

SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS

Depuis la dernière publication de notre revue mensuelle en juillet, le calendrier a été chargé d'évènements et la volatilité sur les marchés financiers s'est accrue. Même si l'économie américaine continue de croître à un bon rythme, les chiffres économiques se montrent plus décevants en fonction des anticipations. Le principal scénario anticipé par les prévisionnistes demeure celui d'un atterrissage en douceur de l'économie. Ainsi, il n'est pas surprenant d'assister à des reculs sur les marchés financiers si la croissance économique est plus faible qu'elle n'y paraît. D'ailleurs, les investisseurs ont fortement réagi aux données décevantes sur l'emploi en juillet, provoquant une brève correction des marchés boursiers. Toutefois, les épisodes baissiers observés dans les derniers mois demeurent temporaires ; l'optimisme de voir les banques centrales réussir à éviter une

récession grâce à la diminution des taux d'intérêt l'emporte sur les préoccupations d'une économie en ralentissement. Nous croyons que cette hausse récente de la volatilité pourrait nous accompagner encore quelque temps, car les évaluations demeurent élevées et les baisses de taux annoncées par les banques centrales auront des bénéfices à retardement.

Aux États-Unis, la bourse a continué d'être généreuse alors que l'indice S&P 500 a enregistré un gain trimestriel de 5,9% en devise locale. Au Canada, le S&P TSX a été plus généreux avec un rendement de 10,5%. De plus, les performances trimestrielles des principaux indices boursiers européens continuent d'être dispersées selon les régions; 0,9% pour le FTSE 100 (Royaume-Uni), 2,1% pour le CAC 40 (France) et 6% pour le DAX 30 (Allemagne). Finalement, la bourse chinoise a terminé le trimestre

sur un fort rebond suite aux multiples annonces pour stimuler l'économie et l'indice Shanghai Se a généré un gain de 12,4%.

Avec la Banque du Canada qui a continué de réduire son taux directeur, les taux d'intérêt ont continué de baisser sur l'ensemble de la courbe des rendements, ce qui a permis de réaliser un rendement de 4,7% pour l'indice des obligations universelles FTSE Canada au troisième trimestre.

Au niveau de la répartition des nos actifs, en général nous sommes légèrement sous-pondérés en actions par rapport à notre positionnement neutre à long terme. Nous préférons redéployer ces actifs vers les produits alternatifs qui ne sont pas sujets à la volatilité des marchés boursiers et qui nous procurent des revenus réguliers.

- La **volatilité a augmenté** sur les marchés financiers, mais les épisodes baissiers observés demeurent **temporaires**.
- **Le marché du travail ralentit, mais demeure sain** ; la forte immigration explique une bonne partie de la hausse du chômage et il est normal d'observer un ralentissement par rapport au rythme effréné des embauches depuis la sortie de la pandémie.
- Au Canada, **la diminution de l'immigration** et les **renouvellements hypothécaires** exerceront une pression baissière sur la croissance économique.
- L'économie canadienne est **plus vulnérable** qu'aux États-Unis ; sensibilité aux taux d'intérêt.
- **L'assouplissement monétaire** ne fait que **débuter** et il ne faudrait pas être surpris de voir des baisses de plus forte amplitude (0,50%).

Au troisième trimestre, deux événements en particulier ont retenu notre attention, soit le début de l'assouplissement de la politique monétaire américaine et le ralentissement du marché de l'emploi. Deux facteurs qui ont eu des impacts positifs et négatifs sur les marchés boursiers et qui demeureront des sujets importants d'ici la fin de l'année.

