

Lettre financière trimestrielle

au 30 juin 2024

VALEURS MOBILIÈRES

Leblanc Martineau St-Hilaire
www.conseillersenplacement.ca

 **Desjardins**
Gestion de patrimoine
Valeurs mobilières

Déterminés à faire la
différence dans votre vie
financière depuis 1994

TABLE DES MATIÈRES

REVUE SOMMAIRE DE LA PERFORMANCE TRIMESTRIELLE DES PRINCIPAUX MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX	3
REVUE SOMMAIRE DE LA PERFORMANCE TRIMESTRIELLE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES NORD-AMÉRICAINS	6
MISE-À-JOUR DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'ÉQUIPE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE	7
PERSPECTIVE SUR LES MARCHÉS ET POSITIONNEMENT GLOBAL DES PORTEFEUILLES	14
PERSPECTIVE DES ÉLECTIONS AMÉRICAINES ET DE L'IA SUR NOS PORTEFEUILLES ESG	18
PORTEFEUILLE ACTIONS MONDIALES CONCENTRÉ (AMC)	21
PORTEFEUILLE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE (LMS)	22
PORTEFEUILLE INVESTISSEMENT RESPONSABLE (ESG)	23
PORTEFEUILLE REVENUS ÉLEVÉS (REV+)	24
SURVOL DE DOUBLE MATÉRIALITÉ DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE ESG	25–26
SURVOL DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE AMC	27–28

REVUE SOMMAIRE DE LA PERFORMANCE TRIMESTRIELLE DES PRINCIPAUX MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX

Contrairement aux trois premiers mois de l'année, la performance des principaux marchés mondiaux n'a pas été uniformément positive au deuxième trimestre. En effet, outre les indices américains, qui ont continué sur leur solide élan, le portrait est beaucoup plus mitigé au Canada, en Asie et sur le Vieux Continent.

Aux États-Unis, le S&P 500 et le Nasdaq, les deux indices phares, se sont appréciés de 4,3 % et 8,1 % respectivement sur trois mois, amenant leur rendement total depuis le début de l'année à 15,3 % et 17,5 %. Les titres technologiques, particulièrement ceux liés aux semi-conducteurs (thématique de l'intelligence artificielle), et la résilience de l'économie qui demeure élevée dans un contexte de politique monétaire restrictive sont les principaux facteurs qui expliquent cette importante appréciation.

Au Canada, la performance du S&P/TSX a été beaucoup moins reluisante, avec un recul de 0,5 % sur trois mois et un rendement de 6,1 % depuis le début de 2024. L'écart avec notre voisin du Sud s'explique principalement par une économie beaucoup moins vigoureuse, une faible exposition au secteur technologique et la performance moribonde du secteur des télécommunications.

En Asie, le Nikkei 225 est en recul de 1,9 % au deuxième trimestre, ce qui ne l'empêche toutefois pas d'afficher un rendement de 19,3 % en devises locales (8,2 % en CAD) depuis le début de l'année. La performance demeure portée par un ensemble de facteurs, dont:

- la dévaluation du yen
- l'abandon des taux d'intérêt négatifs et de la politique de contrôle de la courbe des taux par la Banque du Japon
- le caractère encourageant des données économiques
- l'optimisme généralisé suscité par l'amélioration de la gouvernance dans les dernières années.

En Chine (Hong Kong), l'indice Hang Seng s'est apprécié de 9 % au deuxième trimestre après une rendement plus difficile de -2,5 % dans les trois premiers de l'année, ce qui reflète un certain regain d'optimisme à court terme autour des plus récentes mesures stimulatrices du gouvernement et de l'espoir que le marché immobilier (plus de 70 %+ de la richesse commune) se stabilisera.

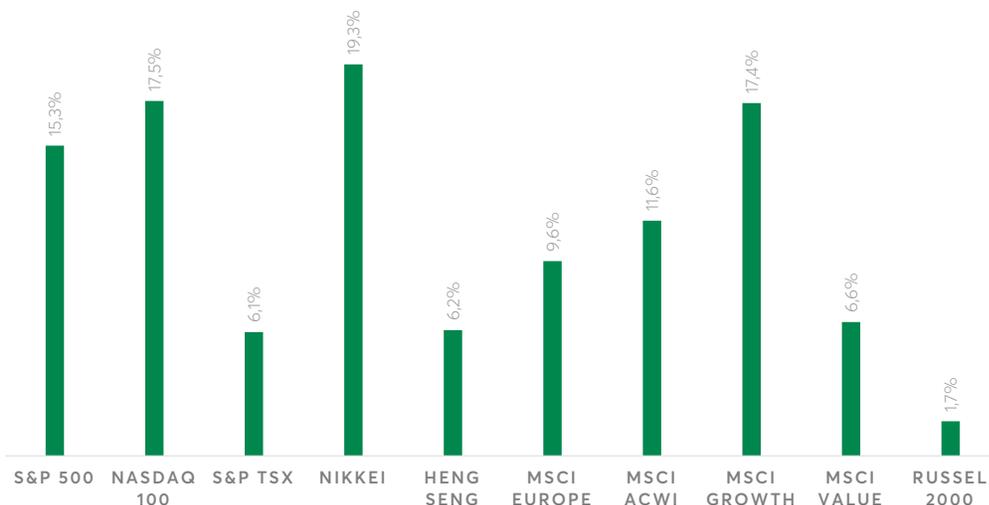


FIGURE 1
RENDEMENT TOTAL (INCLUANT DIVIDENDES) DES PRINCIPAUX MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX – ANNÉE EN COURS AU 30 JUIN 2024

Source : Bloomberg

Malgré les conflits qui sévissent toujours dans la région, les marchés européens se tirent somme toute bien d'affaires alors que le MSCI Europe s'est apprécié de 1,7 % au deuxième trimestre et de 9,6 % depuis le début de l'année. Quoique la performance soit assez uniforme dans les différents pays développés de la région, notons tout de même que les Pays-Bas (ASML – semi-conducteurs) et le Danemark (Novo Nordisk – médicaments pour contre l'obésité) se distinguent positivement alors que le rendement du CAC 40 en France est plus modeste (1,9 %).

Pour ce qui est des styles d'investissement, la tendance du premier trimestre et des dernières années s'est poursuivie alors que le marché continue de privilégier les titres de croissance et de sociétés à plus grande capitalisation au détriment des titres de valeur et de sociétés à plus petite capitalisation (Russell 2000). De fait, les indices MSCI World Growth, MSCI World Value et Russel 2000 ont enregistré des rendements de 6,4 %, – 1 % et – 3,3 % respectivement au deuxième trimestre.

Dans la lignée de 2023 et du premier trimestre de 2024, la performance enregistrée par les grands indices boursiers depuis le début de l'année repose largement sur quelques titres technologiques américains, notamment Nvidia, qui explique à lui seul 4,6 % du rendement du S&P 500, ou environ 32 % de la performance de l'indice pour l'année en cours.

Dans le même ordre d'idées, comme illustré par Strategas (figure 2), environ 77 % de la performance (excluant dividendes) du S&P 500 depuis le début de 2024 est attribuable aux 10 sociétés ayant les plus grandes capitalisations boursières, alors que ces dernières ne représentent que 35 % de la capitalisation de l'indice et 27 % de ses profits estimés (figure 3). La seule fois où la concentration a été aussi importante, c'était en 2007, à l'aube de la crise financière.

Annual S&P 500 Contribution of 10 Largest Weights During Positive Performance Years		
Year	Top 10 as % of Total	S&P 500 % Perf.
2007	78.7%	3.5%
2024	77.2%	14.5%
2023	68.4%	24.2%
2020	58.9%	16.3%
1999	54.5%	19.5%
2021	45.0%	26.9%
1998	36.8%	26.7%
1996	33.9%	20.3%
2017	33.3%	19.4%
2019	32.8%	28.9%
1991	28.6%	26.3%
2006	27.6%	13.6%
2016	26.6%	9.5%
2003	23.6%	26.4%
1995	22.3%	34.1%
2014	22.2%	11.4%
2004	21.1%	9.0%
2005	20.5%	3.0%
2010	19.6%	12.8%
2012	19.2%	13.4%
1997	19.1%	31.0%
2013	17.6%	29.6%
2009	15.5%	23.5%
1992	14.9%	4.5%
1993	12.2%	7.1%

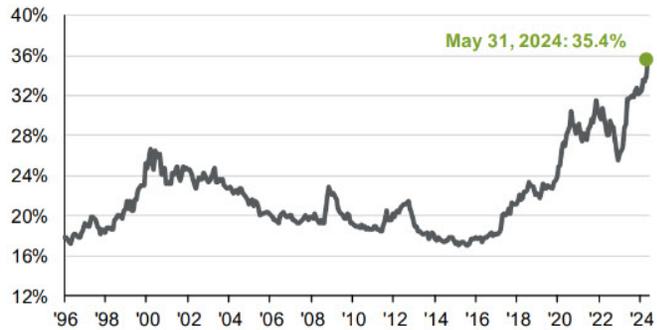
FIGURE 2
CONTRIBUTION HISTORIQUE DES PRINCIPALES 10 SOCIÉTÉS AU S&P 500

Sources : Strategas, Bloomberg

Comme mentionné dans la dernière lettre financière, par le passé, après de tels épisodes de surperformance, la situation a eu tendance à se normaliser fortement au fil du temps (figure 4). Cette réalité continue d'influencer la position de nos principaux portefeuilles, un élément qui est exploré davantage dans la section 4, consacrée à ce sujet.

Weight of the top 10 stocks in the S&P 500

% of market capitalization of the S&P 500



Earnings contribution of the top 10 in the S&P 500

Based on last 12 months' earnings



FIGURE 3

HISTORIQUE DE LA CONCENTRATION DE LA CAPITALISATION DU S&P 500

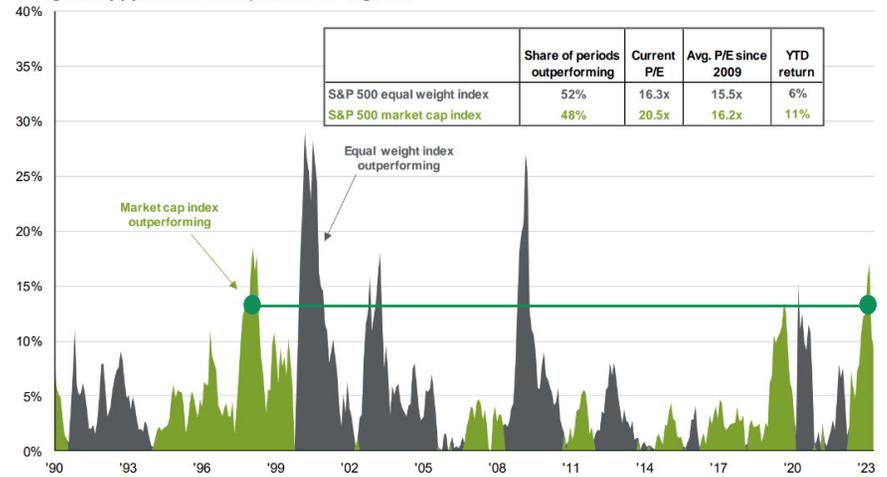
Source : J.P Morgan Asset Management

S&P 500 market cap vs. equal weight performance

GTM U.S. 12

S&P 500 market cap and equal weight relative performance

Rolling monthly y/y total returns, outperformance = high - low



Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Guide to the Markets - U.S. Data are as of May 31, 2024.

