

# Lettre financière

Janvier 2024



Après avoir vécu deux années en dents de scie, plusieurs de nos clients se demandent ce que nous réserve 2024.

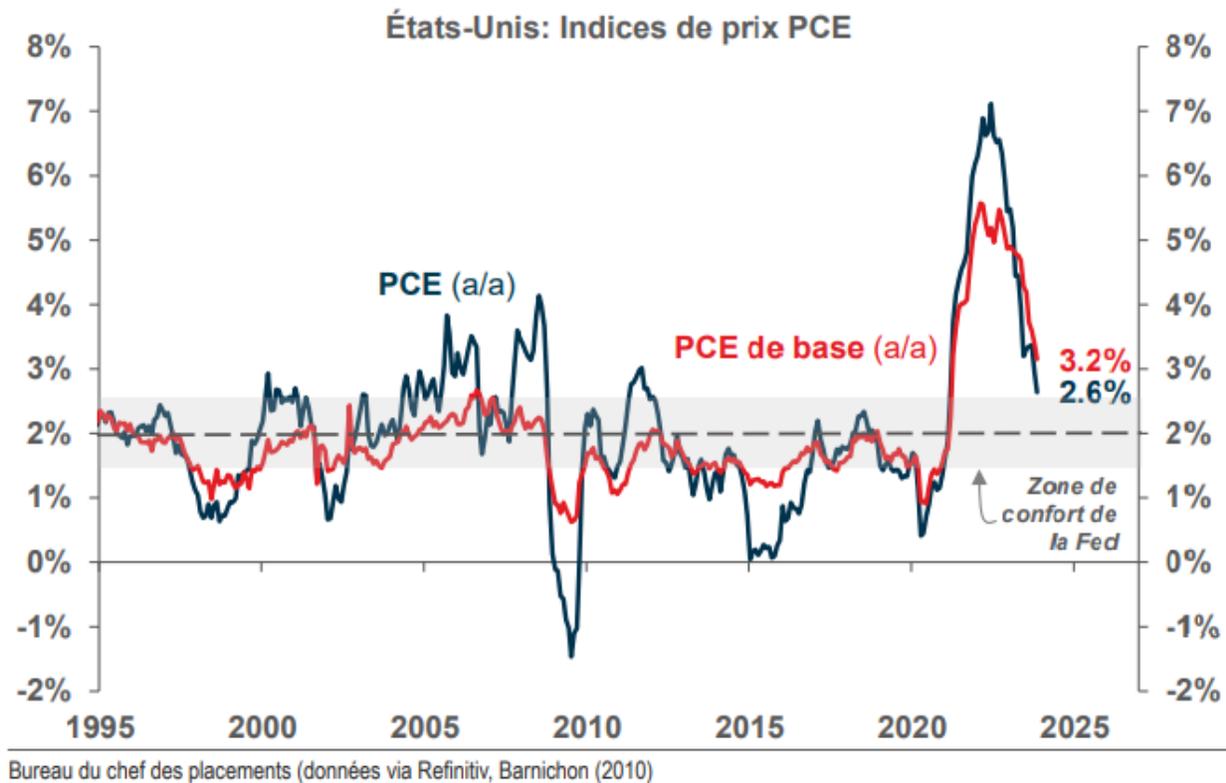
Si notre positionnement peut faire foi de ce que nous voyons dans notre boule de cristal, sachez ceci : nous continuons de sous-pondérer légèrement les actions et surpondérer légèrement le revenu fixe dans nos portefeuilles.

Ce n'est pas parce que nous croyons que les actions constituent de mauvais placements, ou encore parce que nous anticipons une dégringolade généralisée. Nous en discuterons plus en détails plus bas.

Cependant, sur une base relative, nous anticipons que l'écart de rendement entre les actions et les obligations sera plus faible au cours cinq prochaines années qu'il ne l'a été au cours des cinq, 10, voire 15 dernières années, périodes au cours desquelles le revenu fixe a peu payé par rapport aux actions. 2024 pourrait nous réserver des surprises et il n'est pas dit que nous aurons une croissance en belle ligne oblique cette année. 2023 nous en aura fait vivre de toutes les couleurs avant de se solder en généralement bonne année pour les valeurs des portefeuilles.

