

Lettre financière trimestrielle

au 31 mars 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	5
MISE-À-JOUR DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'ÉQUIPE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE	6
PERSPECTIVE SUR LES MARCHÉS ET POSITIONNEMENT GLOBAL DES PORTEFEUILLES	11
PORTEFEUILLE ACTIONS MONDIALES CONCENTRÉ (AMC)	14
PORTEFEUILLE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE (LMS)	15
PORTEFEUILLE ENVIRONNEMENT, SOCIAL, GOUVERNANCE (ESG)	16
PORTEFEUILLE REVENUS ÉLEVÉS (REV+)	17
SURVOL DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE AMC	17-18

REVUE SOMMAIRE DE LA PERFORMANCE TRIMESTRIELLE DES PRINCIPAUX MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX

Poursuivant sur la lancée des derniers mois de 2023, les principaux marchés boursiers mondiaux ont affiché une hausse importante au premier trimestre de 2024. Le S&P 500, indice phare américain, s'est notamment apprécié de 13,3 % sur trois mois, soutenu principalement par les titres technologiques (thème de l'intelligence artificielle) et dans une plus large mesure par la résilience économique, qui demeure surprenante dans un contexte de politique monétaire restrictive.

L'indice canadien S&P/TSX, moins exposé au secteur technologique et ayant connu une performance économique moins vigoureuse que notre voisin du sud, a affiché une performance de 6,6 % durant la période.

Au Japon, le Nikkei 225 a bondi de 15,2 % sous l'effet d'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, ce qui est implicitement associé à de meilleures perspectives de profitabilité.

À l'exception du mois de mars, les événements observés jusqu'à présent en 2024 ressemblent beaucoup à ceux des dernières années sur le plan des styles d'investissement, puisque le marché a privilégié 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).

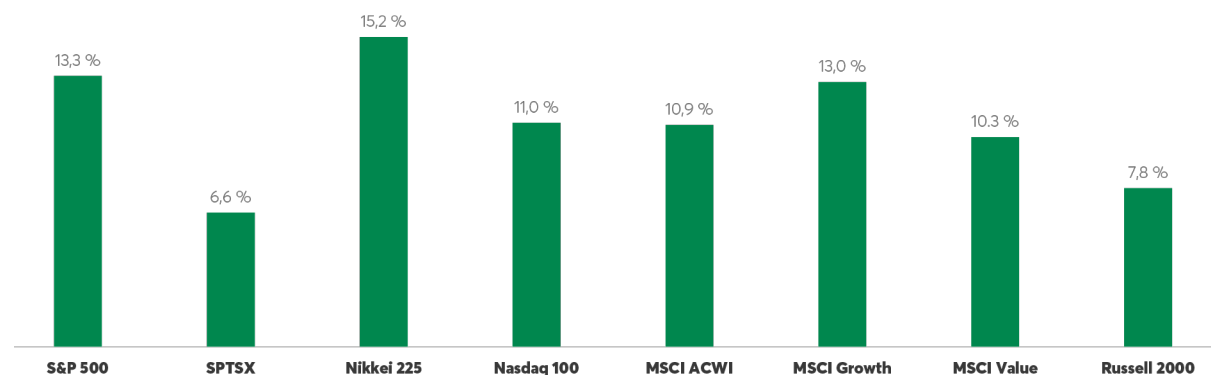


FIGURE 1
RENDEMENT DES PRINCIPAUX MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX

Source : Bloomberg

Dans la lignée de 2023, la performance enregistrée par les grands indices boursiers depuis le début de l'année repose sur quelques titres seulement, surtout de nature technologique. De fait, comme le montre la figure 2 ci-dessous, 50 % de la performance 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 33 % de la capitalisation de l'indice et 25 % de ses profits estimés.

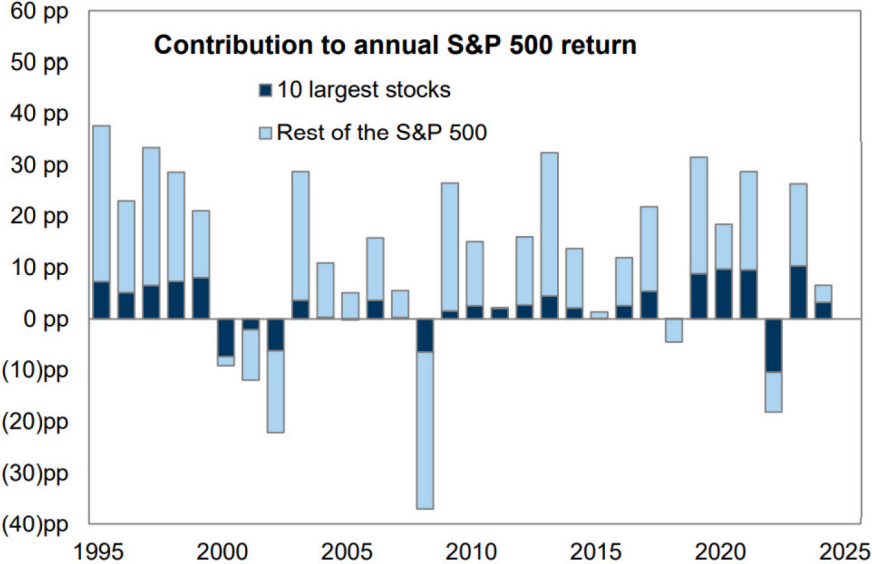


FIGURE 2
HISTORIQUE DE LA CONCENTRATION DE LA PERFORMANCE DU S&P 500

Source : Goldman Sachs

Par le passé, après de tels épisodes de surperformance, la situation avait tendance à se normaliser, comme l'illustre la figure 3. Cette réalité touche autant la performance de l'année en cours que le positionnement de nos principaux portefeuilles, un élément qui sera exploré davantage dans une section ultérieure consacrée à ce sujet.