FIGURE 4

HISTORIQUE DE L'ÉCART DE PERFORMANCE ENTRE LE S&P 500 ET LE S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ

Source : J.P Morgan Asset Management

REVUE SOMMAIRE DE LA PERFORMANCE TRIMESTRIELLE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES NORD-AMÉRICAINS

Du côté des obligations américaines, les taux d'intérêt à 10 ans s'établissaient à 4,40 % au 30 juin, soit une hausse d'environ 0,40 % depuis le début de l'année et un niveau inchangé par rapport au trimestre précédent. La remontée observée aux États-Unis depuis janvier s'explique principalement par la résilience plus forte que prévu des indicateurs économiques (notamment en matière d'emploi et de consommation), ce qui a mené les investisseurs à s'attendre à :

- moins de baisses du taux directeur en 2024 (É.-U. : -0,25 % au lieu de -1,5 % au départ).
- des baisses débutant au dernier trimestre de l'année et non en mars ou en avril comme le marché le prévoyait au début de janvier.

La situation est relativement similaire au Canada, où le taux à 10 ans est actuellement de 3,5 %, c'est-à-dire en progression de 0,3 % depuis le début de l'année, et essentiellement inchangé par rapport au niveau observé à la fin du dernier trimestre, et ce, même si la Banque du Canada (BdC) a baissé son taux directeur de 0,25 % en juin, comme anticipé.

En raison des progrès dans la lutte contre l'inflation et du ralentissement économique plus prononcé qu'aux États-Unis, on s'attend toujours à ce qu'elle abaisse de nouveau son taux directeur à une ou deux reprises d'ici la fin de l'année. Nous examinerons plus en détail cette perspective ultérieurement.

À sa dernière réunion (12 juin), la Réserve fédérale américaine (Fed) a maintenu son taux directeur au niveau actuel (5,25 % - 5,50 %) et réitéré que ses membres misent toujours sur un atterrissage en douceur de l'économie, c'est-à-dire un ralentissement de l'activité économique modéré qui entraînera un retour graduel de l'inflation à la cible à long terme (2 %) sans récession ni pertes d'emplois importantes.

Toutefois, en raison de la vigueur de l'économie et de certains signes (suivis par la Fed) que les progrès en matière d'inflation pourraient ralentir, voire stagner au deuxième semestre, les membres ont révisé leurs projections économiques et leurs anticipations sur la direction des taux d'intérêts (report du début des baisses). La figure 5 présente les dernières projections économiques d'importance des membres de Fed par rapport à celles de mars dernier.

FIGURE 5
PROJECTIONS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE – JUIN 2024

Source : Réserve fédérale américaine

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3	3.5-4.5
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0		2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1		2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3	
March projection	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6	2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

MISE-À-JOUR DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'ÉQUIPE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE

Le marché considère toujours qu'un scénario d'atterrissage en douceur (voire sans atterrissage du tout) est fort probable, mais nous estimons toujours de notre côté que le scénario économique le plus probable (50 % à 60 %) est celui d'un ralentissement économique pouvant mener à une récession modérée ou technique aux États-Unis et à une récession un peu plus grave au Canada

Les principaux éléments étayant cette perspective aux États-Unis sont résumés ci-dessous :

1. La vigueur surprenante de l'emploi au cours des derniers trimestres est un facteur crucial qui explique la résilience de l'économie. Toutefois, plusieurs indicateurs précurseurs du marché du travail, dont celui de Goldman Sachs (figure 6) s'avèrent moins optimistes que l'image dépeinte par les derniers chiffres sur la création d'emplois. En effet,
 - l'augmentation récente des nouvelles réclamations de chômage
 - le déclin de l'emploi temporaire
 - la baisse des départs volontaires
 - le ralentissement de la croissance des salaires
 - la baisse des affichages de nouveaux emplois sont tous des signes habituellement annonciateurs de la tendance à venir de l'emploi.

Actuellement, ils indiquent que la tendance sous-jacente du marché de l'emploi perd de la vitesse et que le taux de chômage devrait donc poursuivre sa tendance haussière récente. Ce signal n'est pas de bon augure, puisque, comme le montre la figure 7, l'inversion de la tendance du taux de chômage a par le passé été un outil de prévision quasi infaillible des récessions à venir, et ce, depuis 1950. Autrement dit, miser sur un atterrissage en douceur, c'est implicitement parier que « cette fois-ci, ce sera différent » et que la tendance historique de retour à la moyenne du taux de chômage ne se matérialisera pas, ce qui n'est pas arrivé dans les sept dernières décennies...

Exhibit 3: Our Employment Survey Trackers Have Fallen Below 50



FIGURE 6
INDICATEURS PRÉCURSEURS DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

Source : Goldman Sachs

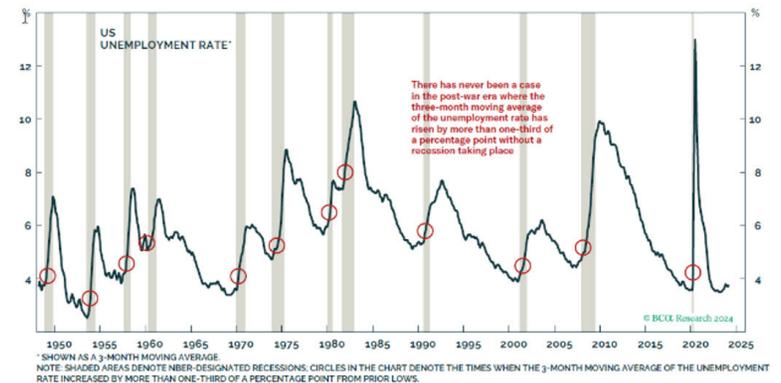


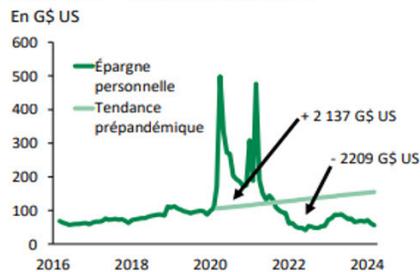
FIGURE 7
INDICATEURS PRÉCURSEURS DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

Source : BCA Research

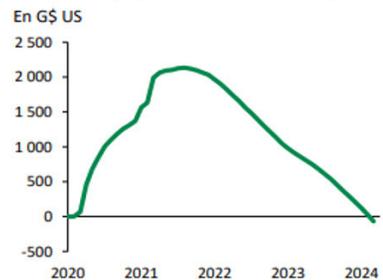
2. La résilience des dépenses de consommation constitue un autre facteur d'importance derrière la robustesse économique récente, puisque les ménages ont globalement moins épargné dans les dernières années, forts de leurs économies accumulées pendant la pandémie (figure 7). Cependant, l'épargne excédentaire s'amenuise de plus en plus et elle ne pourra plus soutenir le niveau de consommation observé durant les dernières années, d'autant plus que le taux d'épargne en pourcentage du revenu disponible est actuellement très bas, soit à 3,8 %, comparativement à sa moyenne de 7,4 %, observée avant la pandémie. Étant donné que les deux tiers du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis sont liés aux dépenses de consommation des ménages, la normalisation du taux d'épargne plombera vraisemblablement la croissance à venir. Cette tendance commence d'ailleurs à être visible dans les derniers mois.

Le surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie serait maintenant épuisé

États-Unis – épargne personnelle



États-Unis – épargne excédentaire liée à la pandémie



Le taux d'épargne des ménages américains a diminué

États-Unis – taux d'épargne personnel



FIGURE 8

DIMINUTION DE L'ÉPARGNE EXCÉDENTAIRE DES MÉNAGES

Source : Desjardins, Études économiques

Ainsi, malgré la diminution des prix de l'essence et plus largement du niveau d'inflation, on observe depuis le début de l'année, et particulièrement au deuxième trimestre, un déclin important des ventes au détail réelles (figure 9). Il semble peu probable que la situation s'améliore significativement dans les prochains trimestres.

La consommation réelle des ménages américains devrait se montrer plutôt lente au deuxième trimestre



FIGURE 9

VENTES AU DÉTAIL DÉTAILS RÉELLES AMÉRICAINES

Source : Desjardins, Études économiques

3. En effet, l'humeur des ménages est fragile et se dégrade peu à peu, comme le reflète l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan (figure 10). Cette réalité peut être attribuable à différents facteurs, mais il est clair que la majorité des ménages ont de plus en plus de difficulté à joindre les deux bouts avec les taux d'intérêts élevés et le choc inflationnaire massif des dernières années. Ajoutons à cela l'incertitude entourant la campagne électorale présidentielle et une économie qui montre de plus en plus de signes d'essoufflement, et il semble plus probable que le sentiment des consommateurs stagne ou diminue dans la deuxième moitié de l'année, ce qui n'est évidemment pas positif pour le plus gros moteur de la croissance économique (c.-à-d. la consommation).

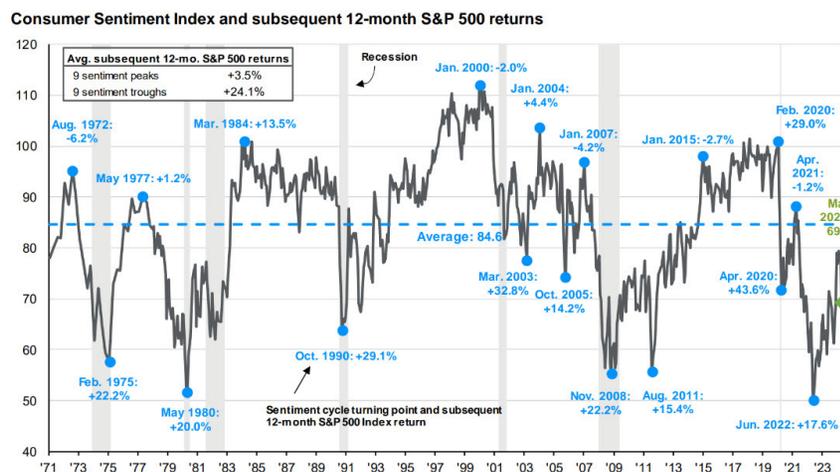


FIGURE 10
SENTIMENT DES CONSOMMATEURS

Source : J.P Morgan Asset Management

4. Dans le même esprit, on observe déjà une grande détérioration de la tendance du crédit à la consommation, puisque les taux de défaillance des cartes de crédit et des prêts personnels ont fortement augmenté en un an et dépassent aujourd'hui les niveaux observés avant la pandémie (figure 11).