Catégorie d'actifs	2023
Obligations (Univers canadien)	6,40%
Actions	
Actions mondiales Morningstar	14,67%
S&P/TSX	11,80%
S&P500	26,30%
MSCI EAEO	18,90%
MSCI Marchés émergents	10,30%
Matières premières	
Pétrole WTI (\$US/baril)	10,40%
Or (\$US/once)	13,80%
Devises	
CAD par USD	-2,20%
USD par EUR	3,50%

De manière générale, nous croyons qu'une partie de l'effet stimulant des baisses de taux d'intérêt à venir est déjà anticipée par les marchés en Amérique du Nord. Même que les marchés (en bleu) s'attendent à des baisses de taux plus élevées que la Fed (en rouge) :



De ce fait, nous croyons que la forte poussée boursière de novembre et décembre a fait en sorte qu'une partie des rendements de l'année 2024 a été devancée en fin 2023.

Ceci étant, on peut dire que de manière généralisée à travers la planète, les marchés se sont ajustés de manière optimiste aux données économiques.

Parlant de ces dernières, celle qui a eu le plus d'influence dans les dernières années, à savoir l'inflation, a poursuivi sa tendance baissière vers la cible de 2 %. C'est vrai du Canada, mais aussi des États-Unis (ci-bas), qui ont une importance capitale sur l'économie mondiale :

## La grande question qui brûle toutes les lèvres : où s'en vont les taux d'intérêt?

Comme nous en avons déjà discuté dans des publications passées, les banques centrales, comme la Banque du Canada ou la Réserve fédérale américaine, ont pour presque unique outil les hausses ou baisses de taux

d'intérêt pour freiner ou faire accélérer l'économie. On tente généralement de freiner l'économie quand elle surchauffe, puisqu'une économie en surchauffe entraîne avec elle une hausse trop importante des prix.

Si on veut freiner l'économie, on monte les taux, pour rendre l'emprunt moins attrayant et restreindre la demande.

Si on veut la faire accélérer, on baisse les taux pour stimuler l'emprunt.

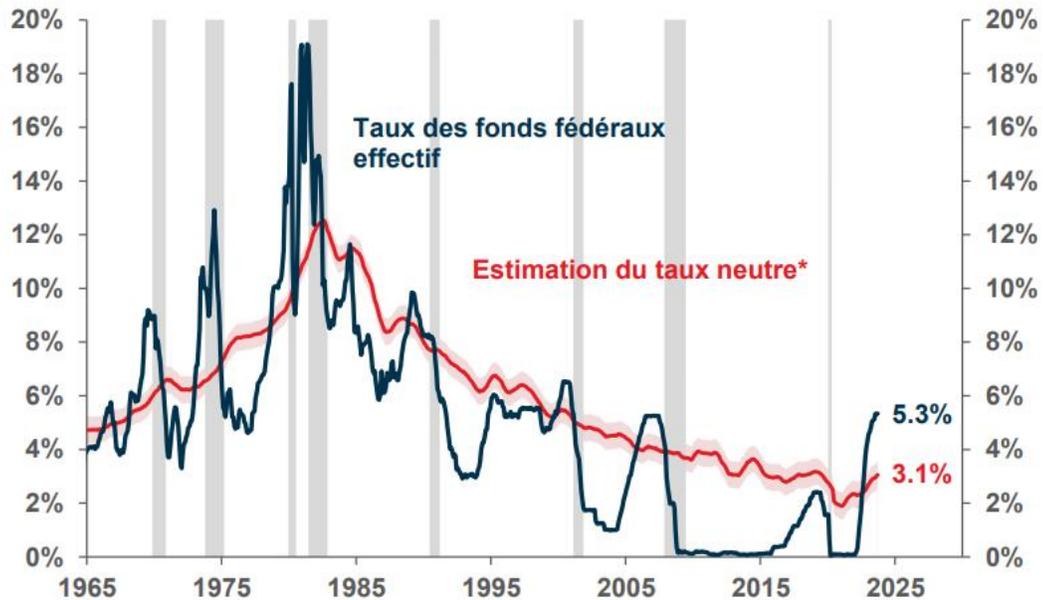
Avec une inflation qui se dirige vers la cible des banques centrales et des données économiques laissant présager un ralentissement non accompagné d'une récession, la réponse est simple : fort probablement vers le bas. Plus précisément, vers le taux neutre. « Le taux neutre!?! », nous direz-vous. De quoi s'agit-il?