La plus forte sous-performance depuis 1998

La surperformance tends à venir après une forte concentration

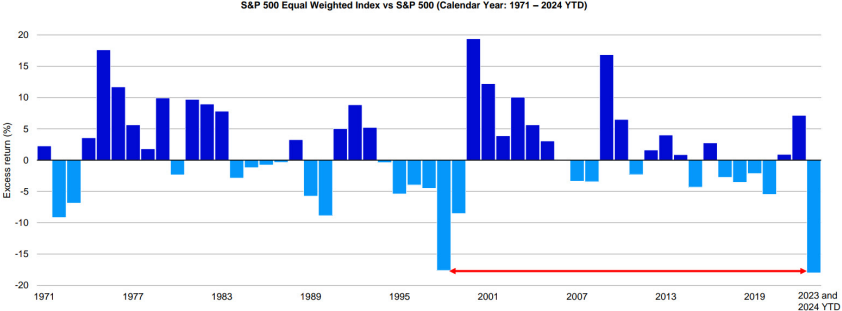


FIGURE 3
HISTORIQUE D'ÉCART DE PERFORMANCE ENTRE LE S&P 500 ET LE S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ

Source : Invesco

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

Du côté des obligations, les taux d'intérêt à 10 ans s'établissaient à 4,20 % au 31 mars, soit une hausse d'environ 0,30 % sur trois mois. La situation est relativement similaire au Canada, où le taux à 10 ans est actuellement de 3,5 %, c'est-à-dire une augmentation de 0,4 % depuis le début de l'année.

La remontée observée depuis janvier s'explique principalement par la résilience plus forte que prévu des économies (notamment en matière d'emploi et de consommation), ce qui a mené les investisseurs à s'attendre à ce qui suit aux États-Unis :

- Moins de baisses du taux directeur en 2024 (É.-U. : -0,75 % au lieu de -1,5 % au départ)
- Des baisses commençant au deuxième semestre de l'année et non en mars ou en avril, comme on le prévoyait au début de janvier. Au Canada, les attentes ont évolué à peu près dans la même direction, mais on s'attend tout de même à ce que la banque centrale canadienne abaisse son taux directeur plus rapidement que son homologue américain. Nous examinerons plus en détail cette perspective ultérieurement.

À sa dernière réunion (20 mars), la Réserve fédérale américaine (Fed) a maintenu son taux directeur au niveau actuel (5,25 %-5,50 %) et réitéré s'attendre toujours à réduire son taux directeur à trois reprises cette année. Elle a aussi revu à la hausse ses projections de croissance économique et ses prévisions d'inflation pour 2024. La figure 4 présente les dernières projections économiques d'importance des membres de la Fed.

En termes simples, les dirigeants de la politique monétaire américaine misent sur un atterrissage en douceur de l'économie, c'est-à-dire un retour graduel de l'inflation à la cible à long terme (2 %) sans récession ni pertes d'emplois importantes.

	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2,1	2,0	2,0	1,8
<i>December projection</i>	1,4	1,8	1,9	1,8
Unemployment rate	4,0	4,1	4,0	4,1
<i>December projection</i>	4,1	4,1	4,1	4,1
PCE inflation	2,4	2,2	2,0	2,0
<i>December projection</i>	2,4	2,1	2,0	2,0
Core PCE inflation	2,6	2,2	2,0	
<i>December projection</i>	2,4	2,2	2,0	
Federal funds rate	4,625	3,875	3,125	2,563
<i>December projection</i>	4,625	3,625	2,875	2,500

FIGURE 4
PROJECTIONS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE – MARS 2024

Source : Réserve fédérale américaine

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

Le marché considère qu'un tel scénario d'atterrissage en douceur (ou inexistant) 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 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 :

- 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 5) et de New York, fondés sur la courbe des taux d'intérêt, les probabilités d'un début de récession d'ici janvier 2025 sont de plus de 60 %, soit un niveau plus élevé que ce qui était anticipé par les mêmes modèles en 2000 et en 2008.



FIGURE 5
PROBABILITÉS DE RÉCESSION EN
FONCTION DE LA COURBE DES TAUX
D'INTÉRÊTS

Source : Banque fédérale de réserve

- 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 s'avèrent moins optimistes que l'image dépeinte par les derniers chiffres sur la création d'emploi. En effet:
 1. Le déclin de l'emploi temporaire
 2. La baisse des départs volontaires
 3. Le ralentissement de la croissance des salaires
 4. La baisse des affichages de nouveaux emplois (Jolts, Indeed, Linked In) sont tous des signes habituellement annonciateurs de la tendance à venir de l'emploi.

Actuellement, ils indiquent tous 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 6, l'inversion de la tendance du taux de chômage s'est aussi avérée être par le passé un outil de prévision quasi infallible des récessions à venir, et ce, depuis 1950.

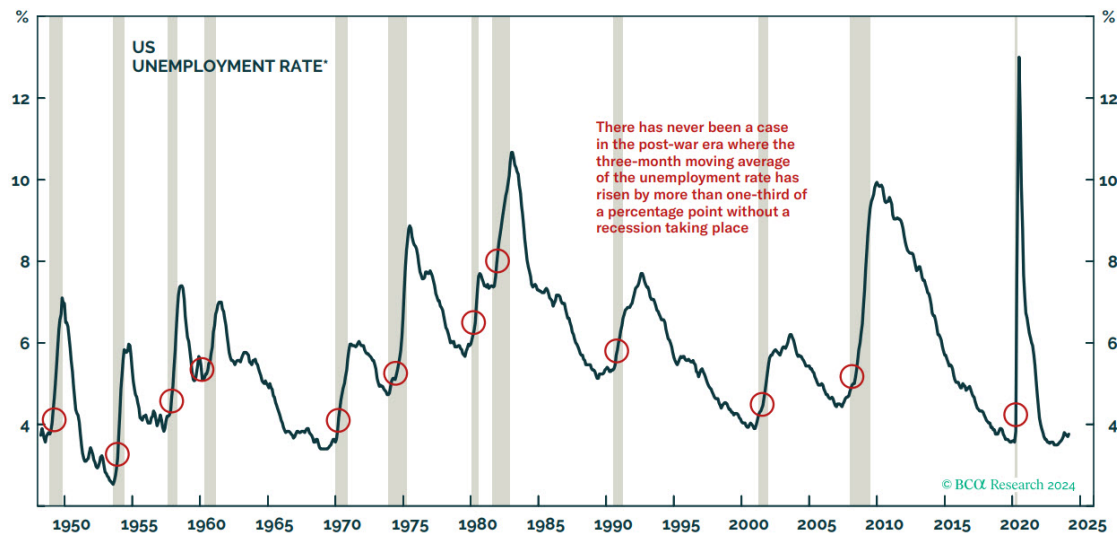


FIGURE 6
INDICATEURS PRÉCURSEURS DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

Source : BCA Research de Cleveland

- 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.