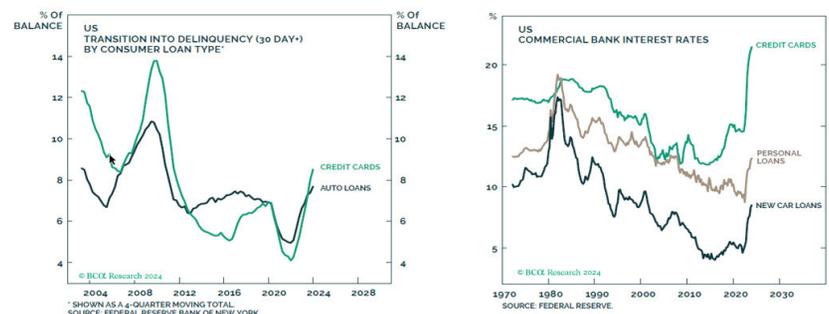


FIGURE 11
TAUX DE DÉFAILLANCE DES PRÊTS À LA CONSOMMATION

Source : BCA Research

5. Dans le contexte de ralentissement de la croissance du PIB (T1- 2024: 1,4 %; T4- 2023 : 3,4 %; T3- 2023 : 4,9 %) illustré par la figure 12, des progrès récents au niveau dans la lutte contre l'inflation et des perspectives quant à la direction probable de celle-ci (figure 13), le risque que la Fed maintienne une politique monétaire trop restrictive, pendant trop longtemps s'est selon nous accru au deuxième trimestre. Quoiqu'on puisse rationaliser sa position actuelle (attendre plus de certitude sur direction de l'inflation dans une économie somme toute résiliente), différents éléments nous portent à penser que cela pourrait s'avérer une stratégie risquée :

- la politique monétaire opère avec un délai de plus en plus important (18-24 mois) et le plein impact effet des hausses de taux d'intérêts ne s'est vraisemblablement pas encore fait sentir dans une économie déjà en ralentissement important
- les cycles précédents ont démontré que l'économie réelle se détériore plus rapidement et drastiquement fortement que ce qui est initialement observable dans les données économiques
- la Fed a historiquement prêché par excès d'optimisme quant à sa capacité à réagir assez rapidement à des changements macroéconomiques importants.

La croissance du PIB réel a ralenti au début de 2024, mais la demande intérieure est demeurée forte

États-Unis – contributions à la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel

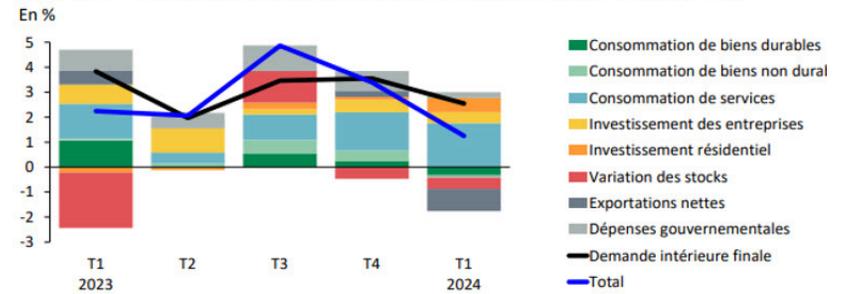


FIGURE 12

CROISSANCE DU PIB RÉEL

Source : Desjardins

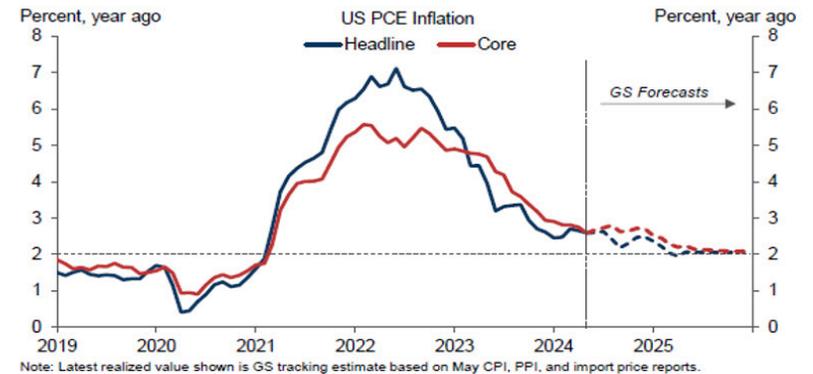


FIGURE 13

HISTORIQUE ET PRÉVISION DU NIVEAU D'INFLATION AMÉRICAINE

Source : Goldman Sachs

6. Finalement, l'inversion de la courbe des taux d'intérêt constitue habituellement un signal fiable de l'approche d'une récession, puisqu'elle a prédit correctement les neuf dernières récessions survenues depuis la Seconde Guerre mondiale. Le temps écoulé en moyenne entre l'inversion de la courbe et le début d'une récession serait de 12 à 24 mois selon la Banque fédérale de réserve de San Francisco, ce qui correspond approximativement, d'après la majorité des économistes, au délai de transmission du plein effet des hausses de taux dans l'économie. Selon les modèles prévisionnels quantitatifs des banques fédérales de réserve de Cleveland (figure 14) et de New York, fondés sur la courbe des taux d'intérêt, les probabilités d'un début de récession d'ici le premier semestre de 2025 sont de plus de 70 %, soit un niveau plus élevé que ce qui était anticipé par les mêmes modèles en 2000 et en 2008. La probabilité était d'environ 60 % en mars dernier.

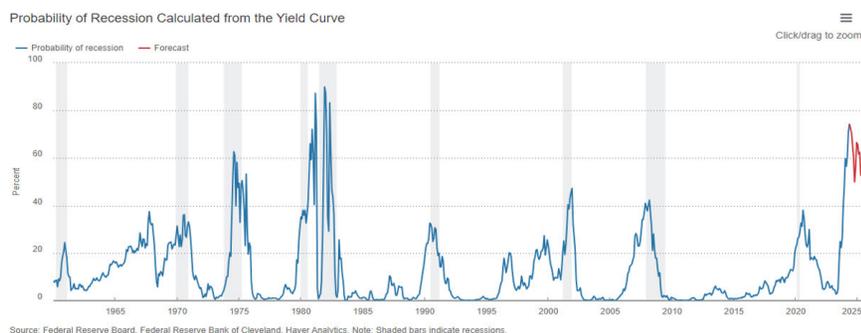


FIGURE 14
PROBABILITÉS DE RÉCESSION EN FONCTION DE LA COURBE DES TAUX D'INTÉRÊT

Source : Fed de Cleveland

Notre scénario économique principal table sur un ralentissement économique notable et possiblement sur une récession modérée. Il faut néanmoins mentionner, à la lumière des données économiques actuelles, que nous accordons somme toute une probabilité beaucoup plus faible (10 %) à un scénario de grave récession aux États-Unis. En effet, ce type de scénario survient généralement en présence d'excès importants dans l'économie (p. ex., le marché immobilier en 2006-2007), ce qui ne semble pas être le cas actuellement. En outre, l'économie américaine jouit de certains avantages qui devraient continuer de la soutenir dans l'avenir :

- l'importante stimulation fiscale dans un contexte de déficits élevés (figure 15)
- la baisse éventuelle des taux d'intérêt
- la croissance de la population active, soutenue par l'immigration internationale
- les gains de productivité liés à la technologie, dont l'intelligence artificielle
- la tendance des entreprises à relocaliser certaines de leurs activités aux États-Unis.



FIGURE 15
POLITIQUE BUDGÉTAIRE AMÉRICAINE

Source : BCA Research

Au Canada, nous continuons de penser que le ralentissement économique sera plus grave qu'aux États-Unis, surtout en raison des quatre grands facteurs suivants :

- l'endettement plus élevé des ménages
- la plus grande sensibilité aux taux d'intérêt
- les investissements plus faibles des entreprises dans la productivité
- un marché du travail plus vulnérable et un taux de chômage qui oscille déjà autour de 6,2 % (5,8 % en mars dernier).

De plus, selon toute vraisemblance, celui-ci continuera d'augmenter à court terme du fait de la croissance de 3 % de la population active liée à l'immigration (par rapport au PIB à +1 %). Bien que tous ces facteurs jouent un rôle en ce moment, les deux premiers éléments nous apparaissent particulièrement importants, surtout en raison parce que plus de 40 % des investissements canadiens sont réalisés dans le secteur immobilier (figure 16). En outre, la structure du marché hypothécaire soutenant ces investissements repose majoritairement sur des termes courts (cinq ans ou moins) et dans une forte proportion sur des taux variables. Il ne faut pas oublier que 45 % des prêts hypothécaires à renouveler en 2025 et en 2026 afficheront des taux probablement beaucoup plus élevés (2 % à 3 %) que ceux négociés lors du terme précédent. Il n'est donc pas étonnant que les consommateurs canadiens s'y préparent déjà, comme en témoignent la hausse du taux d'épargne et certains signes d'essoufflement des ventes au détail.

L'endettement au Canada

L'économie canadienne est particulièrement exposée aux logements

Investissement résidentiel - 2021

% de l'investissement total

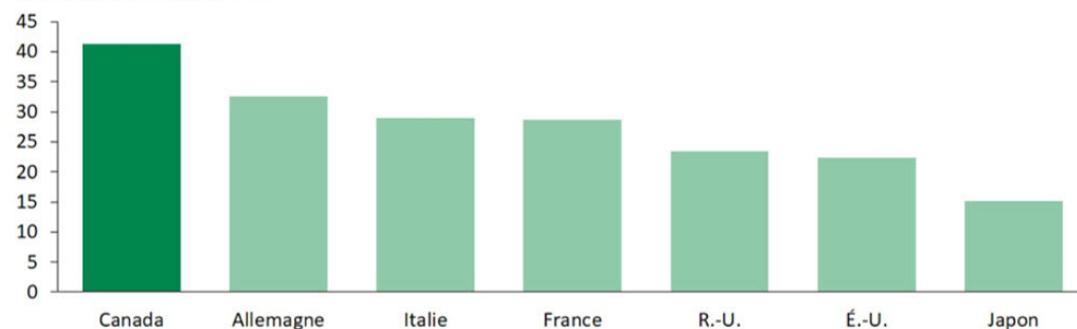


FIGURE 16

INVESTISSEMENT RÉSIDENTIEL EN POURCENTAGE DE L'INVESTISSEMENT TOTAL

Source : Desjardins

Reconnaissant les progrès importants accomplis dans la lutte contre l'inflation (figure 17) et bien consciente des éléments mentionnés ci-dessus, et du fait que la croissance du PIB a été inférieure à ses prévisions au début de 2024, la BdC a d'ailleurs abaissé son taux directeur pour une première fois à sa rencontre de juin. Tout comme la majorité des économistes, nous estimons qu'il ne s'agit que du début et qu'elle devrait annoncer une ou deux autres réductions de son taux directeur en 2024. D'ailleurs, le gouverneur Tiff Macklem a clairement mentionné que si l'inflation continue de progresser vers la cible, « il est raisonnable de s'attendre à d'autres baisses du taux directeur » dans les prochains mois. Une baisse en juillet est certainement possible à la lumière de certaines données récentes (création d'emplois de -23k en avril; ventes au détail de -0,6 % en mai), mais le rebond de l'inflation à 2,9 % (c. 2,7 % en avril) pourrait brouiller les cartes et inciter les dirigeants à repousser la prochaine baisse d'une ou deux rencontres. Dans tous les cas, à notre avis, la direction demeure baissière pour 2024-25 et la position des portefeuilles obligataires reflète cette opinion.