Au Canada, la Banque du Canada a annoncé trois baisses consécutives de 0,25% de son taux directeur; ces décisions étaient pleinement escomptées par les marchés financiers. Le gouverneur de la banque centrale n'a pas caché que la faiblesse de l'économie canadienne justifiait les décisions et qu'une baisse plus agressive de 0,50% était possible dans le contexte économique actuelle. Au cours de la prochaine année, le ralentissement de l'immigration et les renouvellements hypothécaires à des taux plus élevés freineront davantage l'économie canadienne. Fait intéressant, depuis quelques mois nous observons un comportement prudent de la part des ménages canadiens, soit une augmentation du taux d'épargne. Nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, mais nous sommes l'une des populations les plus endettées. Or, cette hausse du taux d'épargne pourrait éventuellement amoindrir l'impact du choc des renouvellements hypothécaires. Il faut également comprendre que les baisses de taux de la Banque du Canada ont des effets bénéfiques sur les hypothèques à taux variable. Toutefois, une baisse du taux directeur ne se reflète pas nécessairement sur les taux fixes; ceux-ci étant davantage influencé par les taux d'obligations du gouvernement. Au cours de la prochaine année, nous estimons que l'apaisement des pressions inflationnistes et l'augmentation du taux de chômage justifieront d'autres baisses du taux directeur. Actuellement, les prévisionnistes s'attendent à un taux directeur de 3,5% à la fin 2024.

Aux États-Unis, comme nous l'anticipions, la Réserve fédérale américaine a fait preuve de plus de patience avant de débiter son cycle de baisse de taux et elle n'a procédé qu'à une seule baisse de son taux directeur, mais une baisse plus agressive de 0,50%. L'économie américaine ne fait pas face aux mêmes problèmes qu'au Canada. Chez nos voisins du Sud, la croissance économique et les investissements des entreprises sont plus soutenus, les ménages sont moins endettés et la productivité est meilleure. Toutefois, il semble que leur marché du travail connaît également un ralentissement ce qui préoccupe de plus en plus la banque centrale américaine. Il y a principalement trois facteurs qui illustrent ce ralentissement. Premièrement, les chiffres d'emploi de juillet ont démontré une augmentation du taux de chômage de 0,2% à 4,3% et le déclenchement de la règle de Sahm. Selon cet indicateur, lorsque la moyenne sur trois mois du taux de chômage augmente de 0,5 point de pourcentage par rapport à son minimum des douze derniers mois, historiquement une récession est sur le point de débiter. Cette hausse du taux de chômage a perturbé les marchés financiers et explique les baisses que nous avons observées à la bourse en début août. Cependant, il faut garder à l'esprit que cette fois-ci la hausse du taux de chômage n'est pas le résultat de mise à pied massive, mais plutôt due à l'immigration. Deuxièmement, l'enquête auprès des ménages démontre un recul des emplois à temps plein au cours des 12 derniers mois et une augmentation du nombre de personnes forcées de travailler à temps partiel pour des raisons économiques. Troisièmement, une révision préliminaire de la création d'emploi de mars 2023 à mars 2024 a démontré que la création d'emploi avait été surévaluée de 818 000 emplois. Il ne fait aucun doute que ces trois facteurs démontrent bien un ralentissement. Néanmoins, en général les données sur l'emploi demeurent saines et il

est normal d'observer un ralentissement par rapport au rythme effréné des embauches depuis la sortie de la pandémie; il faut s'attendre à ce que les chiffres d'emploi continuent de créer de la volatilité. Comme au Canada, l'assouplissement monétaire se poursuivra au cours des prochains mois et les prévisionnistes s'attendent à un taux de 4,15% à la fin 2024.

Au niveau du marché obligataire, nous entrevoyons également de la volatilité au cours des prochains mois. À la même période l'année dernière, l'assouplissement en vue des politiques monétaires avait créé une baisse prononcée sur les taux d'intérêt; à titre d'exemple les taux dix ans canadiens passaient de 4,2% à 3,1% en seulement trois mois. Toutefois, les anticipations étaient trop agressives et les taux avaient rapidement augmenté en début 2024. Est-ce que la même situation pourrait se reproduire neuf mois plus tard? Nous croyons que c'est un scénario envisageable, car les baisses de taux escomptées actuellement sont plus agressives que celles des membres votant de la Réserve fédérale américaine.