États-Unis – épargne personnelle réelle

En G\$ US de 2017

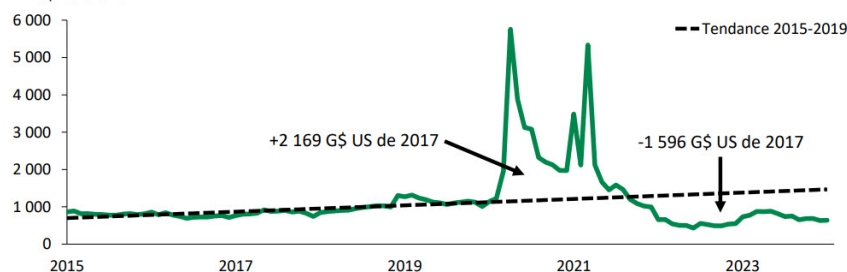


FIGURE 7

FIGURE 7 : DIMINUTION DE L'ÉPARGNE EXCÉDENTAIRE DES MÉNAGES

Source : Desjardins

- Dans le même esprit, on observe 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 8).

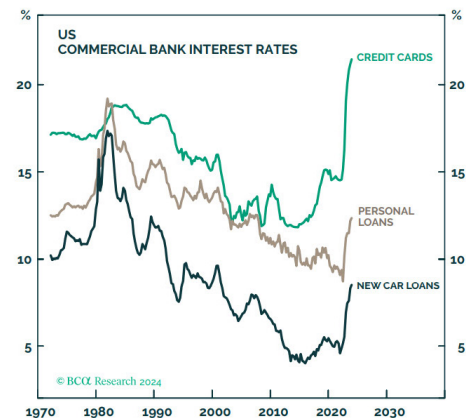
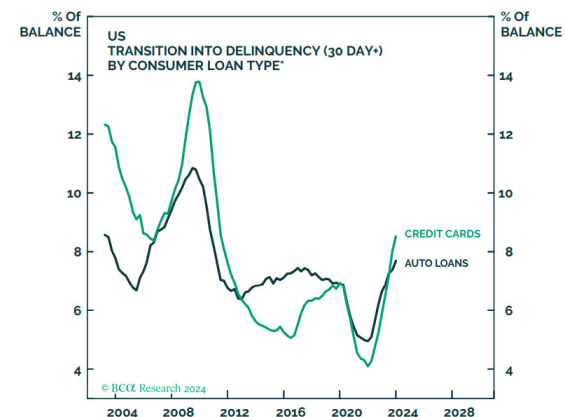


FIGURE 8

TAUX DE DÉFAILLANCE DES PRÊTS À LA CONSOMMATION

Source : BCA Research

Notre scénario économique principal table sur un ralentissement économique notable et possiblement sur une récession modérée, mais il faut 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 9)
- La baisse annoncée des taux d'intérêt
- La croissance de la population active, soutenue par l'immigration internationale
- Les gains de productivité liés à la technologie
- La tendance des entreprises à relocaliser certaines de leurs activités aux États-Unis.

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 5,8 % et qui, selon toute vraisemblance, 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 %).



FIGURE 9
POLITIQUE BUDGÉTAIRE AMÉRICAINE

Source : BCA Research

Bien que tous ces facteurs soient en jeu, les deux premiers éléments nous apparaissent particulièrement importants, surtout en raison du fait que plus de 40 % des investissements canadiens sont faits dans le secteur immobilier (figure 10) et que 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. Étant donné que 45 % des hypothèques à renouveler en 2025 et en 2026 afficheront des taux hypothécaires probablement beaucoup plus élevés (2 % à 3 %) que ceux négociés lors du terme précédent, il n'est 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.

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 qui prévaut déjà sur le Vieux Continent.

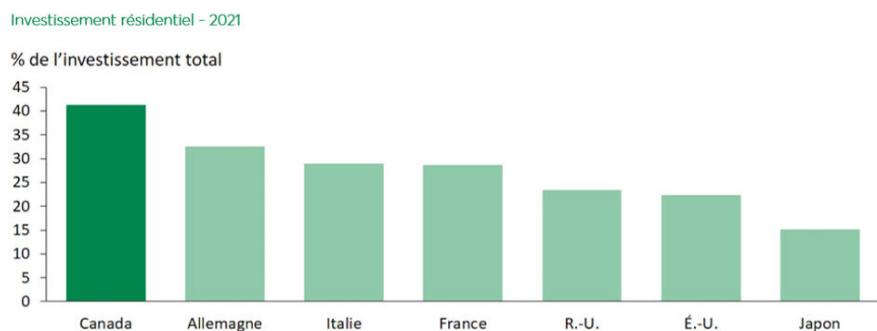


FIGURE 10
INVESTISSEMENT RÉSIDENTIEL EN POURCENTAGE DE L'INVESTISSEMENT TOTAL

Source : Desjardins

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

Taux de change canadien

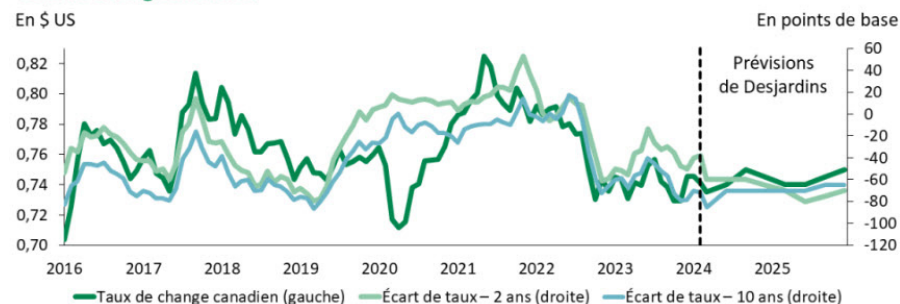


FIGURE 11
ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE CANADIEN

Source : Desjardins

PERSPECTIVE SUR LES MARCHÉS ET POSITIONNEMENT GLOBAL DES PORTEFEUILLES

Avant d'examiner plus en détail la performance, l'évolution et les particularités de chacun de nos principaux portefeuilles, il est important de comprendre leur positionnement commun. De fait, sans surprise, le positionnement des portefeuilles demeure globalement plus défensif que le marché, un aspect qui reflète non seulement le scénario économique principal détaillé précédemment, mais aussi les éléments suivants :

- Les anticipations actuelles de croissance des profits (9 % à 11 %) que prévoit le marché sont légèrement inférieures aux 11 % à 12 % qui étaient attendus à la fin décembre. Cela dit, ces attentes nous semblent encore trop optimistes et pourraient, selon nous, faire l'objet d'autres révisions baissières dans un contexte de ralentissement économique. Cette opinion est d'ailleurs soutenue par les résultats financiers de plusieurs sociétés, rapportés au cours du mois de mars 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-avril, pourrait donc s'avérer plus difficile si les perspectives de croissance future des entreprises continuent d'être globalement révisées à la baisse.