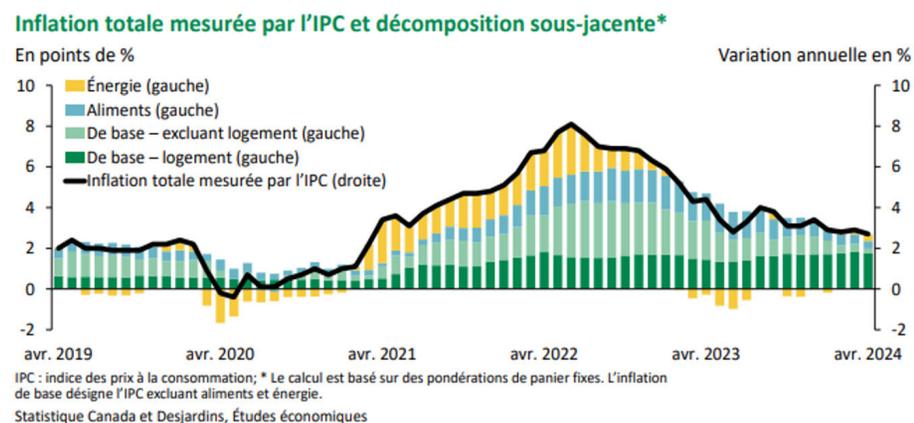


FIGURE 17
DÉCOMPOSITION ET ÉVOLUTION DE L'INFLATION AU CANADA

Source : Desjardins

En Europe, même si les facteurs sous-jacents ne sont pas identiques à ceux du Canada et qu'il y existe des disparités régionales ou nationales non négligeables, nous penchons là aussi pour un scénario central de récession plus important qu'aux États-Unis. Les deux conflits qui sévissent dans la région ajoutent évidemment au risque de dégradation et à l'incertitude macroéconomique déjà présents sur le Vieux Continent.

Dans ce contexte, comme l'indiquait récemment Desjardins, Études économiques, « le dollar américain devrait être avantagé par des baisses de taux d'intérêt plus graduelles que dans les autres économies mondiales. L'évolution des attentes à l'égard des politiques monétaires risque encore d'alimenter beaucoup de mouvements à court terme. Les devises des pays où l'on prévoit une baisse rapide des taux directeurs pourraient connaître plus de faiblesse. Cela risque bien d'être le cas du dollar canadien. Même s'il est possible que les prix du pétrole et d'autres matières augmentent un peu au cours des prochains trimestres, les écarts de taux d'intérêt sont appelés à limiter les gains du huard, qui aura de la difficulté à remonter au-dessus de 0,75 \$ US ». Rappelons également que le dollar américain demeure une valeur refuge en période de forte incertitude, ce qui devrait aussi lui être relativement favorable dans des scénarios macroéconomiques globaux plus pessimistes que ceux que nous anticipons actuellement.

Les taux d'intérêt plus faibles au Canada devraient limiter le potentiel de réappréciation du huard en 2024 et en 2025



FIGURE 18
ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE CANADIEN

Source : Desjardins

PERSPECTIVE SUR LES MARCHÉS ET POSITIONNEMENT GLOBAL DES PORTEFEUILLES

Considérant que nos perspectives économiques décrites précédemment ont peu évolué par rapport au premier trimestre, et que la dynamique des marchés a aussi été très similaire, la position globale des portefeuilles est relativement inchangée par rapport à ce qui a été communiqué dans notre lettre financière précédente. Certains éléments ont tout de même été ajoutés à cette section afin d'insister sur l'importance de la prudence à ce stade.

Ainsi, sans surprise, la position des portefeuilles demeure globalement plus défensive que le marché, un aspect qui reflète non seulement le scénario économique principal détaillé précédemment, mais aussi les éléments suivants :

S&P 500 year-over-year pro-forma EPS growth

Annual growth broken into changes in revenue, profit margin and share count

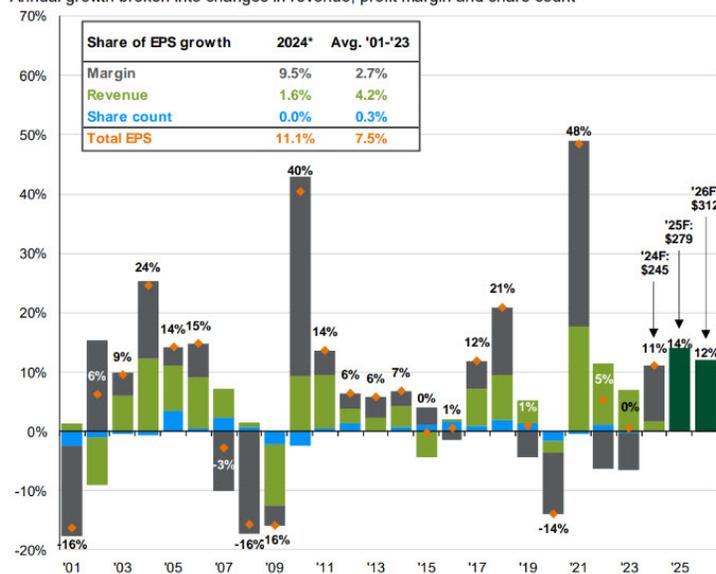


FIGURE 19

DÉCOMPOSITION DES ATTENTES DE PROFITS DU S&P 500

Source : J.P Morgan Asset Management

1. Les anticipations actuelles de croissance des profits (11 à 14 %) que prévoit le marché (figure 19) sont somme toute supérieures aux 11 % à 12 % qui étaient attendus à la fin décembre. Ces attentes nous semblent toujours trop optimistes et pourraient, selon nous, faire l'objet de révisions baissières en deuxième moitié d'année dans un contexte de ralentissement économique ou de dégonflement de l'optimisme ambiant. Cette opinion est d'ailleurs soutenue par les résultats financiers de plusieurs sociétés (non technologiques) rapportés au cours des derniers mois et faisant état d'une plus grande prudence de la part des consommateurs, d'un environnement incertain et, corollairement, de perspectives de croissance plus modestes. La prochaine « saison des résultats », qui s'amorce à la mi-juillet, sera vraisemblablement un bon test pour les investisseurs alors que les attentes et les multiples d'évaluation sont élevés dans plusieurs secteurs, notamment en technologies et dans tout ce qui touche l'intelligence artificielle. Les prochains mois pourraient donc s'avérer plus difficiles si les perspectives de croissance future ne satisfont pas les attentes élevées, ou pire, si elles sont globalement révisées à la baisse.

- Comme les attentes relatives aux profits, l'évaluation du marché est aussi en hausse et explique la presque totalité des rendements boursiers de 2023 et de ceux enregistrés jusqu'à maintenant en 2024. Avec une évaluation de marché de 21x, niveau relativement élevé par rapport à l'historique (figure 20), tout indique que le marché s'attend déjà pleinement aux scénarios les plus optimistes (atterrissage en douceur, ou pas d'atterrissage du tout), laissant ainsi actuellement peu de marge d'erreur, voire aucune. C'est particulièrement vrai dans le cas des 10 sociétés ayant les plus grandes capitalisations boursières, qui se négocient maintenant à près de 140 % de leur évaluation historique moyenne c. 110 % pour les 490 autres titres composant le S&P 500.

P/E ratio of the top 10 and remaining stocks in the S&P 500
Next 12 months, 1996 - present

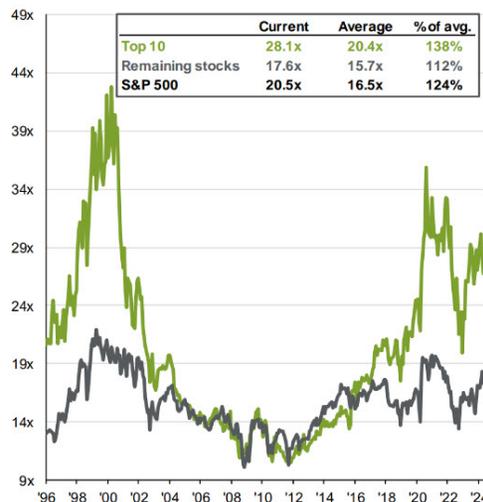


FIGURE 20
ÉVALUATION DU RATIO
C/B DU S&P 500

Source : JP Morgan Asset
Management

- Comme illustré par la figure 21 ci-dessous, cette combinaison se traduit par une asymétrie de rendement qui n'est pas particulièrement attrayante pour les marchés à l'heure actuelle. Ainsi, dans un scénario très positif où les estimations de profits du S&P 500 seraient révisées d'un autre 10 % à la hausse (rappel : le marché anticipe déjà + 14 % en 2025) et que le multiple d'évaluation demeure constante à 21x, l'indice pourrait se négocier à environ 6000, soit une hausse de 9 % par rapport au niveau actuel (5500). Inversement, dans un scénario négatif de contraction économique (légère récession) où les estimations de profits sont révisées à la baisse de 10 % et que le multiple converge vers sa moyenne historique de 16x, l'indice pourrait se négocier à environ 3750, soit une baisse avoisinant les 30 %. Bref, une relation où le potentiel de rendement varie grosso modo de +10 % à -30 % dans des hypothèses crédibles incite, selon nous, à davantage de prudence.

In A Recession, The S&P 500 Could Fall To 3750

Forward PE	Hypothetical Change in Forward Earnings Estimate From Current Levels (%)						
	-30	-20	-10	0	+10	+20	+30
10	1814	2073	2332	2591	2850	3109	3369
11	1995	2280	2565	2850	3135	3420	3705
12	2177	2488	2799	3109	3420	3731	4042
13	2358	2695	3032	3369	3705	4042	4379
14	2539	2902	3265	3628	3990	4353	4716
15	2721	3109	3498	3887	4276	4664	5053
16	2902	3317	3731	4146	4561	4975	5390
17	3084	3524	3965	4405	4846	5286	5727
18	3265	3731	4198	4664	5131	5597	6063

FIGURE 21
TABLE DE SENSIBILITÉ DU NIVEAU DU S&P 500

Source : Refinitiy / IBES

4. Si on examine la situation sous un autre angle, la prime de risque du S&P 500 (différence entre la rentabilité attendue du marché et la rentabilité d'une obligation gouvernementale sans risque) est actuellement à son plus bas niveau depuis la fin des années 2000. Donc, les investisseurs sont actuellement très faiblement rémunérés pour le risque supplémentaire associé à ce placement comparativement à celui d'une obligation.

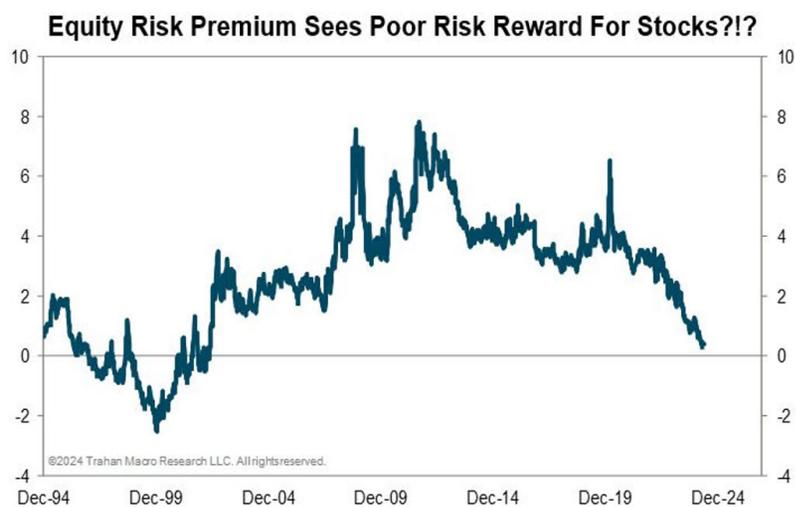


FIGURE 22
ÉVOLUTION DE LA PRIME DE RISQUE DU S&P 500

Source : Trahan Macro Research

5. En conjuguant ces facteurs à ce qui précède, depuis 1990, l'avis des investisseurs (figure 23) a rarement été aussi optimiste qu'à l'heure actuelle. Par le passé, ce signal a permis de détecter les excès de complaisance (ou de pessimisme) dans le marché, et ainsi d'adopter une positionn différente de la pensée populaire, ce qui s'est historiquement avéré déterminant en ce qui a trait au rendement et à la protection de capital.