Bobby Bureau, MBA, CIM[®]

Gestionnaire principal, Revenu fixe

Gestionnaire de portefeuille

ACTIONS CANADIENNES

Ce troisième trimestre de 2024 a été dominé au Canada par le secteur des Services financiers. Avec le cycle de baisses de taux officiellement débuté, les titres du secteur, qui forment la plus grosse représentation dans l'indice canadien avec un poids moyen de 32 %, ont présenté un rendement de +17 % pour le trimestre se terminant le 30 septembre 2024. Le sous-secteur des banques a particulièrement retenu l'attention, alors que le dévoilement de leurs résultats au mois de septembre a donné un vent de dos aux titres bancaires. Les banques ont tous présenté de solides résultats pour leurs opérations canadiennes, qui continuent de montrer un marché résilient avec peu de pertes sur prêts. L'élément différenciateur principal entre

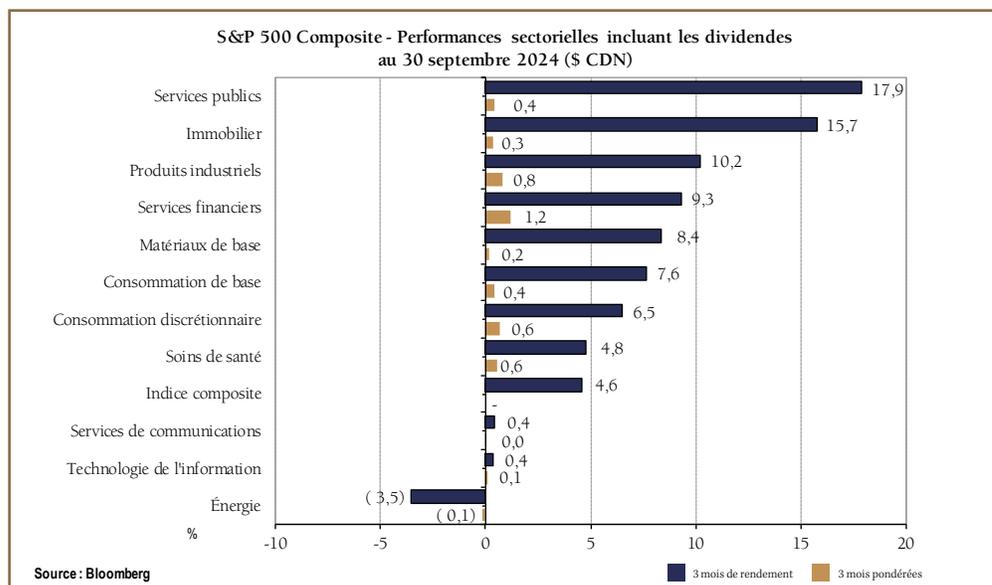
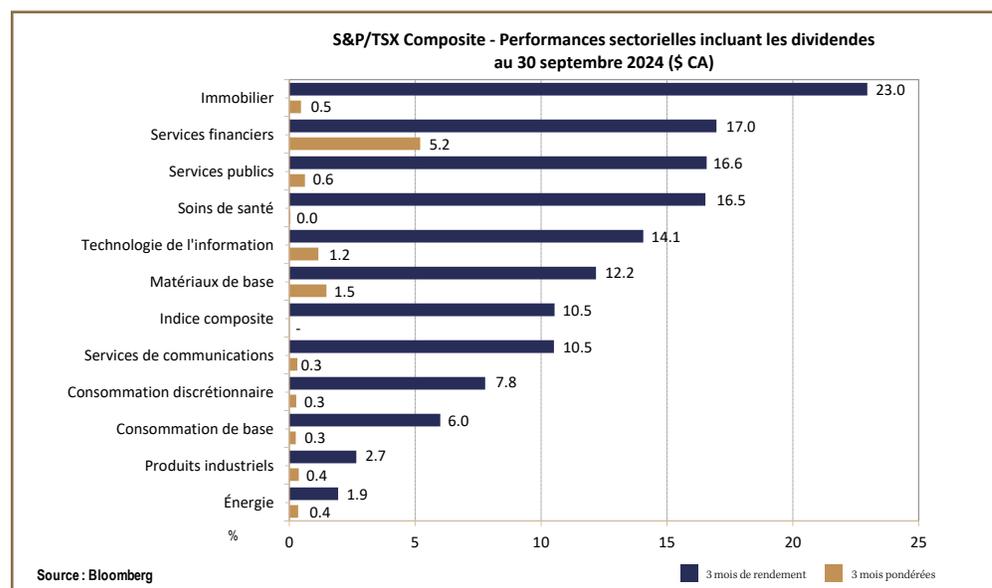
les banques canadiennes est venu de leurs opérations américaines, alors que la BMO a connu un 3e trimestre de suite avec des pertes sur prêts plus élevées que prévu dans sa division américaine. Pour sa part, Banque TD a pris une charge de US\$ 3 milliards en prévision de pénalités à venir à la suite d'un manque de contrôle dans ses techniques de détection d'activités de blanchiment d'argent dans sa division américaine. L'annonce officielle du total des pénalités monétaires et autres conséquences sur ses activités devraient être connues d'ici la fin de l'année. De son côté, la Banque de la Nouvelle-Écosse a débuté un changement stratégique important en annonçant une prise de position de 15 % dans une banque américaine, KeyBank, une