Le taux neutre est un peu comme le neutre sur une boîte de vitesse—on n'est ni en marche avant, ni en marche arrière. Le taux neutre est le taux directeur qui n'est ni stimulatif, ni restrictif pour l'économie.

Le taux neutre n'est pas un taux fixé connu de tous. Au contraire, celui-ci varie dans le temps. On tente de l'estimer selon des modèles et le marché est constamment à tenter de découvrir quel est le taux neutre selon l'environnement économique actuel.

Le point le plus important à retenir est qu'il y a des moments où le taux directeur est plus élevé que le taux neutre afin de freiner l'économie, alors que dans d'autres circonstances, il est plus bas pour tenter de la stimuler.

Selon divers modèles de prévisions, le taux directeur serait présentement plus de 2 % au-dessus du taux neutre :



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, Réserve fédérale). \*50% estimation économique: modèle Laubach-Williams (avant 2020), projections de la Fed (après 2020) + 50% estimation marché: moyenne mobile 12-mois du taux 5 ans dans 5 ans.

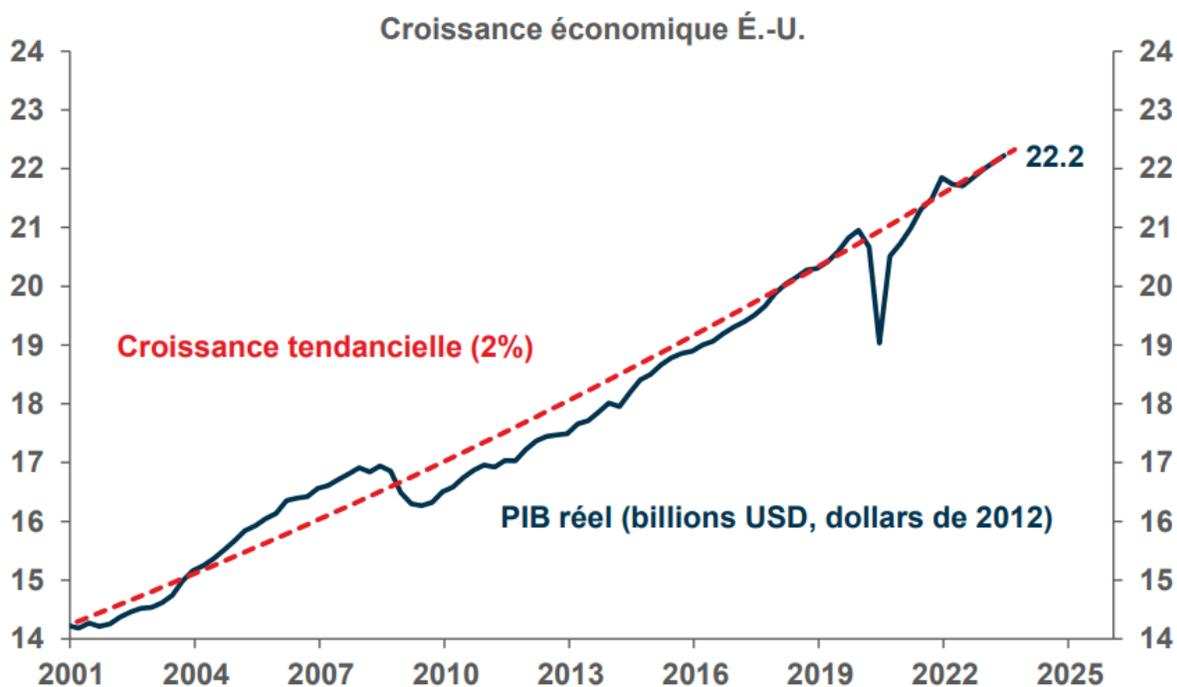
Si l'inflation est en train de revenir vers la cible de 2 % des banques centrales, il n'y a plus de raison pour maintenir le taux directeur aussi haut qu'il ne l'est présentement, puisque la nécessité de freiner l'économie dans sa surchauffe n'est plus au feuillet.