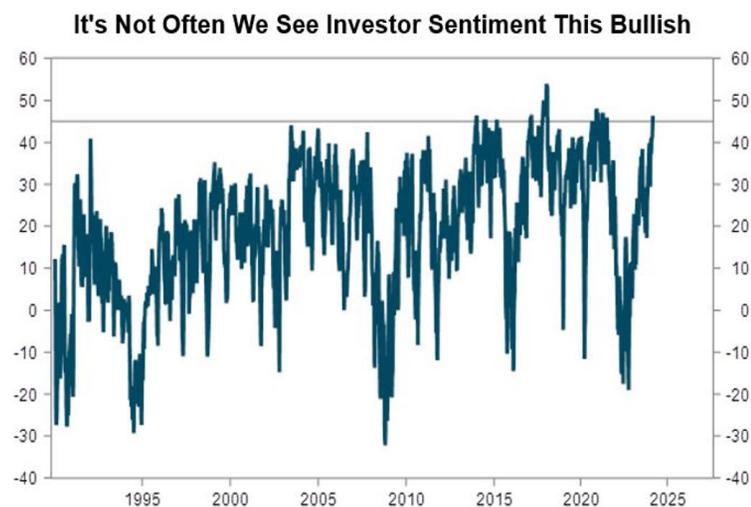


FIGURE 23
ÉVOLUTION DE L'AVIS DES INVESTISSEURS

Source : Trahan Macro Research

6. Dans la même veine, le VIX, soit l'indicateur de volatilité du S&P 500, se situe actuellement à 12 %, un niveau historiquement très faible qui témoigne de l'optimisme ambiant qui règne dans les marchés. Précédemment, comme l'indicateur de sentiment des investisseurs ci-dessus, ce signal a aussi permis de détecter les excès de complaisance et de pessimisme et d'adopter une position à contre-courant. Comme le démontre la figure 24, nous approchons actuellement des plus bas niveaux jamais observés, ce qui n'a pas été de bon augure à moyen terme par le passé.

VIX vs. High Yield Spread

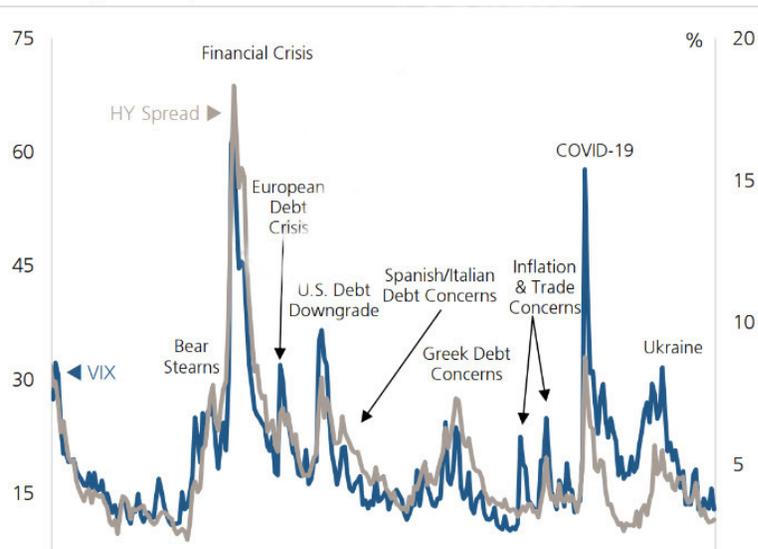


FIGURE 24
ÉVOLUTION DE L'AVIS DES INVESTISSEURS

Source : Trahan Macro Research

7. Comme présenté dans la section 1 plus haut et dans la figure 3 ci-dessus, la concentration de la performance et de la capitalisation des principaux indices boursiers est très élevée dans quelques titres majoritairement technologiques à forte évaluation. Comme bien des observateurs, cet aspect nous laisse à penser que les marchés sont plus vulnérables qu'avant à un recul de ces titres et, en définitive, à l'effet d'entraînement (c.-à-d. l'inversion de dynamique) que cela pourrait engendrer.
8. Enfin, les risques géopolitiques, notamment les deux guerres actuelles, les fortes tensions sino-américaines et les quelques 64 élections nationales en 2024, dont celle aux États-Unis en novembre, demeurent omniprésents, ce qui ne semble pas pris en compte dans les attentes des marchés.

Bref, dans l'ensemble, nous conservons une position défensive dans la portion des actions de nos portefeuilles. Nous continuons de penser qu'une allocation en obligations est judicieuse actuellement du fait de l'asymétrie de rendement que nous considérons comme étant plus favorable dans cette classe d'actif. Cela dit, comme on le mentionnait dans un récent article du journal Les Affaires, auquel nous avons eu la chance de participer, « essayer de synchroniser le marché est l'exercice le plus difficile, et, surtout, le plus périlleux à faire ». En ce sens, nous continuons de prôner une approche d'investissement disciplinée, équilibrée, avec une vision à long terme qui tient compte de tous les scénarios probables, incluant les plus optimistes. En d'autres termes, les portefeuilles sont dans une position prudente sans être unidirectionnels.

PERSPECTIVE DES ÉLECTIONS AMÉRICAINES ET DE L'IA SUR NOS PORTEFEUILLES ESG

L'incidence des élections américaines sur l'investissement responsable

Les élections américaines de novembre prochain sont sur le point de jouer un rôle crucial dans le paysage de l'investissement responsable, notamment en ce qui concerne les secteurs environnementaux comme les énergies et les infrastructures vertes et les voitures électriques. Selon le résultat, les politiques futures vont soit accélérer, soit freiner la transition vers une économie plus durable et respectueuse de l'environnement.

Il ne fait aucun doute que la loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act, ou IRA, 2022) fut une initiative phare de l'administration Biden. Les milliards en subventions – plus de 300 G\$ ont été déboursés l'an dernier – ont réellement accéléré le développement de toute une industrie verte aux États-Unis, créant du coup environ 300 000 emplois.

Donald Trump a maintes fois déclaré qu'il annulerait cette loi s'il retournait à la Maison-Blanche. Cependant, il serait difficile pour lui d'abolir l'IRA, car de nombreux États républicains ont bénéficié de la générosité de cette loi et en dépendent désormais quelque peu. Quatre-vingts pour cent des projets subventionnés sont situés dans des circonscriptions électorales détenues par des représentants républicains. Fait surprenant, en 2022, les cinq États ayant la plus grande part d'énergie éolienne étaient républicains. Et ce n'est pas tout : de nombreux États rouges comme le Texas, la Floride et la Caroline du Nord ont vu leur capacité en énergie solaire fortement augmenter.

Ainsi, malgré les déclarations de Trump, l'industrie verte a pris racine dans des États traditionnellement républicains, ce qui pourrait compliquer toute tentative de suppression de l'IRA. De plus, il parle d'imposer des tarifs sur plusieurs produits de la Chine, qui demeure le plus grand producteur d'équipements de technologies vertes comme les panneaux solaires, les batteries, etc. Il est fort probable qu'il n'ait pas d'autre choix que de maintenir une forme de subvention pour les industries les plus affectées afin d'y minimiser les pertes d'emplois et de conserver l'accessibilité à ces technologies. Pour ce qui est des infrastructures vertes telles que les usines de traitement des eaux et les réseaux de distribution électrique, la plupart des projets de loi des dernières années furent bipartisans, donc nous ne nous attendons pas à une forte baisse des investissements dans ces secteurs.

Pour les investisseurs responsables, cela signifie que bien qu'il soit crucial de suivre attentivement la situation politique américaine dans les prochains mois, nous n'entrevoyons pas de virage à 180 degrés sur le fond. Il n'est évidemment pas exclu cependant que les marchés réagissent mal à la rhétorique anti-environnementale de Trump, même si cela n'est pas basé sur la réalité...

Sources : Greenbiz : *IRA's \$391 billion in clean energy funding makes it too lucrative for Trump to overhaul* | *sustainabilitybynumbers.com* : *Republican states are going strong on solar and wind, but not for the climate*

Un de nos fournisseurs en investissement responsable, Impax Asset Management, va dans le même sens.

Le document « The Impact of the 2024 US Election on Sustainable Investing » explore comment les résultats de l'élection présidentielle américaine de 2024 pourraient influencer les tendances économiques mondiales en matière de durabilité. Il présente quatre scénarios politiques possibles : Biden avec un Congrès divisé, Trump avec un Congrès divisé, Trump avec un Congrès républicain (trifecta républicain), et Biden avec un Congrès démocrate (trifecta démocrate).

Principales conclusions pour l'investissement responsable

Inflation Reduction Act (IRA):

- La probabilité d'une abrogation complète de l'IRA est presque nulle, même avec un contrôle républicain total.
- Les dépenses dans les programmes de l'IRA pourraient être réduites en raison du succès inattendu de l'IRA et du déficit fiscal croissant.
- Sous Trump, il est probable que les programmes de prêts et de subventions de l'IRA soient éliminés ou réduits, affectant négativement les entreprises dans le secteur de l'énergie propre.

Technologies et conditions macroéconomiques :

- Les tendances technologiques et économiques continueront à influencer les investissements durables, indépendamment des résultats électoraux. Par exemple, les technologies des batteries et le coût des panneaux solaires continuent de s'améliorer, ce qui renforce l'attrait économique de l'énergie solaire.

Relations commerciales avec la Chine :

- Les tensions commerciales avec la Chine devraient persister, avec une probabilité accrue de barrières tarifaires plus élevées sous une administration Trump. Cela pourrait se répercuter sur les chaînes d'approvisionnement des technologies propres.

Intégration ESG :

- Une deuxième administration Trump tenterait probablement de restreindre les considérations ESG dans les investissements, mais cela devrait avoir une incidence limitée étant donné l'historique de changement des règles par les administrations successives.

Règles et décrets présidentiels :

- En cas de victoire de Trump, les projets d'infrastructure durable pourraient être limités par des décrets présidentiels, bien que cela n'ait qu'un effet à court terme sur les entreprises ayant déjà obtenu des permis.

Règle climatique de la Securities and Exchange Commission (SEC) :

- Un *trifecta* républicain viserait probablement la règle de divulgation climatique récemment présentée par la SEC. Cela pourrait réduire la sensibilisation des entreprises américaines aux risques climatiques futurs.

Les marges entre les deux partis au Congrès sont minces, ce qui rend l'issue de l'élection incertaine et susceptible de provoquer de la volatilité sur les marchés. Cependant, les tendances technologiques et économiques sous-jacentes continueront de jouer un rôle clé dans l'adoption des politiques de durabilité, indépendamment des résultats politiques. Les investisseurs actifs peuvent trouver des occasions dans cette incertitude politique.

L'intelligence artificielle (IA) a-t-elle sa place dans un portefeuille responsable ?

L'IA, comme toutes les nouvelles technologies, a été accompagnée de nombreuses préoccupations concernant la manière dont son utilisation affectera certains aspects de la société. D'abord, on craint que l'automatisation des emplois se traduise par des taux de chômage nettement plus élevés. À notre avis, cette crainte est largement exagérée. Les périodes où le chômage est le plus élevé ont tendance à se produire pendant les récessions économiques, généralement provoquées par des crises financières et des hausses des prix du pétrole, et pas lors de l'arrivée d'une nouvelle technologie.

