelligence artificielle a également propulsé les entreprises technologiques (+42,9 %), où Nvidia a été le titre du S&P 500, tous secteurs confondus, ayant réalisé la meilleure performance (+196 %) en 2024.

Les « Magnificent 7 » ont encore une fois poussé à la hausse le S&P 500. Ces sept leaders représentent maintenant plus de 33 % du S&P 500 et expliquent 55 % du rendement de l'indice. Il s'agit de la troisième année consécutive qu'elles expliquent au moins 55% du rendement de l'indice. Les anticipations de croissance des bénéficiaires pour ces compagnies continuent d'être encore bien supérieures au reste du S&P 500 (21 % vs 13 %).



## ACTIONS INTERNATIONALES

Le quatrième trimestre de 2024 a été marqué par une volatilité accrue sur les marchés internationaux, mais avec un retournement positif à mesure que la fin de l'année approchait. Plusieurs facteurs ont contribué à cette dynamique, notamment :

1. Résultats économiques: La croissance économique dans de nombreuses régions développées, notamment en Europe et dans la zone Asie-Pacifique, a montré des signes de résilience. Toutefois, les perspectives économiques mondiales sont restées

incertaines, avec une modération des prévisions de croissance pour l'année 2025, en raison des tensions géopolitiques et des pressions inflationnistes persistantes.

2. Taux d'intérêt et la politique monétaire: Les banques centrales des grandes économies mondiales ont maintenu des politiques monétaires relativement restrictives, avec une vigilance accrue sur l'inflation. Les marchés ont réagi positivement à

cette stabilité, mais des ajustements futurs restent possibles, en fonction de l'évolution de la situation économique.

3. Performance des marchés: En termes de performance des actions, le marché international a connu une progression modérée par rapport aux marchés américains. Cependant, certaines économies, comme le Japon et l'Australie, ont enregistré des résultats particulièrement solides, tirés par des secteurs comme la technologie, l'industrie et les

ressources naturelles. En revanche, certaines régions européennes ont fait face à des défis économiques, ce qui a pesé sur les indices. Par exemple, le marché français a affiché une sous-performance notable par rapport à ses homologues européens et mondiaux. Plusieurs facteurs expliquent cette faiblesse, notamment l'instabilité politique, les préoccupations quant à la politique budgétaire et une croissance faible du PIB autour de 1%.

Au cours du dernier trimestre, nous avons diversifié le portefeuille pour ramener les poids sectoriels et géographiques plus près de ceux des indices. Entre autres, nous avons ajouté des titres de grandes capitalisations tels que LVMH, Air Liquide et Novo Nordisk. Alors que nous entrons

dans l'année 2025, plusieurs facteurs clés vont probablement façonner les perspectives des actions internationales, dont les perspectives de croissance, la politique monétaire des banques centrales, ainsi que la technologie et l'innovation telle que l'intelligence artificielle.

De plus, il sera intéressant de surveiller la valorisation des marchés internationaux versus le marché américain. Les mesures d'évaluation des actions internationales restent relativement attractives par rapport au marché américain, offrant des opportunités pour les investisseurs à la recherche de valorisation plus raisonnable dans un environnement incertain. Le marché américain représente maintenant environ 70% de l'indice mondial, un pourcentage qui a doublé au cours des 30

dernières années. Quant à leur valorisation, les actions américaines se transigent à environ 24 fois les profits, alors que les actions mondiales ex-US se transigent à environ 15 fois les profits. Au cours des 10 dernières années, les investisseurs se sont dirigés vers les grandes entreprises technologiques américaines, ce qui est largement reflété dans leur mesure d'évaluation moyenne (45x les profits); il sera intéressant de voir si le marché continue de leur donner cette prime de valeur ou un rééquilibrage pourrait survenir.

---

**Philippe Tardif, LLB, MBA, CFA**  
Vice-Président

#### **CHANGEMENT DE GESTIONNAIRE DES FONDS D' ACTIONS AMÉRICAINES, MONDIALES ET INTERNATIONALES**

Dans le cadre de notre stratégie de gestion d'actifs et de renforcement de nos capacités internes, nous avons pris la décision de rapatrier les activités de gestion des fonds d'actions américaines, mondiales et internationales, qui étaient auparavant confiées à un sous-gestionnaire externe. Cette décision s'inscrit dans notre volonté d'optimiser nos processus de gestion et de mieux contrôler l'ensemble de nos portefeuilles, tout en garantissant une plus grande réactivité face aux évolutions des marchés. En internalisant ces activités, nous visons également à renforcer la cohérence de notre approche d'investissement, en nous appuyant sur une expertise et une connaissance approfondie de nos fonds, tout en bénéficiant d'une gestion plus agile et alignée avec nos objectifs à long terme.

## STATISTIQUES AU 31 DÉCEMBRE 2024

### CANADA

Chômage (Novembre)	6,8 %	↑
I.P.C. (Novembre)	1,9 %	↓
Billet Trésor 3 mois	3,14 %	↓
Obligation 5 ans	2,97 %	↑
Obligation 10 ans	3,23 %	↑
S&P/TSX	24 728	↓

### ÉTATS-UNIS

Chômage (Novembre)	4,2 %	↑
I.P.C. (Novembre)	2,7 %	↑
Billet Trésor 3 mois	4,31 %	↓
Obligation 5 ans	4,38 %	↑
Obligation 10 ans	4,57 %	↑
Dow Jones - Industrielles	42 544	↓
S&P 500	5 882	↓

### DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,70	↑
\$ É.-U. / € Euro	1,04	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	157,20	↓

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 2024

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,08 %	2,31 %	4,92 %	3,81 %	2,48 %
<b>OBLIGATIONS</b>					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	-0,04 %	4,62 %	4,23 %	-0,60 %	0,79 %
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	0,65 %	4,06 %	5,70 %	2,13 %	2,13 %
Indice adapté gestion privée Eterna <sup>1</sup>	0,22 %	4,43 %	5,29 %	1,25 %	1,82 %
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	-0,41 %	4,97 %	4,65 %	-0,12 %	1,31 %
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	-0,80 %	4,91 %	1,35 %	-4,59 %	-1,49 %
<b>INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS</b>					
Canada - S&P/TSX Composite	3,76 %	14,71 %	21,65 %	8,58 %	11,08 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	9,10 %	14,11 %	36,22 %	13,73 %	16,92 %
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	7,52 %	15,47 %	25,29 %	12,28 %	12,86 %
<b>INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX</b>					
Royaume-Uni - FTSE-100	-0,66 %	5,92 %	17,20 %	9,25 %	6,32 %
France - CAC-40	-4,40 %	0,28 %	-0,28 %	2,18 %	4,76 %
Allemagne - DAX	2,11 %	11,19 %	21,39 %	8,95 %	8,90 %
Japon - Nikkei-225	1,86 %	8,32 %	16,16 %	4,49 %	5,14 %
Hong Kong - Hang Seng	1,15 %	19,77 %	28,92 %	-0,70 %	-4,58 %
Australie - S&P/ASX 200	-6,31 %	2,44 %	5,98 %	1,95 %	3,57 %
<b>DEVISES</b>					
\$ CAN versus \$ É.-U.	6,35 %	5,15 %	8,62 %	4,41 %	2,06 %

\* 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