première étape dans ce pays pour cette banque, qui semblerait également explorer la vente de certains actifs en Amérique Latine, qui formait par le passé le gros de sa stratégie hors-Canada.

Pendant ce temps, la Banque Nationale continue de prendre de l'expansion au Canada en annonçant une offre d'acquisition pour Canadian Western Bank, une banque axée sur le prêt commercial bien implanté dans l'ouest canadien. Quoique le prix d'achat se fera à un multiple d'évaluation élevé et que la banque a dû procéder à une émission d'actions pour maintenir un niveau de capital suffisant, nous voyons beaucoup de synergies et d'opportunités de croissance pour la Banque Nationale avec cette acquisition. La Banque Royale, qui présente la capitalisation boursière la plus élevée au Canada à \$ 237 G, continue sa progression stable et sans surprise, profitant de bons résultats au Canada à la suite de son acquisition de HSBC Canada.

Le secteur Immobilier a aussi rebondi, suivant les baisses de taux, avec un rendement de 22 % pour l'indice canadien dans ce secteur peu représenté (poids moyen de 2,2 % dans l'indice). Nous étions bien positionnés pour ce rebond, avec nos positions dans Canadian Apartment Properties REIT ainsi que Colliers International et Brookfield Corp, un gestionnaire d'actifs avec une forte présence dans le secteur immobilier.

Les titres de petites capitalisations ainsi que les titres en actions québécoises ont connu un fort trimestre, avec plusieurs titres en commun qui ont mené la charge pour les deux stratégies. Les titres de Héroux-Devtek, qui a reçu une offre de privatisation, est en hausse de +110 % année à date à la fin septembre alors que les titres de Bombardier et 5N Plus ont fortement contribué aux rendements dans le trimestre et pour l'année.



Philippe Côté, M.Sc., CFA

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

Au cours du dernier trimestre, les marchés boursiers mondiaux ont connu une croissance robuste, augmentant d'environ 5 %. Cette performance a été soutenue par un environnement macroéconomique favorable, caractérisé par une croissance économique stable et une inflation maîtrisée. Les banques centrales, y compris la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne ont mis en œuvre des baisses de taux alors que l'inflation se rapprochait de leur objectif de 2 %, renforçant ainsi la confiance des investisseurs.

Plusieurs événements macroéconomiques significatifs ont façonné le trimestre, notamment le retrait du président Joe Biden de la course présidentielle américaine en faveur de la vice-présidente Kamala Harris, ce qui a ajouté de nouvelles dynamiques à cette course.