## Que nous réservent les prochaines années?

Il serait hasardeux de notre part de faire des prévisions sur un horizon aussi court que quelques mois, voire une seule année.

Pendant, il nous apparaît beaucoup plus réaliste de vous proposer un certain nombre de pronostics chiffrés sur un horizon à moyen terme.

Notre première prévision est probablement la plus ennuyante et la plus évidente : nous croyons que l'économie continuera sa croissance d'environ 2 % de plus que l'inflation en moyenne, comme elle l'a fait de manière relativement régulière (avec certains aléas) au cours des dernières décennies :

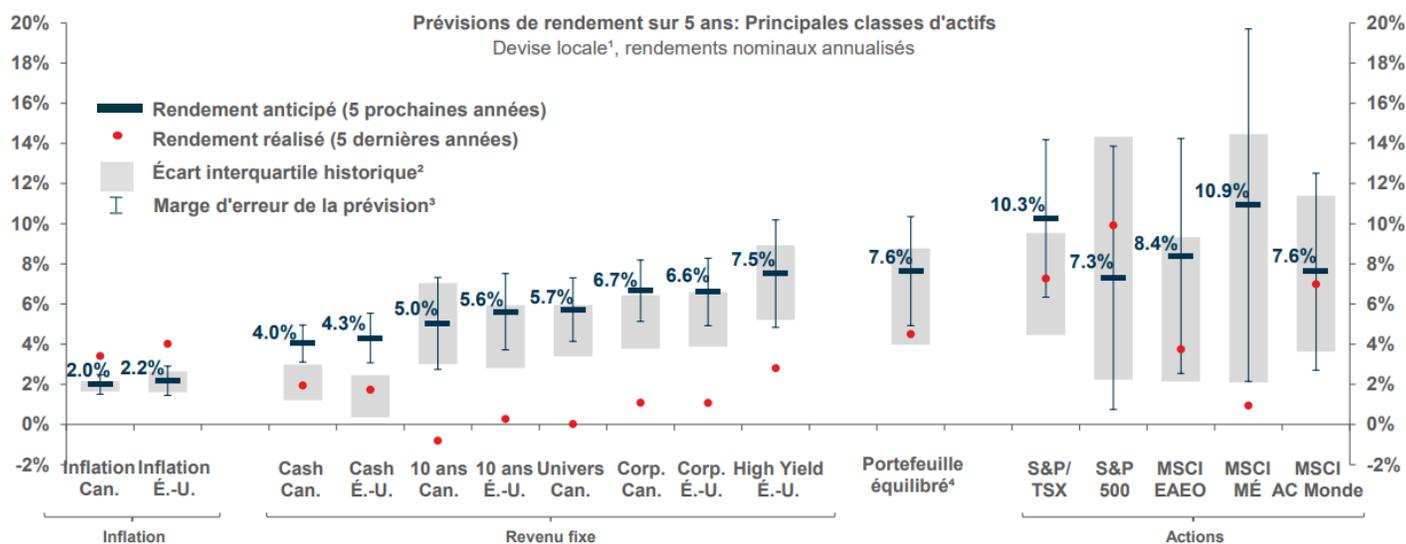


Il est frappant de constater, malgré toutes les bonnes et mauvaises nouvelles auxquelles nous devons faire face au quotidien, à quel point l'économie suit une tendance relativement régulière au fil du temps.

En ce qui a trait aux marchés financiers, depuis 2021, notre bureau du chef des placements produit et met à jour sur une base annuelle des prévisions sur cinq ans.

Basé sur des données économiques et financières des 75 dernières années, le modèle de notre département de recherche établit des cibles de rendement pour diverses catégories d'actifs ainsi que l'inflation.