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

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

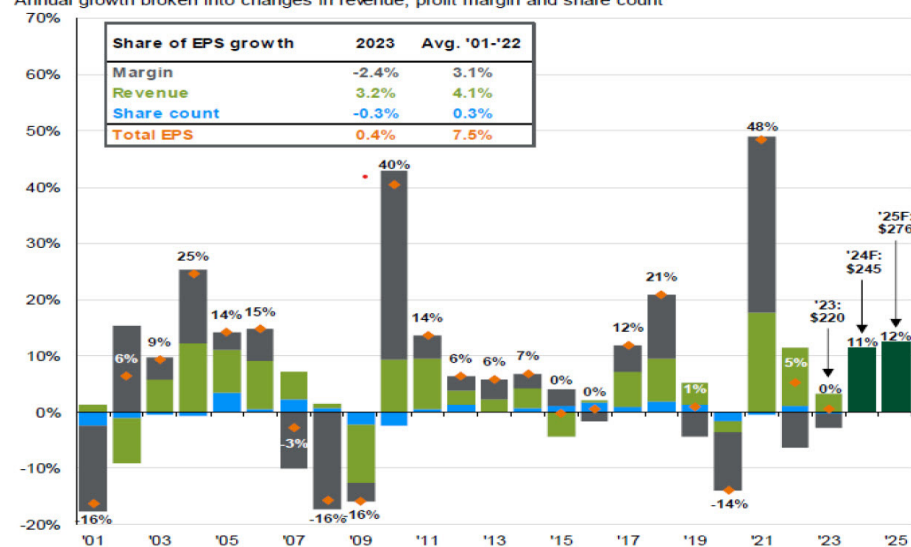
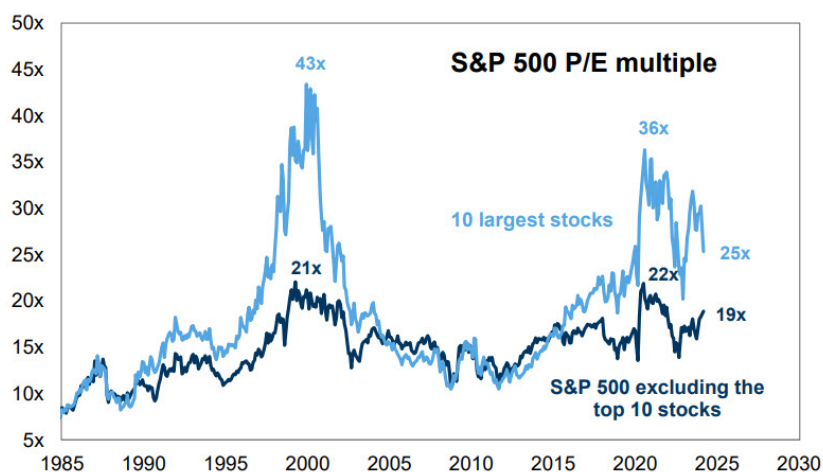


FIGURE 12

DÉCOMPOSITION DES ATTENTES DE PROFITS DU S&P 500

Source : JP Morgan

- À l'inverse des attentes relatives aux profits, l'évaluation du marché, elle, est 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 13), tout indique que le marché s'attend déjà pleinement aux scénarios les plus optimistes (atterrissage en douceur ou inexistant), laissant ainsi actuellement peu de marge d'erreur, voire aucune.

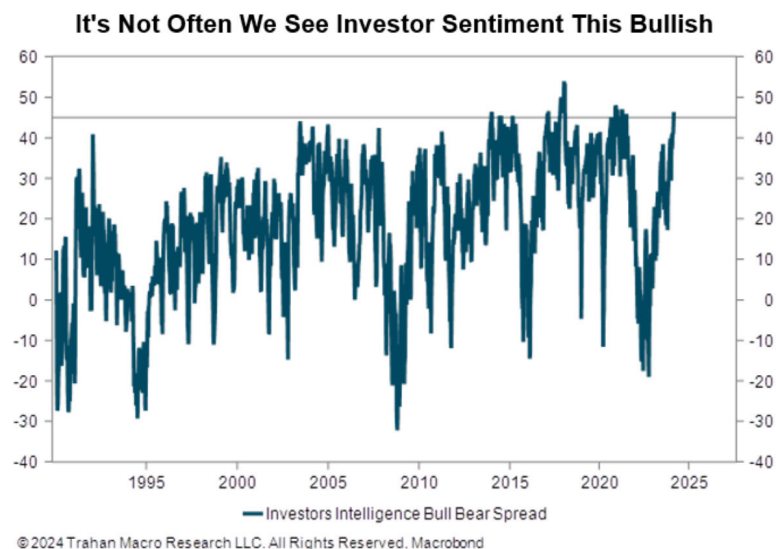


Source: Compustat, IBES, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

FIGURE 13
ÉVALUATION C/B DU S&P500

Source : Goldman Sachs

- Conjugué à ce qui précède, depuis 1990, l'avis des investisseurs (figure 14) a rarement été aussi optimiste ou positif 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 un positionnement différent de la pensée populaire, ce qui s'est historiquement avéré différenciant en ce qui a trait au rendement et à la protection de capital.



© 2024 Trahan Macro Research LLC. All Rights Reserved, Macrobond

FIGURE 14
ÉVOLUTION DU SENTIMENT DES INVESTISSEURS

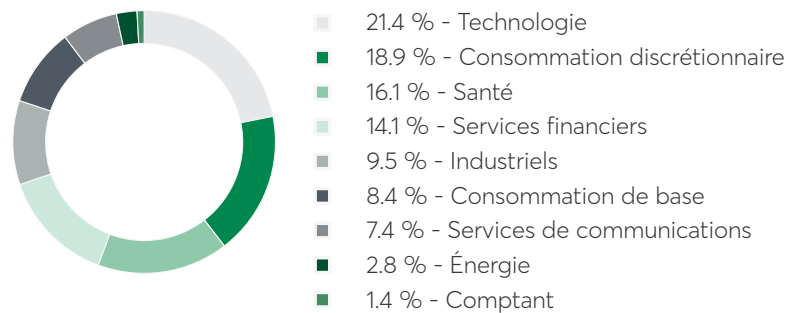
Source : Trahan Macro Research

- Tel que l'illustre précédemment la section 1 et le montre la figure 12 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 que par le passé à un recul de ces titres et, en définitive, à l'effet d'entraînement (c.-à-d. inversion de momentum) que cela pourrait engendrer.
- Enfin, étant donné les deux guerres qui sévissent actuellement, les fortes tensions sino-américaines et les quelque 64 élections nationales en 2024, dont celle aux États-Unis en novembre, les risques géopolitiques demeurent omniprésents, ce qui ne semble pas être pris en compte dans les attentes des marchés.