Parallèlement, les actions chinoises ont connu un fort rallye à la fin septembre après que les remarques du président Xi Jinping aient été interprétées comme un engagement similaire à la célèbre promesse de Mario Draghi «Quoiqu'il en coûte» pendant la crise de la dette européenne de 2012. Ces récentes déclarations suggèrent que le gouvernement pourrait adopter des mesures fiscales ciblées pour soutenir les secteurs en difficulté et stimuler la croissance. Cela est particulièrement important alors que l'économie chinoise fait face à des vents contraires provenant à la fois des changements de politique intérieure et des pressions économiques mondiales.

Du point de vue de la gestion de portefeuille, nos stratégies d'investissement ont affiché des rendements solides, s'alignant étroitement sur les indices de référence. Les portefeuilles ont bien récupéré au

cours du dernier mois du trimestre, après avoir légèrement sous-performé en juillet et en août. Les petites entreprises axées sur l'efficacité énergétique—comme Alstom, Ameresco, Carrier Global, Comfort Systems et Nexans—ont particulièrement bien performé alors que la probabilité de réélection de Donald Trump diminuait. De plus, Duolingo et Oracle ont enregistré des gains significatifs. En revanche, d'anciens meneurs tels qu'ASML, Intel et Novo Nordisk ont connu des replis après des précédents rallyes.

En regardant vers l'avenir, le portefeuille est bien positionné pour continuer à générer des rendements positifs dans une variété de conditions économiques, grâce à son exposition équilibrée.

Nordis Capital

Gestionnaire des fonds Eterna mondial, américain et international

STATISTIQUES AU 30 SEPTEMBRE 2024

CANADA

Chômage (Août)	6,6 %	↑
I.P.C. (Août)	2,0 %	↓
Billet Trésor 3 mois	4,22 %	↑
Obligation 5 ans	2,74 %	↓
Obligation 10 ans	2,96 %	↓
S&P/TSX	24 000	↑

ÉTATS-UNIS

Chômage (Août)	4,2 %	↓
I.P.C. (Août)	2,5 %	↓
Billet Trésor 3 mois	4,62 %	↓
Obligation 5 ans	3,56 %	↓
Obligation 10 ans	3,78 %	↓
Dow Jones - Industrielles	42 330	↑
S&P 500	5 762	↑

DEVISES

\$ É.-U. / \$ CAN	0,74	↑
\$ É.-U. / € Euro	1,11	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	143,63	↑

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 SEPTEMBRE 2024

	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	1,22%	2,53%	5,13%	3,45%	2,34%
OBLIGATIONS					
Indice des obligations universelles FTSE Canada	4,66%	5,56%	12,89%	-0,10%	0,63%
Indice des obligations globales à court terme FTSE Canada	3,39%	4,68%	9,33%	1,74%	2,02%
Indice adapté gestion privée Eterna ¹	4,19%	5,32%	11,10%	1,12%	1,71%
Indice des obligations globales à moyen terme FTSE Canada	5,40%	6,27%	13,76%	0,13%	1,17%
Indice des obligations globales à long terme FTSE Canada	5,75%	5,98%	17,30%	-2,85%	-1,71%
INDICES BOURSIERS NORD-AMÉRICAINS					
Canada - S&P/TSX Composite	10,54%	9,96%	26,74%	9,52%	10,95%
États-Unis - Standard & Poor's 500	4,59%	10,18%	35,97%	14,28%	16,44%
États-Unis - Dow Jones Industrial Average	7,39%	7,11%	28,49%	12,29%	12,23%
INDICES BOURSIERS INTERNATIONAUX					
Royaume-Uni - FTSE-100	6,62%	11,90%	23,06%	11,29%	8,24%
France - CAC-40	4,90%	-4,13%	12,47%	6,30%	7,00%
Allemagne - DAX	8,89%	7,67%	31,99%	9,11%	10,15%
Japon - Nikkei-225	6,34%	-0,94%	23,91%	2,19%	6,08%
Hong Kong - Hang Seng	18,41%	28,41%	19,26%	-2,83%	-3,57%
Australie - S&P/ASX 200	9,34%	11,24%	26,04%	4,93%	5,34%
DEVISES					
\$ CAN versus \$ É.-U.	-1,13%	-0,11%	-0,38%	2,17%	0,43%

* 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