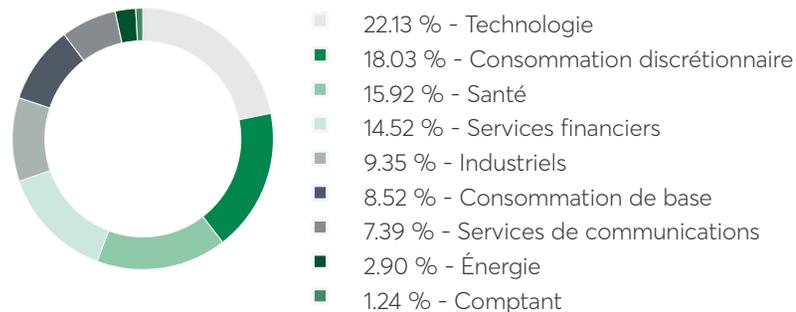
En réalité, des études ont montré que la technologie a tendance à créer plus d'emplois qu'elle n'en fait perdre. Deloitte a récemment publié un ensemble convaincant de graphiques couvrant plusieurs industries où des emplois ont été créés et éliminés au cours des 140 dernières années d'innovation. Il ne fait aucun doute que le débat souffre d'un biais cognitif commun, l'aversion à la perte. Les analystes ont tendance à se concentrer sur les pertes d'emplois liées au changement technologique (parce qu'elles sont plus facilement observables) plutôt que sur les gains.

Une préoccupation potentielle plus sérieuse concernant l'adoption de l'IA est une augmentation des inégalités socio-économiques. Il existe de nombreuses preuves historiques suggérant que les technologies à usage général ont accru les inégalités économiques et il est possible, bien que ce ne soit pas inévitable, que l'IA accentue cette tendance.

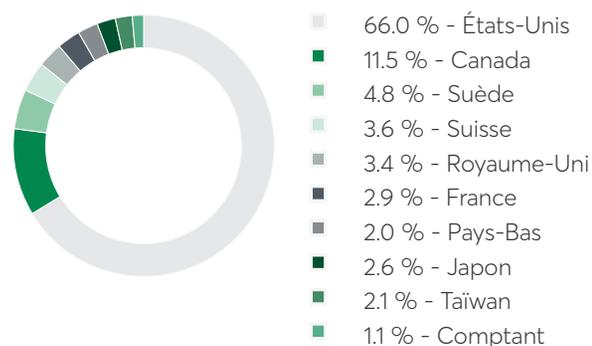
Finalement, quelles sont les implications pour les investisseurs? Ces développements tendent à être positifs pour les rendements des actifs risqués comme les actions. Une réserve majeure : les gains de productivité ont, historiquement, également été un moteur de la désinflation. Là où l'IA se différenciera, c'est dans ses demandes énergétiques. La progression de l'IA et une transition mondiale vers la neutralité carbone ne sont pas nécessairement des objectifs complémentaires. En effet, les demandes accrues en énergie dans une époque de restriction de l'offre impliquent une moindre transmission de la désinflation induite par l'IA. Par contre, cette technologie pourrait facilement compenser sa demande accrue en énergie en aidant à optimiser les systèmes électriques et en améliorant l'efficacité énergétique, par exemple. Globalement, nous avons un biais favorable à l'égard de l'IA, surtout si elle est accompagnée d'un cadre réglementaire (et éthique) rigoureux.

PORTEFEUILLE ACTIONS MONDIALES CONCENTRÉ (AMC)

RÉPARTITION SECTORIELLE



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



Performance

Étant donné que le portefeuille a été créé il y a moins d'un an, nous ne pouvons divulguer aucun rendement officiel. Cela dit, depuis le début du mois de novembre 2023, il se comporte globalement bien, puisque 24 titres détenus sur 35 affichent un rendement de plus de 10 %, et que le rendement est positif pour 28 titres sur 35.

Au deuxième trimestre, plusieurs titres avec des profils différents se sont démarqués positivement. Certains ont continué d'ajouter à leur progression du début de l'année (TSMC : 29 %; Netflix : 12 %; Intuitive Surgical : 13 %; Chipotle : 9 %) alors que d'autres ont rebondis après une performance plus difficile au premier trimestre (Adobe : 11 %; Humana : 9%; Chenière Energy : 10%). Notons également la bonne performance de Google (22 %), qui confond toujours les sceptiques avec sa croissance et sa position dans l'intelligence artificielle (IA), tout comme celle de Dollarama (21 %), dont les excellents résultats récents continuent de démontrer l'unicité de sa proposition de valeur aux consommateurs canadiens. En santé, Astra Zeneca (16 %) a su renouveler l'intérêt pour ses projets d'innovation et son potentiel de croissance à sa plus récente journée des investisseurs et Boston Scientific (14 %) continue d'impressionner avec la performance et la croissance de ses produits phares (ex. : WATCHMAN) et innovants (ex. : FARAPULSE).

Atlas Copco poursuit aussi sur sa lancée (13 %). Nous approfondirons d'ailleurs notre thèse d'investissement autour de ce titre dans la prochaine section.

Inversement, plusieurs titres de consommation comme Ulta Beauty (-25 %), Lululemon (-23 %) et Dollar General (-14 %) ont connu un rendement plus difficile dans le trimestre alors que le consommateur américain montre des signes de faiblesse de plus en plus prononcés et que le vol à l'étalage demeure un fléau majeur. En technologie, Salesforce (-14 %) a déclaré une baisse importante alors que ses derniers résultats financiers n'ont pas satisfait les attentes élevées en ce qui concerne l'effet de l'IA sur la croissance de ses revenus (demeure un bénéficiaire potentiel, mais impact sur les données de base plus éloignée dans le temps que les attentes des investisseurs). Finalement, LVMH est également en recul au deuxième trimestre (-14 %). Malgré de très bons chiffres de croissance au dernier trimestre, le marché continue de s'inquiéter des ventes chinoises dans un contexte de ralentissement économique local de même que des plus récents événements en France et en Europe (élections). Comme au dernier trimestre, la conviction demeurant forte pour ces titres à moyen et à long terme, nous avons profité du recul pour les bonifier lors d'un rééquilibrage de portefeuille dans l'avant-dernière semaine de juin. Les dernières transactions effectuées dans le portefeuille sont présentées plus en détail dans les paragraphes suivants. Nous approfondirons aussi notre thèse d'investissement autour de LVMH dans la prochaine section.

Changements récents

Comme mentionné, nous avons rééquilibré le portefeuille à la fin juin afin de réduire la pondération de certains des titres mentionnés ci-dessus qui avaient connu une forte performance et qui présentaient aux niveaux actuels une asymétrie de rendement moins attrayante (ASML, TSMC, Netflix, Intuitive Surgical, Boston Scientific, Alphabet). En contrepartie, nous avons augmenté la participation dans Salesforce, LVMH, Dollar General, Lululemon, Charles Schwab et Keyence, puisque ces titres présentent tous des perspectives de rendement plus attrayantes aux niveaux actuels. Le rééquilibrage a, tout comme au premier trimestre, permis de ramener globalement le profil offensif-défensif du portefeuille dans le sens de ce qui est actuellement désiré (voir ci-dessous).

Le titre de Chipotle ayant particulièrement bien fait, contrairement à celui de McDonald's (-8 %), nous contemplons également une relance supplémentaire de ces deux positions. Le fractionnement de 50 : 1 du titre de Chipotle explique pourquoi cette transaction n'a pas été effectuée au même moment que celles-ci -dessus.

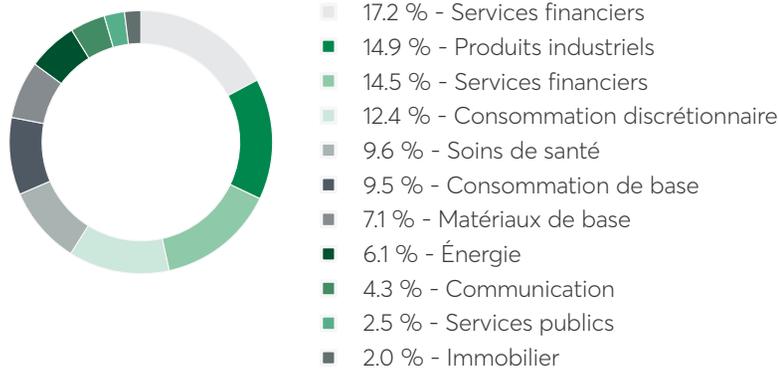
Aucun nouveau titre n'a été ajouté au portefeuille dans le trimestre. Aucune vente complète n'a eu lieu également.

Positionnement actuel

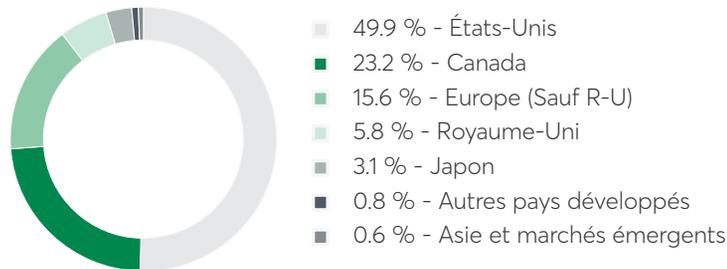
Le positionnement global du portefeuille demeure inchangé et un peu plus défensif, en lien avec le contexte et la toile de fond décrits précédemment. Concrètement, ce profil continue de s'exprimer principalement au moyen d'une pondération élevée dans des secteurs comme ceux de la santé et de la consommation de base, au détriment de secteurs plus cycliques tels que ceux de l'énergie, des matériaux et des financières à bilan. Cela se reflète aussi dans la plus forte concentration de titres américains par rapport aux autres régions, dont le Canada, où le portefeuille comprend seulement trois titres relativement défensifs (Intact, Couche-Tard et Dollarama).

PORTEFEUILLE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE (LMS)

RÉPARTITION SECTORIELLE



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



Performance

Le portefeuille Croissance uniquement a terminé le deuxième trimestre en hausse de 0,45 % (6,80 % en 2024). Depuis sa création en 2009, il a enregistré une performance annuelle de 10,4 %. Quant au portefeuille Équilibré, il affiche un rendement de 0,35 % sur trois mois (4 % en 2024) et de 7,4 % depuis son lancement. (Voir l'annexe 1 pour consulter les rendements de tous les modèles de portefeuille.)

Au premier semestre, le TSX a augmenté de 6,1 %. Nos deux positions canadiennes (MKC et CDIV) affichent respectivement des rendements de 9,3 % et de 4,8 % pour la même période.

Le S&P 500, indice phare américain, a gagné 19,4 % (en dollars canadiens) en 2024. Nos quatre positions américaines ont progressé comme suit : QQQ, 22 %; JQUA, 14,3 %; VTV, 10,8 % et JVAL, 9,2 %.

Quant à nos titres à l'international, nos trois positions longues seulement (XEU, FCIQ et EDG500) ont affiché des performances de 9,4 %, 4,6 et 2 % respectivement au premier semestre. À l'inverse, FID2149 affiche un rendement négatif de 9 %.