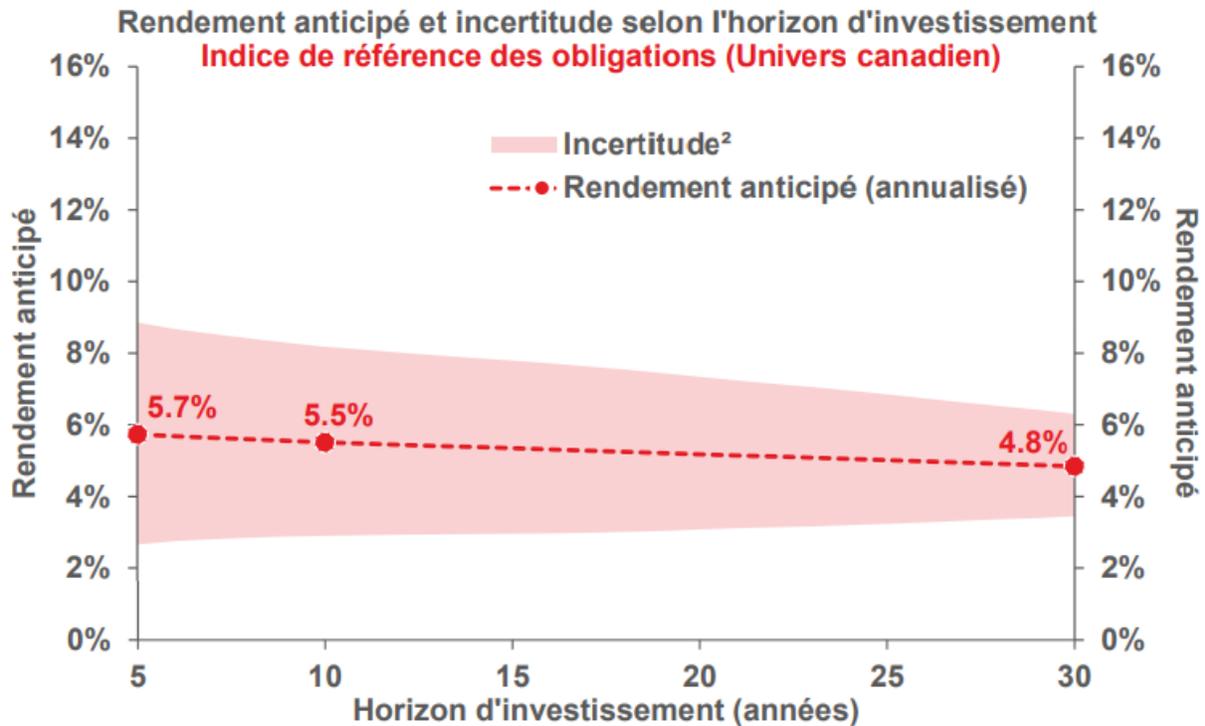
Nous vous partageons ici certaines des données publiées lors de la plus récente mise à jour, en octobre dernier :