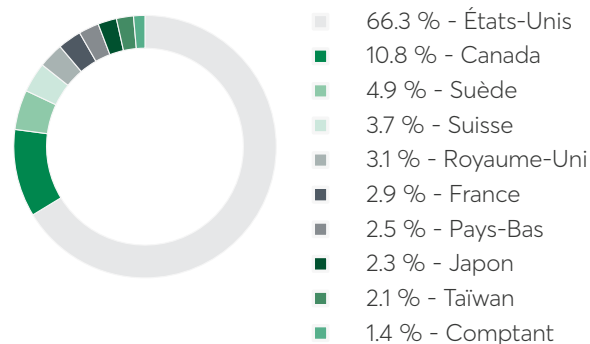
Bref, dans l'ensemble, nous conservons un positionnement défensif dans la portion actions de nos portefeuilles et continuons de penser qu'une allocation en obligations est judicieuse actuellement en regard de l'asymétrie de rendement que nous voyons comme plus favorable dans cette classe d'actif. Ceci dit, tel que mentionné 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 pour une approche d'investissement disciplinée, équilibrée et à long-terme qui tient compte de tous les scénarios probables, incluant les plus positifs. Dit autrement, les portefeuilles sont prudemment positionnés, mais pas unidirectionnels.

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, le portefeuille se comporte globalement bien, puisque 25 titres détenus sur 35 affichent un rendement de plus de 10 %, et 29 titres sur 35 possèdent un rendement positif.

Les titres de semiconducteurs (ASML : +50 %; TSMC : +48 %) associés à la thématique de l'intelligence artificielle (AI) se sont particulièrement démarqués, tout comme Uber (+60 %) qui continue de renforcer sa dominance (c.-à-d. gains de parts de marché) dans le secteur du covoiturage et de la livraison, tout en continuant d'améliorer sa profitabilité et sa production de flux monétaires. Progressive, Netflix, Intuitive Surgical et Chipotle Mexican Grill se sont aussi distingués grâce à leur rendement durant la même période. Nous approfondirons d'ailleurs notre thèse d'investissement autour de Chipotle dans la prochaine section.

Depuis le début de novembre, seulement six titres ont connu un rendement négatif, soit Humana (-28 %), UnitedHealth (-7%), Cheniere Energy (-8 %), Adobe (-11 %), Lululemon (-5 %) et Nestlé (-5 %). La conviction demeurant forte pour ces titres à moyen et long terme, nous avons profité du recul pour bonifier quatre de ces titres lors d'un rééquilibrage de portefeuille dans la dernière semaine de mars. Les dernières transactions effectuées dans le portefeuille sont présentées en détail dans les paragraphes suivants. Nous approfondirons aussi notre thèse d'investissement autour de Nestlé dans la prochaine section.

Changements récents

Dans la dernière semaine de mars, nous avons rééquilibré le portefeuille 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, Progressive, Netflix, Intuitive Surgical). En contrepartie, nous avons augmenté la participation dans Google, Nestlé, Adobe, Lululemon, Cheniere et Ulta Beauty, puisque ces titres présentent tous des perspectives de rendement plus attrayantes aux niveaux actuels. Le rééquilibrage a aussi permis de ramener globalement le profil offensif-défensif du portefeuille dans le sens de ce qui est actuellement désiré (voir ci-dessous).

À la fin du mois de janvier, nous avons vendu au complet la position dans Costco, car, à la suite de sa forte performance, son évaluation du ratio cours/bénéfice (C/B) de 42x, similaire à celui des sociétés technologiques en forte croissance, était devenue injustifiable par rapport à son historique, à son rythme de croissance à long terme et à son niveau de rentabilité. Nous conservons un point de vue très favorable sur cette société et nous pourrions la réintégrer en cas d'amélioration du profil rendement-risque. Le capital a été redéployé dans Ulta Beauty, un détaillant spécialisé dans les produits de beauté (cosmétiques, soins de la peau et des cheveux, etc.) aux États-Unis. Son modèle d'affaires différencié confère une bonne visibilité sur la croissance de ses profits à moyen terme (10 %), soit un niveau similaire à celui de Costco, mais à un multiple d'évaluation beaucoup plus raisonnable de 18x (près de son creux historique). Les deux titres possèdent un profil relativement défensif par rapport à l'ensemble du marché.

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 détient seulement trois titres relativement défensifs (Intact, Couche-Tard et Dollarama).

PORTEFEUILLE LEBLANC MARTINEAU ST-HILAIRE (LMS)

RÉPARTITION SECTORIELLE



■	16.2 % - Services financiers
■	15.9 % - Technologie
■	12.9 % - Produits industriels
■	12.1 % - Consommation de base
■	10.5 % - Consommation discrétionnaire
■	10.2 % - Soins de santé
■	6.5 % - Matériaux de base
■	6.0 % - Énergie
■	5.1 % - Communication
■	2.8 % - Services publics
■	1.8 % - Immobilier

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



■	47.9 % - États-Unis
■	23.3 % - Canada
■	16.7 % - Europe (Sauf R-U)
■	6.5 % - Royaume-Uni
■	1.7 % - Asie et marchés émergents
■	1.1 % - Japon
■	0.6 % - Autres pays développés

Performance

Le portefeuille Croissance uniquement a terminé le premier trimestre en hausse de 6,3 %. Depuis sa création en 2009, ce portefeuille a enregistré une performance annuelle de 10,5 %. Quant au portefeuille Équilibré, il affiche un rendement de 3,7 % sur trois mois et de 7,5 % depuis son lancement. (Voir l'annexe 1 pour consulter les rendements de tous les modèles de portefeuille.)

Au premier trimestre, le TSX a augmenté de 6,4 %. Nos deux positions canadiennes (MKC et CDIV) affichent respectivement des rendements de 7,4 % et de 4,9 % pour la même période.