Changements récents

Nous avons vendu la moitié de notre position dans FID2149 au début du mois d'avril. Sa contribution s'est avérée très satisfaisante en 2022, mais, depuis, il a un effet négatif sur le portefeuille. Malgré la confiance que nous avons envers le gestionnaire Daniel Dupont, nous pensons que sa pondération actuelle est trop importante. Ainsi, son poids est passé de 10 % à 5 % du portefeuille.

En échange, nous avons augmenté nos placements dans la thématique des sociétés à petites et moyennes capitalisations. Pour ce faire, nous avons choisi d'acheter le FNB Fonds Fidelity Potentiel mondial (FCGS). Dans cette catégorie de sociétés, les gestionnaires Connor Gordon et Chris Maludzinski affichent des résultats impressionnants. FCGS représente maintenant 5 % de nos actions.

Positionnement actuel

Le portefeuille est sous-pondéré au Canada. Les titres canadiens représentent 23 % du total des actions, comparativement à 32 % pour l'indice de référence.

Il est bien diversifié en ce qui a trait au style : qualité (JQUA et FCIQ), valeur (JVAL et VTV) et croissance (QQQ).

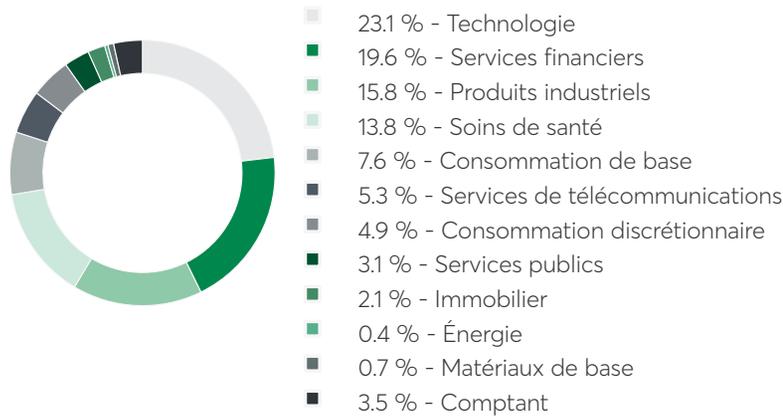
Il comprend aussi des sociétés à dividendes élevés, comme notre position dans CDIV (ingénieurs de dividendes Manuvie).

Nous détenons des titres de sociétés à moyenne capitalisation avec notre position dans Edgepoint (EDG500). En effet, ce gestionnaire achète des sociétés passant davantage sous le radar et faisant moins les manchettes, comme Kubota, Mattel, Berry et Ross Store.

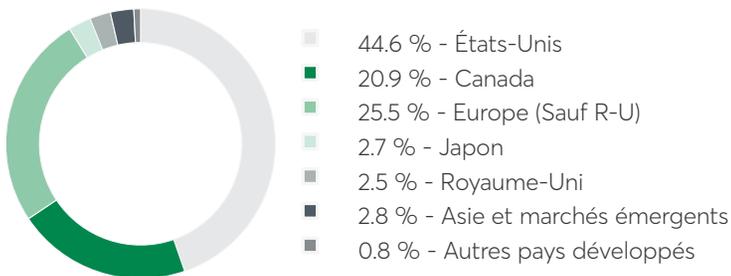
Le portefeuille comporte aussi des aspects défensifs avec notre placement dans Fidelity à positions longues/courtes (FID2149), qui pourrait servir de stabilisateur si les marchés deviennent plus volatils.

PORTEFEUILLE INVESTISSEMENT RESPONSABLE (ESG)

RÉPARTITION SECTORIELLE



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



Performance

Le portefeuille Actions globales ESG a offert un rendement de 3,19 % au deuxième trimestre et de 10,20 % depuis le début de 2024. Les modèles Équilibré et Croissance ESG ont généré respectivement 1,07 % et 1 % sur le trimestre (3,71 % et 5,38 % sur l'année 2024). Côté actions, notre position en immobilier (BMO équilibré de fiducie de placement immobilier) a reculé de 5 %, le secteur étant pénalisé par les taux d'intérêt toujours élevés. À l'inverse, Google (+18 %) et Microsoft (+5 %) ainsi que notre FNB lié au S&P 500 (iShares SUSA, +4 %) dominé par le secteur des nouvelles technologies affichent les plus fortes performances. Notons également le fort rebond ce trimestre de Philips (+25 %) et d'Alfa Laval (+14 %).

Côté obligations, le rendement du portefeuille se distingue en 2024 (+0,06 %) comparativement à l'indice de référence (-0,38 %) grâce à notre position dans le fonds Vaneck Green Bond, qui surperforme (+1 %) en raison de sa durée plus courte (4,23 années) comparativement à l'indice (7,21). Alors que la baisse attendue et annoncée des taux d'intérêt de la part des banques centrales peine à se concrétiser, nous pourrions allonger la durée de nos obligations aussitôt que les signaux à cet égard changeront.

Changements récents

Le 12 avril dernier, nous avons effectué de nombreux changements au portefeuille Actions globales ESG. Nous voulons poursuivre l'intégration de titres individuels au détriment des FNB à filtres ESG, et ce, afin de mieux concentrer la qualité des titres détenus en portefeuille du point de vue des critères ESG. Ainsi, nous avons par exemple acheté ASML et Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, un duo qui nous permet de tirer profit au mieux de l'engouement autour de l'intelligence artificielle en détenant des compagnies situées sur toute la chaîne de valeur. En effet, ASML est un leader européen de la fabrication de machines industrielles pour la production de semi-conducteurs et TSMC, l'un des plus importants fabricants de ces composantes. En outre, nous avons ajouté Adobe, qui possède un fort potentiel également dans l'IA. Nous avons ensuite acheté des premiers titres de Thermo Fisher et de Boston Scientific Corp, deux compagnies au cœur de l'innovation technologique liée au domaine de la santé. Elles se spécialisent dans les diagnostics et les traitements non invasifs afin d'améliorer le bien-être des patients. Notons aussi l'ajout d'Astra Zeneca, qui se distingue dans le domaine de la recherche contre le cancer notamment. Finalement, nous avons acheté le titre de Chipotle Mexican Grill, dont nous apprécions la position dans le secteur de la restauration : produits frais et biologiques, accessibles financièrement, s'adressant aux jeunes adultes soucieux de leur santé. De plus, la compagnie est principalement implantée aux États-Unis et affiche donc un fort potentiel d'expansion internationale.

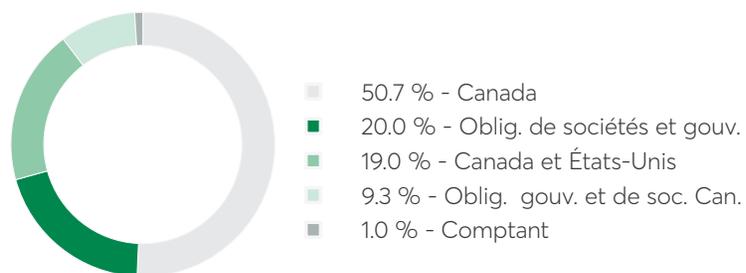
Pour les modèles indiciels Équilibré et Croissance ESG, nous avons diminué de 13 % à 6 % le FNB iShares MSCI développement durable mondial (SDG) et vendu la totalité du FNB Nuveen ESG valeur grandes capitalisations (NULV). À la place, nous achetons le Fonds d'initiatives climatiques Manuvie. Ce changement vise à réduire la portion plus défensive (valeur) du portefeuille et augmenter le poids des titres de croissance. On retrouve d'ailleurs dans ce fonds des compagnies comme Microsoft, Visa, Oracle ou encore Salesforce. Finalement, nous avons acheté des premiers titres de Microsoft à hauteur de 3 % des actions.

Positionnement actuel

Globalement, notre position demeure défensive, pour les mêmes raisons évoquées plus haut dans le document, notamment vis-à-vis des risques de récessions à court et à moyen terme.

PORTEFEUILLE REVENUS ÉLEVÉS (REV+)

RÉPARTITION DES TITRES



Performance

Le portefeuille Revenu élevé a terminé le premier semestre en hausse de 2 %. Depuis sa création en 2009, ce portefeuille a enregistré une performance annuelle de 7 %. (Voir l'annexe 1 afin de consulter les rendements de toutes les périodes.)

Changements récents

Aucun changement n'a été effectué au cours du trimestre.

Positionnement actuel

Actuellement, le portefeuille est investi à 30 % dans des obligations et à 70 % dans des actions. Les actions détenues sont composées majoritairement d'actions canadiennes (90 %). Comme la politique de placement l'impose, tous les titres versent un dividende minimum al de 2 %.

Il procure des rendements fiscalement avantageux, principalement en générant des dividendes canadiens dont le traitement fiscal favorise le rendement après impôt. Le rendement des dividendes se situe à 4,78 %.

SURVOL DE DOUBLE MATÉRIALITÉ DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE ESG

THERMO FISHER SCIENTIFIC INC.

Description de l'entreprise

Thermo Fisher Scientific Inc. s'engage dans la fourniture d'instruments analytiques, d'équipements, de réactifs et de consommables, de logiciels et de services pour la recherche, l'analyse, la découverte et les diagnostics. Elle opère à travers les segments suivants : Solutions en sciences de la vie, Instruments analytiques, Diagnostics spécialisés et Produits de laboratoire.

Répartition des revenus par pays / région :

États-Unis (51%). Marchés développés : 74%.

Performance opérationnelle : Leader

Impact Produit / Service : Positif

Évaluation SMS : Thermo Fisher Scientific soutient indirectement plusieurs Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies grâce à ses produits et services. En fournissant des instruments analytiques et du matériel de laboratoire, l'entreprise contribue à l'ODD 3 (Bonne santé et bien-être) grâce aux avancées en recherche médicale et en diagnostics. Ses produits soutiennent également l'ODD 9 (Industrie, innovation et infrastructure) en permettant l'innovation dans divers domaines scientifiques.

Analyse des cinq dimensions de l'impact (IMP) :

Quoi : Thermo Fisher fournit des instruments analytiques, du matériel de laboratoire et des consommables soutenant la recherche scientifique et les soins de santé.

Qui : Bénéficie aux chercheurs, aux professionnels de la santé et aux industries dépendant de l'analyse scientifique et des diagnostics.

Combien : Impact large en raison de l'utilisation répandue de ses produits dans divers domaines scientifiques et de santé.

Contribution : Contribue aux avancées en recherche, diagnostics et surveillance médicale grâce à des technologies innovantes.

Risque : Les risques incluent les impacts environnementaux potentiels liés à la fabrication et à l'élimination des produits, abordés par des initiatives de durabilité.



Thermo Fisher Scientific Inc.

Ticker	TMO US
ISIN	US8835561023
Cap boursière	US\$ 25 milliards
GICS Sector	Health Care
SASB Industry	Medical Equipment and Supplies
Pays	États-Unis
Thème SMS	N'exclure personne
Contribution au thème	Positive

ESG Ranking (%) For Thermo Fisher Scientific Inc.

	Overall	Community	Employees	Environment	Governance
Thermo Fisher Scientific ▲	89	89	79	89	83
		Community Dev & Philanthropy 85	Compensation & Benefits 73	Energy & Climate Change 94	Board 85
		Product 91	Diversity & Labor Rights 79	Environment Policy & Reporting 86	Leadership Ethics 79
		Human Rights & Supply Chain 87	Training, Health & Safety 82	Resource Management 84	Transparency & Reporting 81

Source : CSRHub

SURVOL DE DOUBLE MATÉRIALITÉ DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE ESG

ASML HOLDING NV

Description de l'entreprise

ASML fournit à l'industrie des semi-conducteurs la technologie de lithographie utilisée dans le processus de fabrication des dispositifs semi-conducteurs. L'équipement de lithographie est essentiellement un système de projection : la lumière est projetée à travers un plan du motif qui sera imprimé (connu sous le nom de 'masque' ou 'réticule').