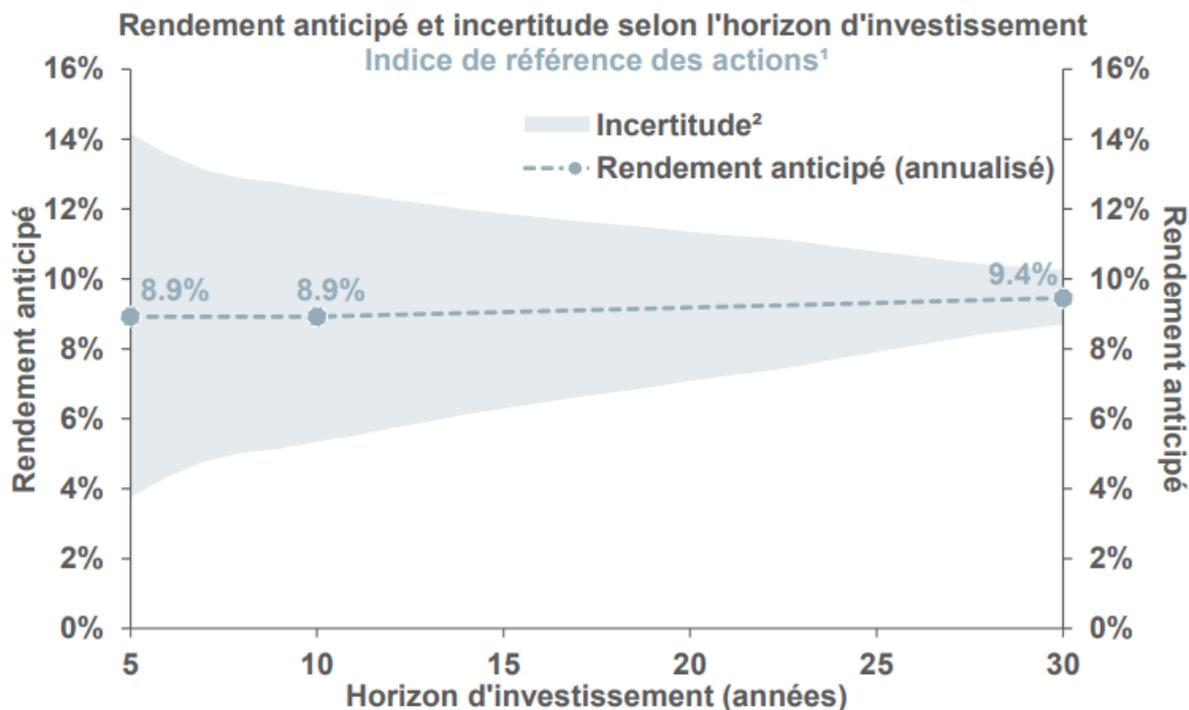
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). 1. À l'exception des indices MSCI, qui sont en \$US. 2. Zone comprenant le 25e et le 75e percentile des rendements réalisés. En d'autres termes, 50 % de toutes les observations se situent dans cette fourchette. 3. La marge d'erreur prévisionnelle est basée sur le pouvoir prédictif vérifié de notre modèle de rendement et sur la volatilité historique de l'actif. 4. Portefeuille équilibré : 21% S&P/TSX, 21% S&P 500, 12% MSCI EAEO, 6% MSCI Marchés émergents et 40% Univers Canada, en \$ CA.

Alors qu'au cours des dernières années, les obligations ont donné des rendements moribonds, la hausse des taux d'intérêt de 2022 et 2023 permet d'espérer un rendement annuel nettement plus attrayant, de l'ordre de 5 % à 7,5 % dépendant des types d'obligations, pour les cinq prochaines années. Nous pensons également que les rendements obligataires seront de 5 % ou plus en moyenne pour les années à venir.

À cet égard, voici le graphique d'anticipations de notre Bureau du chef des placements :