Le S&P 500, indice phare américain, a gagné 11,9 % (en dollars canadiens). Nos quatre positions américaines ont progressé comme suit : QQQ, 11,1 %; JQUA, 13,1 %; JVAL, 10,6 %; et VTV, 11,7 %.

Quant à nos titres à l'international, nos trois positions longues seulement (XEU, FCIQ et EDG500) ont affiché des performances entre 6 % et 7 % au premier trimestre. À l'inverse, FID2149 affiche un rendement négatif de 11 %.

Changements récents

Au cours du trimestre, nous avons modifié la composition de nos actions internationales. Nous avons vendu notre position dans Dynamic International ETF (DXW). En échange, nous avons acquis Fidelity International Quality Factor (FCIQ).

L'objectif consistait à accroître la pondération du facteur « qualité », une tendance que nous avons commencée en ajoutant JQUA (actions américaines de qualité) au portefeuille en septembre 2023.

FCIQ compte 118 sociétés; il s'agit donc là d'une belle diversification. Les principaux secteurs sont la consommation discrétionnaire et la technologie. De plus, FCIQ détient une position importante au Japon (27 %), un marché qui va très bien depuis quelques mois. Dans ce nouveau fonds négocié en bourse (FNB), il y a des sociétés de grande qualité comme SAP, LVMH, Nintendo, Ferrari et Keyence.

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 détient 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.

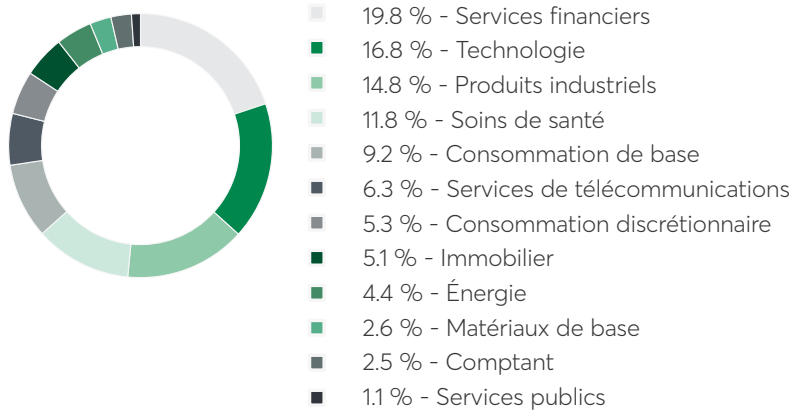
Le portefeuille comporte aussi des aspects défensifs avec notre placement dans Fidelity à positions longues/courtes (FID2149), qui pourrait servir de stabilisateur si les marchés deviennent plus volatils.

En ce qui concerne notre placement dans FID2149, prenez note que nous avons vendu la moitié de notre position 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.

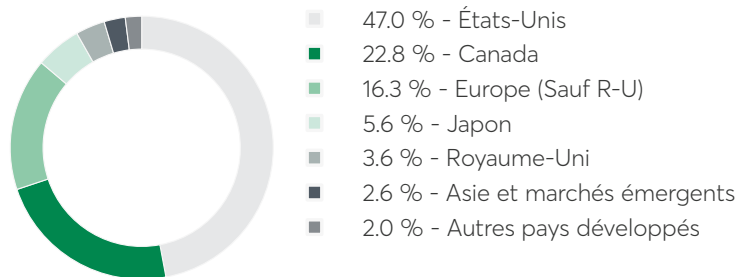
En échange, nous avons augmenté nos placements dans la thématique des sociétés à petites et moyennes capitalisations. Pour ce faire, nous avons choisi d'acheter le FNB Fonds Fidelity Potentiel mondial (FCGS). Dans cette catégorie de sociétés, les gestionnaires Connor Gordon et Chris Maludzinski affichent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

PORTEFEUILLE ENVIRONNEMENT, SOCIAL, GOUVERNANCE (ESG)

RÉPARTITION SECTORIELLE



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



Performance

En ce premier trimestre, notre positionnement reflète la prudence face au contexte économique actuel. Les taux directeurs demeurent élevés et pourraient le rester plus longtemps que prévu. En outre, les indices mondiaux sont concentrés sur une poignée de sociétés technologiques qui nous apparaissent surévaluées. Ainsi, dans une optique de saine gestion de portefeuille, nous préférons maintenir une répartition diversifiée et de qualité, avec une surpondération dans les titres de « valeur ». Notre meilleur contributeur ce trimestre est Progressive Corporation (+29 %), une entreprise américaine de courtiers en assurance. À l'inverse, notre fonds négocié en bourse (FNB) mondial, MSCI Développement durable (SDG), était négatif ce trimestre de 3,14 %. D'ailleurs, au moment d'écrire ces lignes, nous sommes sur le point de vendre la moitié de cette position. Du côté canadien, soulignons la surperformance de notre fonds Croissance Québec (+7,21 %, contre 6,62 % pour l'indice TSX). En guise de rappel, ce fonds investit dans des sociétés dont la majeure partie des activités se déroulent au Québec.

Enfin, en ce qui concerne les titres à revenu fixe, nous avons choisi d'allonger la durée de nos obligations (8,3 ans actuellement, par rapport à 7 ans pour l'indice de référence). Cela nous procure un rendement à l'échéance annuel intéressant de 5,6 % et nous permettra de profiter au mieux d'une éventuelle diminution des taux directeurs.

Changement de fournisseurs de recherche

Dans un élan continu d'innovation et d'engagement en faveur de l'excellence en matière d'investissement responsable, l'équipe Leblanc Martineau St-Hilaire est fière d'annoncer une nouvelle collaboration stratégique avec Sustainable Market Strategies (SMS), une firme de renom spécialisée dans la publication de recherches de pointe sur les investissements durables pour le compte de gestionnaires d'actifs mondiaux.

Cette collaboration marque une étape importante dans notre quête visant à offrir à nos clients des solutions d'investissement qui ne sont pas seulement performantes, mais aussi cohérentes avec nos valeurs. En choisissant SMS, une entreprise québécoise reconnue pour son expertise approfondie et ses années d'expérience dans le secteur, nous renforçons notre capacité à mieux intégrer encore des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) rigoureux dans notre processus de sélection des placements investissements.