Répartition des revenus par pays / région :

Taïwan (29 %), Chine (26 %), Corée du Sud (25 %). DM: 43 %.

Performance opérationnelle : Leader

Impact Produit / Service : Positif

Évaluation SMS : ASML fournit aux principaux fabricants de puces mondiaux le matériel et les logiciels nécessaires pour produire les puces dont le monde a besoin pour numériser tout, des ordinateurs aux voitures, en passant par les dispositifs médicaux et les robots, et pour les rendre plus puissants et plus écoénergétiques.

Analyse des cinq dimensions de l'impact (IMP) :

Quoi : L'équipement de photolithographie d'ASML permet des avancées dans la fabrication de semi-conducteurs, cruciales pour l'industrie technologique.

Qui : Bénéficie principalement aux fabricants de semi-conducteurs et indirectement à divers secteurs dépendant de la technologie et aux consommateurs.

Combien : Impact significatif en raison de l'utilisation omniprésente des semi-conducteurs dans l'électronique et les technologies modernes.

Contribution : L'innovation d'ASML en lithographie contribue à la miniaturisation et à l'efficacité des dispositifs électroniques.

Risque : Les risques incluent les conflits géopolitiques potentiels affectant la fabrication de semi-conducteurs (par exemple, relations Chine/Taïwan) et la dépendance à un seul fournisseur pour une technologie critique (par exemple, Carl Zeiss SMT).



ASML HOLDING NV	
Ticker	ASML NA
ISIN	NL0010273215
Cap boursière	US\$ 418 milliards
GICS Sector	Information Technology
SASB Industry	Semiconductors
Pays	Pays-Bas
Thème SMS	Technologie responsable
Contribution au thème	Positive

ESG Ranking (%) For ASML

○ See Rating ● See Percentile Rankings

	Overall	Community	Employees	Environment	Governance
ASML ▲	98	97	95	95	91
		Community Dev & Philanthropy 94	Compensation & Benefits 92	Energy & Climate Change 95	Board 93
		Product 97	Diversity & Labor Rights 94	Environment Policy & Reporting 96	Leadership Ethics 91
		Human Rights & Supply Chain 97	Training, Health & Safety 97	Resource Management 93	Transparency & Reporting 87

Source : CSRHub

SURVOL DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE AMC

ATLAS COPCO

Description des activités

Entreprise suédoise spécialisée dans la conception et l'assemblage d'équipements industriels lourds, notamment des compresseurs à air/gaz, des outils pneumatiques et électriques, des pompes/systèmes à vide et des systèmes d'assemblage.

Produits distribués à l'échelle mondiale sous plusieurs marques et qui s'adressent à diverses industries (fabrication, automobile, électronique/semi-conducteurs, construction, énergie).

Avantages compétitifs (Moat)

Leader technologique (premier ou deuxième) dans plusieurs créneaux attrayants où les clients sont moins sensibles aux prix et valorisent des produits efficaces, plus ergonomiques, plus sécuritaires, plus faciles à utiliser et offrant un rendement énergétique élevé. Solutions plus dispendieuses, mais offrant une rentabilisation rapide (< 2 ou 3 ans) et IRR très élevés.

Coût de transfert élevé : produits critiques et fortement intégrés aux processus des clients.

Vu la nature essentielle et complexe des produits, l'installation de l'équipement est souvent jumelée à un contrat de service (entretien, réparation, soutien) à long terme, une source de revenus très stable et quasi indélogeable. Représente le tiers des revenus.

Faible intensité en capital vu la fabrication de 85 % des pièces en sous-traitance.

Avenues structurelles de croissance

Exposition à plusieurs tendances lourdes : 1) décarbonation et efficacité énergétique, 2) électrification (VE), 3) automatisation, 4) numérisation et 5) sécurité

Poursuite de la consolidation de l'industrie par de petites acquisitions.

Rôle en portefeuille = Offense au travers d'une catégorie résiliente

Le marché sous-estime les perspectives de croissance à long terme.

Pondération réduite vu le caractère cyclique et l'évaluation à court terme qui demeure relativement riche.

Rendement, Évaluation & Statistiques clés

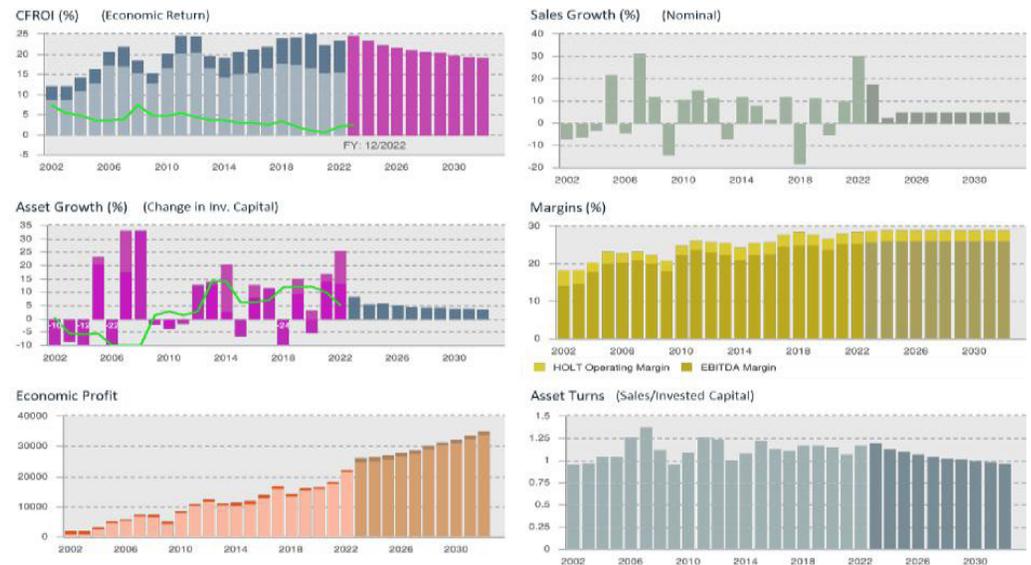
Expected TSR (36M)	10-15 %	P / E - Actuel (NTM)	23.4x	Net Debt / EBITDA	0.7x
Historical TSR (Last 5Y)*	21.2 %	P / E - Relatif (Décile)	6th	ROE - 5Y Average	31 %
Divided Yield	1.7 %	EV / Ebitda - Actuel (NTM)	15.2x	Empirical Core	4
Beta	1.33 %	EV / Ebitda - Relatif (Décile)	8th	ESG - MSCI	AA

*Compares to 8.9 % for MSCI ACWI over the same period

États Financiers - Sommaire (Consensus Bloomberg)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	22 / 20A	26E / 23E
Revenues <small>En millions de \$</small>	99 787	110 912	141 325	169 818	176 535	186 229	192 438	19.0 %	4.3 %
EBITDA <small>En millions de \$</small>	24 919	28 716	36 599	44 156	46 076	48 779	51 092	21.2 %	5.0 %
EPS <small>Par action</small>	3.21	3.91	4.85	5.82	6.08	6.54	6.81	22.9 %	5.4 %
FCF <small>En millions de \$</small>	20 675	21 146	17 641	22 736	28 999	30 979	32 142	-7.6 %	12.2 %

Profil Holt Lens (Crédit Suisse)



Source : Bloomberg, Empirical Research, Morgan Stanley, Bernstein.

SURVOL DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE AMC

LOUIS VUITTON MOËT HENNESSY (LVMH)

Description des activités

Le plus gros conglomérat mondial de marques luxueuses représenté dans différentes catégories, soit la mode (Louis Vuitton, Dior), les bijoux (Bulgary, Tiffany), les vins et spiritueux (Hennessy, Yquem) et les parfums et cosmétiques (Guerlain, Sephora).

La diversité de la gamme vise différents profils démographiques et segments de marché.

Avantages compétitifs (Moat)

Portefeuille de marques emblématiques, reconnues mondialement, et dont l'héritage parfois centenaire d'exclusivité, de qualité et d'artisanat favorise la fidélité et l'acquisition de nouveaux clients (aspect « aspirationnel »).

Le vaste réseau de distribution mondial et largement propriétaire (direct) permet un contrôle accru sur l'expérience client et la stratégie de prix (la majorité des marques phares sont vendues à plein prix), ce qui est bénéfique pour l'exclusivité et les marges.

L'intégration verticale de la production permet aussi de générer une meilleure qualité à moindre coût et plus de flexibilité pour s'adapter à la demande.

Les investissements inégalés dans l'innovation et le processus créatif assuré par plusieurs designers de renom permettent de maintenir une longueur d'avance sur les tendances et préférences.

Avenues structurelles de croissance

Croissance de la demande dans les pays émergents, dont la Chine (1/3 des ventes).

Demande relativement inélastique qui permet des hausses de prix annuelles (MSD)

Rôle en portefeuille = Défense & Protection de capital

Demande historiquement résiliente (consommateur fortuné, peu sensible aux cycles).

Bénéficie fortement d'une réaccélération éventuelle de l'économie chinoise.

Rendement, Évaluation & Statistiques clés

Expected TSR (36M)	10-15 %	P / E - Actuel (NTM)	19,7x	Net Debt / EBITDA	1,0x
Historical TSR (Last 5Y)*	21,1 %	P / E - Relatif (Décile)	10th	ROE - 5Y Average	22 %
Divided Yield	1,9 %	EV / Ebitda - Actuel (NTM)	11,9x	Empirical Core	4
Beta	1,32 %	EV / Ebitda - Relatif (Décile)	10th	ESG - MSCI	AA

*Compares to 8.9 % for MSCI ACWI over the same period

États Financiers - Sommaire (Consensus Bloomberg)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	22 / 20A	26E / 23E
Revenues <i>En millions de \$</i>	44 651	64 215	79 184	86 381	92 759	99 652	106 830	33,2 %	7,3 %
EBITDA <i>En millions de \$</i>	14 587	22 967	27 243	28 288	30 693	32 936	36 956	36,7 %	9,3 %
EPS <i>Par action</i>	9,31	23,89	28,03	31,85	34,07	37,11	40,05	73,3 %	7,9 %
FCF <i>En millions de \$</i>	8 431	16 130	13 483	13 257	17 216	18 833	20 199	26,5 %	15,1 %

Profil Holt Lens (Crédit Suisse)



Source : Bloomberg, Empirical Research, Morgan Stanley, Bernstein.

Nous joindre

LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE

Valeurs mobilières Desjardins de Montréal - Le Windsor

1170, rue Peel
Bureau 300
Montréal (Québec) H3B 0A9

conseillersenplacement.ca

Leblanc Martineau St-Hilaire
www.conseillersenplacement.ca



Valeurs mobilières Desjardins inc. est membre de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI) et du Fonds canadien de protection des investisseurs (FCPI).

Desjardins^{MD}, Desjardins Gestion de patrimoine Valeurs mobilières^{MC} ainsi que les marques de commerce associées sont des marques de commerce de la Fédération des caisses Desjardins du Québec employées sous licence.