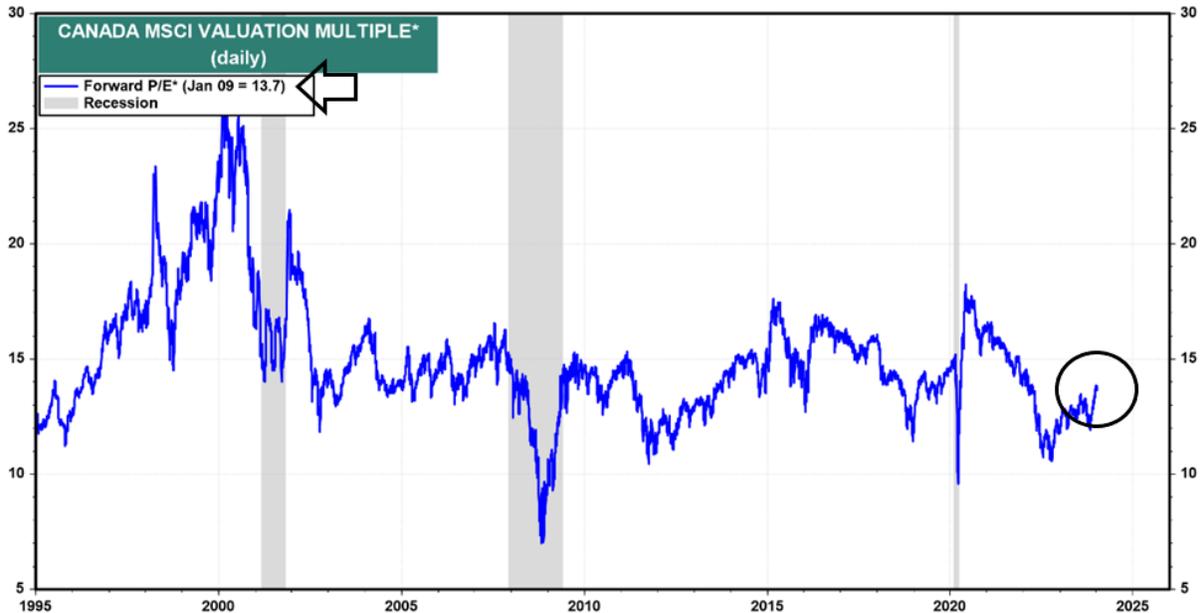


Quant au marché des actions, malgré des performances qui seront inégales selon les régions géographiques, de manière générale, nous nous attendons à ce qu'elles livrent des résultats relativement semblables à leur moyenne historique :



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). 1. Indice de référence des actions: 35% S&P TSX, 35% S&P 500, 20% MSCI EAEQ, 10% MSCI MÉ, en \$ CA. 2. Basé sur la fourchette interquartile historique des rendements depuis 1950.

Au niveau géographique, le marché américain se négocie à une moyenne de près de 20x les profits, ce qui est légèrement au-dessus de sa moyenne historique, alors que le marché canadien se négocie à escompte, à moins de 14x les profits :



Source: LSEG Datastream and © Yardeni Research.  
 \* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share.



Source: LSEG Datastream and © Yardeni Research.  
 \* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share.

Cela a d'ailleurs un impact sur notre positionnement, puisque nous surpondérons le marché canadien et en avons augmenté la pondération depuis 2022. Ce positionnement est stratégique sur plusieurs années et non uniquement tactique sur quelques mois.

Le marché américain a été tiré vers le haut par un nombre assez restreint de titres dont les « Sept Magnifiques » (Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla et Nvidia), sur toile de prédominance du thème de l'intelligence artificielle qui retient l'attention des investisseurs. Ces sociétés, qui sont en forte croissance et/ou ont des parts de marché dominantes dans leur industrie, ont obtenu un rendement moyen de 100 % en 2023, alors que les 493 autres compagnies qui constituent l'indice ont augmenté de moins de 10 % pour l'année.

Nos scénarios actuels prévoient que l'inflation retournera vers sa cible de 2 % environ au cours des prochaines années, favorisant des baisses de taux et une stabilisation et une expansion de l'économie.