Sébastien St-Hilaire souligne l'importance de cet apport : « Cette collaboration avec Sustainable Market Strategies nous permet d'approfondir notre engagement envers l'investissement responsable. En tirant parti de leur expertise de cette entreprise en matière de recherche et de filtrage, nous pouvons désormais offrir à nos clients une transparence accrue et des stratégies de placement reflétant véritablement leurs valeurs. En plus, nous sommes heureux d'encourager une entreprise québécoise. »

François Boutin-Dufresne, associé directeur chez SMS, exprime lui aussi son enthousiasme : « Nous sommes très heureux d'établir une collaboration avec Valeurs mobilières Desjardins et l'équipe Leblanc Martineau St-Hilaire, une équipe reconnue en matière d'investissement durable à l'échelle du réseau Desjardins. Avec notre recherche de pointe, nous comptons soutenir cette équipe dans son désir de fournir des solutions d'investissement durable à ses clients. »

Positionnement actuel

En avril 2019, l'équipe Leblanc Martineau St-Hilaire est devenue la première équipe au sein de Valeurs mobilières Desjardins à mettre en place ses portefeuilles en gestion discrétionnaire spécifiquement orientés vers une approche ESG (environnementale, sociale et de gouvernance). Nous fêtons donc ce mois-ci les cinq premières années de cet événement historique!

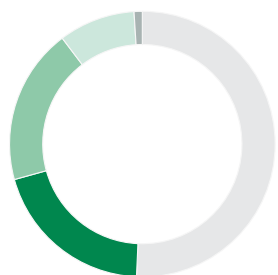
Nos modèles ESG appliquent le même style de gestion que nos portefeuilles « classiques » axés sur la gestion du risque, la diversification complète ainsi que la détention de FNB et de titres de qualité. Nous intégrons au processus de sélection de titres des critères rigoureux, permettant de sélectionner des entreprises dotées d'une saine gouvernance et dont les comportements et activités sont exemplaires en matière de responsabilité environnementale et sociale.

Notre offre en investissement responsable se décline au moyen de trois modèles distincts : le modèle « Équilibré ESG », dont la répartition d'actifs cible est de 50 % en actions et de 50 % en titres à revenus fixe; le modèle « Croissances ESG », constitué à 100 % de titres de croissance détenus par l'intermédiaire de FNB diversifiés; le modèle « Actions Globales ESG », composé lui aussi à 100 % de titres de croissance et incluant des actions individuelles et, en complément, des FNB diversifiés.

Les différentes positions détenues dans nos modèles ESG reflètent une diversification sectorielle et géographique optimale tout en investissant dans des thématiques qui nous apparaissent essentielles à la constitution d'un portefeuille respectant les meilleures normes quant aux critères ESG : technologies propres, entreprises à faibles émissions de carbone, gestion et accès à l'eau potable, etc.

PORTEFEUILLE REVENUS ÉLEVÉS (REV+)

RÉPARTITION DES TITRES



- 50.7 % - Canada
- 20.0 % - Oblig. de sociétés et gov.
- 19.0 % - Canada et États-Unis
- 9.3 % - Oblig. gov. et de soc. Can.
- 1.0 % - Comptant

Performance

Le portefeuille a terminé le premier trimestre en hausse de 2,9 %. Depuis sa création en 2009, ce portefeuille a enregistré une performance annuelle de 7 %. (Voir l'annexe 1 pour consulter les rendements de toutes les périodes)

Changements récents

- Au cours des derniers mois, nous avons apporté quelques changements à la composition du portefeuille.
- Nous avons ajouté Intact Corporation financière à un prix de 195 \$. Depuis, il a produit des résultats intéressants, puisqu'il se négocie autour de 220 \$ aujourd'hui.
- De plus, nous avons acheté ZRE (FINB BMO de FPI), un FNB qui détient des titres immobiliers canadiens. Ce secteur a été durement touché au cours des derniers mois. Nous avons vu là une occasion d'achat et nous avons payé 19,40 \$ (il est maintenant à 20,20 \$). Il comporte un dividende annuel de 5,32 %.

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 de 2 %.
- Revenu Élevé procure des rendements fiscalement avantageux, principalement en générant des dividendes canadiens dont le traitement fiscal favorise le rendement après impôt
- À l'annexe 4, nous voyons la composition du portefeuille. De plus, on remarque des versements annuels de 4,68 %.

SURVOL DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE AMC

CHIPOTLE MEXICAN GRILL

Description des activités

Chaîne de restauration rapide à service limité (LSR) d'inspiration mexicaine qui opère 3,2k restaurants, principalement aux USA, sous un modèle company-owned. Avec 28 % du marché US (2012: 17 %), elle est la 2e en importance derrière Taco Bell (47 %).

Avantages compétitifs (Moat)

Avec un menu personnalisable selon les préférences et une offre de produits frais, sants, 100 % biologiques (sans OGM, produits de l'agriculture, poulet en liberté, etc.) la chaîne plait fortement aux jeunes adultes (18-34 ans) et aux professionnels occupés soucieux de leur santé et qui apprécient manger de la nourriture de qualité. Leur perception de valeur étant différente, ils sont prêts à payer plus vs. d'autres QSR.

Forte d'une clientèle cible digitaly native, la société profite d'un très fort engagement sur les réseaux sociaux (#1 Brand Likes sur Tik Tok) et du programme de loyauté digital le plus dominant de l'industrie (33M de membres actifs). La société se différencie aussi avec ses « Chipotlanes », un Drive-Thru où les commandes sont 100 % numériques et les transactions prennent moins de 30s (vs. 150s normalement).

Combinés à plusieurs investissements technologiques qui améliorent la productivité des employés et l'expérience-client, la chaîne génère 27 % de marges-restaurants, de loin les plus élevées de l'industrie du QSR (Taco Bell: 22 %; McDonald: 14 %).

Avenues structurelles de croissance

Tendance pour de plus saines habitudes de vie et la démographie supporte une croissance structurelle plus forte pour la nourriture latino-américaine (7 % vs. 3.5 %).

Croissance annuelle anticipée du nombre d'unités de 8-10 % (Potentiel: 7k+ aux USA)

Optionalités = Expansion internationale, menu plus varié, « other dayparts ».

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

Fondamentaux résilients en raison d'une clientèle plus aisée (50k+ = 65 %)

Craintes déraisonnables de l'impact des GLP-1 = Évaluation relative attrayante.