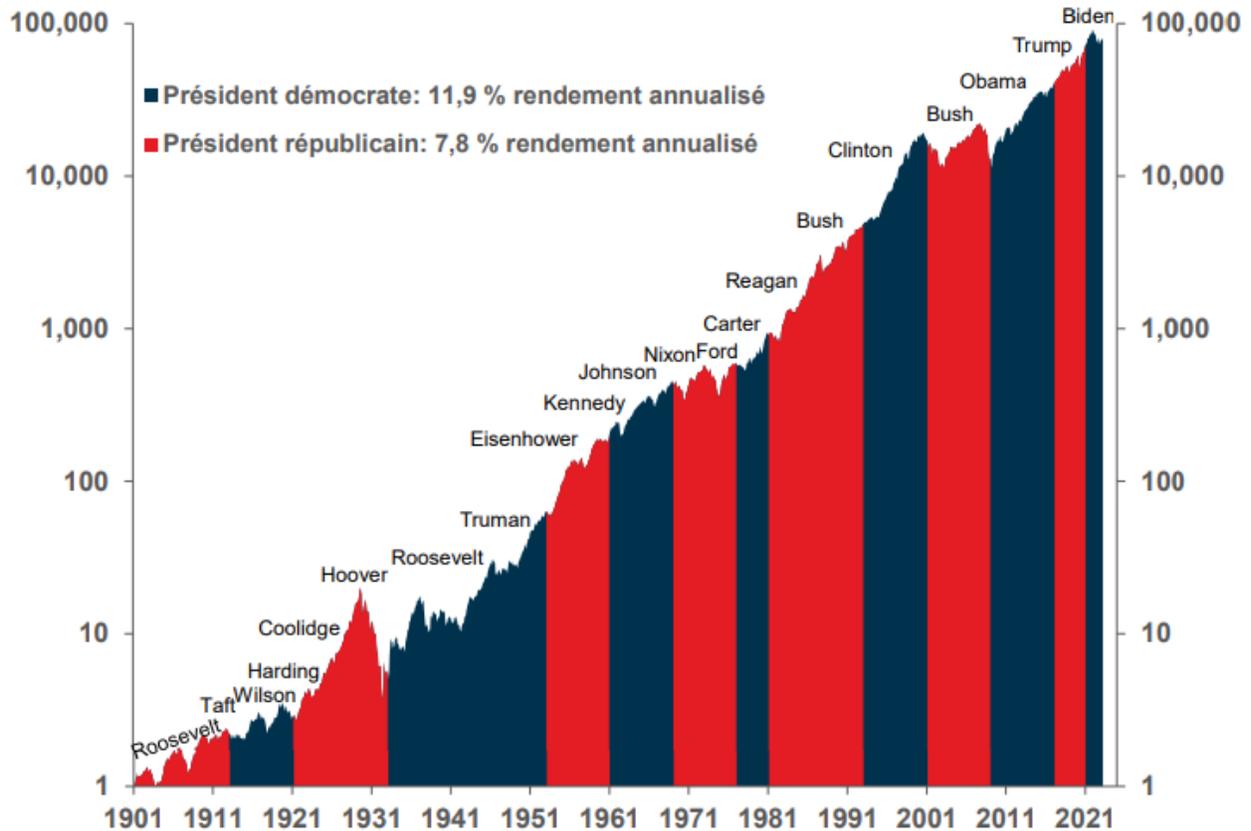
Ainsi, sans crier victoire et en prenant en considération que la volatilité demeurera une variable dont on ne peut jamais se passer sur les marchés, nous abordons 2024 avec davantage d'optimisme que 2023. Aussi, sur un horizon de plusieurs années, nous croyons que le mouvement haussier entamé cette année se poursuivra. À la fois les investisseurs plus conservateurs et plus audacieux pourront bénéficier de taux qui se dirigeront tranquillement vers le bas, à la faveur d'une économie qui pourra mieux respirer et reprendre son air d'aller.

## Un peu de géopolitique

2024 est une année électorale présidentielle aux États-Unis. Considérant une dynamique actuelle très atypique (Donald Trump, âge de Joe Biden, etc.), plusieurs sont inquiets de ce qu'amènera la prochaine élection et l'instabilité que son résultat pourrait causer.

Pour ceux qui craignent l'arrivée de Trump au pouvoir, il est vrai que la bourse a eu de moins bons rendements sous des présidents républicains que démocrates. Cependant, la majorité des périodes, rouges comme bleues, furent accompagnées de rendements positifs :

## Croissance d'un dollar investi dans le S&P 500: janvier 1901 - juin 2023



Aussi, les rendements boursiers ont été excellents sous la présidence de Trump. L'important à retenir ici est que les changements de présidents n'ont pas été synonymes avec replis boursiers majeurs...même avec Trump!

En ce qui concerne les conflits actuels au Moyen-Orient, en Ukraine ou ailleurs, nous ne pouvons que les déplorer et espérer leur résolution. Leur coût humain est absolument désastreux et nous peine certainement tout autant que vous. Concrètement, nous évitons d'investir dans des régions politiquement instables pour minimiser les risques. Des débordements hors de notre contrôle, comme des impacts sur les prix des ressources naturelles qui se répercutent à l'échelle mondiale, peuvent difficilement être prédis ou évités. À cette fin, nous tentons d'éviter une exposition directe ou indirecte à des titres trop sensibles à ces secteurs.

À toutes et tous, merci de votre confiance et une Merveilleuse Année 2024!