Rendement, Évaluation & Statistiques clés

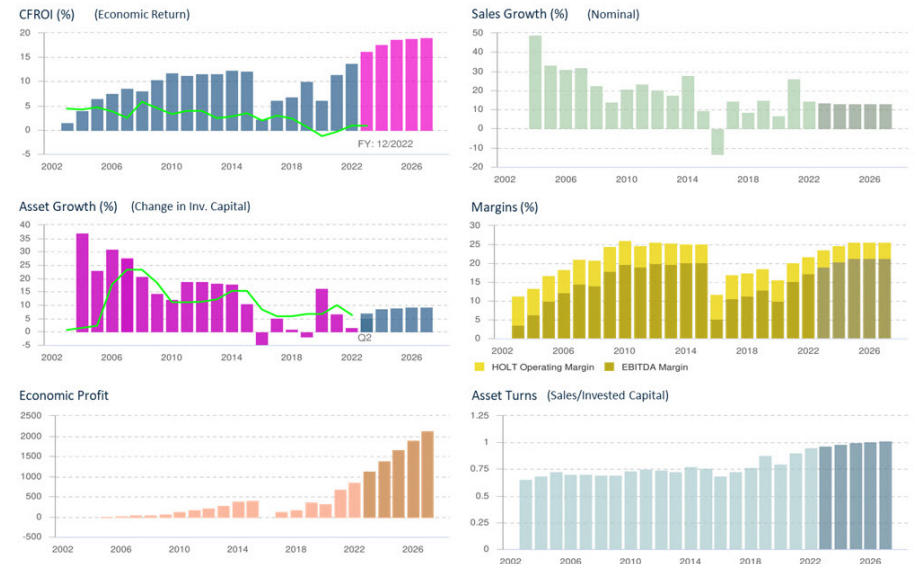
Expected TSR (36M)	20-25 %	P / E - Actuel (NTM)	38x	Net Debt / EBITDA	1.4x
Historical TSR (Last 5Y)*	36.2 %	P / E - Relatif (Décile)	9th	ROE - 5Y Average	26 %
Divided Yield	2.6 %	EV / Ebitda - Actuel (NTM)	24x	Empirical Core	2
Beta	1.25 %	EV / Ebitda - Relatif (Décile)	8th	ESG - MSCI	BBB

*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>	5 985	7 547	8 635	9 827	11 134	12 543	14 205	20.1 %	13.1 %
EBITDA <i>En millions de \$</i>	933	1 465	1 878	1 865	2 233	2 632	3 154	41.9 %	19.1 %
EPS <i>Par action</i>	10.73	25.42	32.78	43.94	52.96	62.95	75.26	74.8 %	19.6 %
FCF <i>En millions de \$</i>	290	840	844	1 274	1 353	1 495	1 774	70.5 %	11.7 %

Profil Holt Lens (Crédit Suisse)



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

SURVOL DE DEUX TITRES DU PORTEFEUILLE AMC

NESTLE SA

Description des activités

La plus grande multinationale productrice de produits alimentaires et de boissons avec plus de 2000 marques et une présence dans 190 pays.

Offre de produits très diversifiée qui s'étend des produits de masse (Ex: Nestcafe) aux produits plus premium (Ex: Nespresso).

Avantages compétitifs (Moat)

Marques reconnues et must have à la fois localement et mondialement. La forte majorité sont classées #1 ou #2 dans leur catégorie respective.

Budget et productivité de la R&D inégalés supporte une innovation constante et adaptée tant aux préférences locales qu'aux tendances globales.

Plateforme globale confère des avantages de tailles significatifs (approvisionnement, production, distribution, marketing, etc.).

Excellente équipe de direction et track record d'exécution.

Avenues structurelles de croissance

Exposition aux pays émergents (plus forte croissance, tendance de premiumisation)

Exposition à des catégories en plus forte croissance (café, nourriture animale, etc.)

Digitalisation et pénétration du commerce électronique

Rôle en portefeuille = Défense & Protection de capital

Demande peu cyclique et relativement inélastique. Exposé au Trade Down.

Pricing power élevé (protection des marges à MT-LT).

Downside limité vu l'évaluation relative actuelle et la forte visibilité sur les profits.

Rendement, Évaluation & Statistiques clés

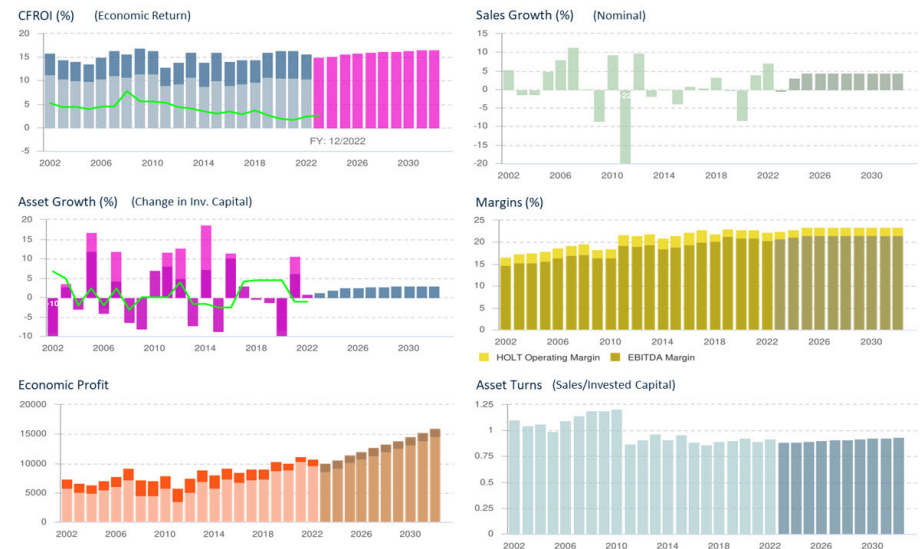
Expected TSR (36M)	10-15 %	P / E - Actuel (NTM)	18.9x	Net Debt / EBITDA	3.4x
Historical TSR (Last 5Y)*	9.7 %	P / E - Relatif (Décile)	9th	ROE - 5Y Average	26 %
Divided Yield	3.0 %	EV / Ebitda - Actuel (NTM)	15.3x	Empirical Core	4
Beta	0.75 %	EV / Ebitda - Relatif (Décile)	10th	ESG - MSCI	AA

*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>	84 681	87 470	94 780	94 513	97 622	102 010	107 250	5.8 %	4.3 %
EBITDA <i>En millions de \$</i>	17 713	18 342	19 380	19 898	21 073	22 304	23 548	4.6 %	5.8 %
EPS <i>Par action</i>	4.21	4.42	4.80	4.91	5.25	5.63	6.03	6.8 %	7.1 %
FCF <i>En millions de \$</i>	10 301	8 984	6 812	10 256	11 439	11 815	12 437	-18.7 %	6.6 %

Profil Holt Lens (Crédit Suisse)



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