



CROISSANCE RESPONSABLE

LETTRÉ DU 2ÈME TRIMESTRE 2023

25 juillet 2023

Le deuxième trimestre 2023 a de nouveau été marqué par la volatilité des marchés boursiers et obligataires mondiaux, les investisseurs tentant de digérer les commentaires sur les politiques monétaires plus restrictives et les nouvelles hausses de taux des banques centrales face à une inflation en baisse mais persistante et à un ralentissement de l'économie mondiale. Après un rallye de soulagement en avril à la suite de la débâcle des banques régionales américaines et du sauvetage de Credit Suisse par UBS, les marchés boursiers mondiaux ont plongé en mai, avant de rebondir fortement en juin. Le sentiment des investisseurs et le « trading Momentum » continuent d'être soumis à des fluctuations importantes, devenant récemment plus optimistes sur les perspectives d'un atterrissage en douceur, d'une baisse des données sur l'inflation et d'une fin possible du cycle de hausse des taux d'intérêt. Quoi qu'il en soit, nous sommes bien positionnés, tant en actions qu'en titres à revenu fixe, pour faire face à tout scénario éventuel. Enfin, nous avons le plaisir d'annoncer que notre nouveau site web est maintenant en ligne à l'adresse www.lesterasset.com/fr

ACTIONS CANADIENNES

Pour le 2e trimestre 2023, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a produit un rendement brut de **+0.1%** contre +1.1% pour le rendement total de l'indice composite TSX, dividendes inclus. Notre sous-performance est presque entièrement due au fait que le rendement du TSX a été soutenu par une hausse de +32% de Shopify qui a contribué à +0.9% ou 80% de la hausse de +1.1% du TSX. Depuis le début de l'année, nous avons progressé de **+6.9%**, contre +5.7% pour le TSX. Les forts rendements positifs de quelques-uns de nos titres à petite et moyenne capitalisation ont été contrebalancés par les baisses d'autres titres. Notre principale contribution positive provient de **Logistec**, fournisseur de services environnementaux et de fret maritime, qui a augmenté de +45% après l'annonce de la vente possible de la société. Nous détenons Logistec depuis 17 ans et, bien que le cours de son action ait été multiplié par plus de 8 fois au cours de cette période, nous considérons toujours que ses deux activités sont largement sous-évaluées. La réaction du marché à cette nouvelle illustre une fois de plus l'inefficacité du marché boursier et le fait que la patience est une vertu en matière d'investissement. Les autres contributeurs au cours du trimestre ont été **Stella Jones, Dollarama, Quincaillerie Richelieu et CGI**. Les titres qui ont perdu du terrain sont les détaillants **Neighbourly Pharmacy** et **Pet Valu**, les producteurs d'énergie renouvelable **Northland Power** et **Boralex**, le fournisseur de services immobiliers **Altus Group**, ainsi que le fabricant d'équipement agricole **AG Growth** et le fournisseur de services funéraires **Park Lawn**, qui ont néanmoins tous annoncé des nouvelles positives au cours du trimestre.

La plupart de nos titres ont une fois de plus enregistré des résultats records ou presque au cours du trimestre et se négocient à des prix raisonnables. Néanmoins, les actions des sociétés à petite et moyenne capitalisation ont sous-performé celles des sociétés à grande capitalisation en raison des incertitudes persistantes de l'économie et de la hausse des taux d'intérêt. Par conséquent, nous voyons de nombreuses opportunités intéressantes sur le marché boursier et continuons à utiliser la volatilité pour investir dans des sociétés de qualité à des prix attractifs, ce qui est un élément clé de notre stratégie afin de générer des forts rendements, ajustés pour le risque, sur le long terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du deuxième trimestre 2023, le portefeuille américain a enregistré un rendement de **+7.1%** contre +8.7% pour l'indice S&P 500. Les rendements du marché ont été tirés par quelques titres spécifique dans le secteur des technologies telles qu'Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta et Tesla, contribuant collectivement à près de 60 % du rendement total de l'indice S&P 500. La hausse des actions dans le secteur des technologies s'explique par la frénésie autour de l'intelligence artificielle (IA), à la modération de l'inflation qui soutient un scénario d'atterrissement en douceur favorable, et à la pause dans la hausse des taux d'intérêt de la FED en juin. Depuis le début de l'année, nous avons progressé de +10.0% contre +16.9% pour le S&P 500. Notre sous-performance est principalement due à notre faible pondération dans le secteur technologie.

Nos titres les plus performants ont été **Eli Lilly, Amazon et Microsoft**. **Eli Lilly** a atteint de nouveaux sommets grâce aux ventes initiales élevées de Mounjaro (Tirzepatide), un médicament contre le diabète de type 2, qui ont largement dépassé les attentes et qui, sous réserve de l'approbation des autorités réglementaires, pourrait être utilisé comme solution de perte de poids. **Amazon** et **Microsoft** ont annoncé de solides bénéfices et ont rejoint les autres titres technologiques. Les principaux détracteurs ont été **Crown Castle, CVS Health et Paypal**. **Crown Castle**, propriétaire d'infrastructures de télécommunications, continue de générer un flux de trésorerie disponible important, mais sa performance sera inférieure à celle des marchés en cas de marché haussier et d'augmentation des taux d'intérêt. **CVS Health Corp.** doit faire face à plusieurs vents contraires, tels que des pertes de clients et des pressions réglementaires, bien que les résultats soient encourageants et que la société ait réaffirmé ses prévisions. **Paypal** a manqué le « rally » car la société a besoin de plus de temps pour améliorer ses marges en raison du ralentissement de l'activité postpandémique.

Au cours du trimestre, nous avons renforcé notre position existante dans **Fifth Third Bank**, la crise bancaire offrant une opportunité d'achat, et nous avons réduit notre position dans **Eli Lilly**, dont le prix a dépassé notre prix cible. Selon nous, un scénario d'atterrissement en douceur reste probable, soutenu par une inflation plus faible et une économie résiliente. Alors que nous traversons une période de croissance ralentie, nous prévoyons d'investir dans des sociétés dont les cours sont déprimés et qui bénéficieront de l'inévitable ré-accélération de la croissance économique. Nous prévoyons d'atteindre cet objectif en prenant des bénéfices sur les titres onéreux dont les marges de progression sont plus faible, tout en investissant dans des sociétés présentant des profils de croissance attrayants et des catalyseurs à court terme.

REVENU FIXE

Après un premier trimestre positif en termes de performance, le deuxième trimestre 2023 a été volatil pour les titres à revenu fixe. Avec la crise bancaire régionale américaine qui semble derrière nous, les discours des banquiers centraux et les données économiques ont occupé le devant de la scène. Le ton du marché a été généralement positif au cours du trimestre, ce qui a entraîné un resserrement des écarts de crédit pour les obligations de sociétés canadiennes de qualité supérieure et à haut rendement. Sur le plan macroéconomique, les discours des banquiers centraux semblaient indiquer de nouvelles hausses des taux d'intérêt pour 2023. Même si les États-Unis et le Canada ont enregistré un ralentissement de l'inflation, l'inflation dans le secteur des services reste élevé. En outre, la croissance du PIB a été bonne et l'emploi a été solide. En conséquence, les taux de rendements obligataires ont augmenté sur l'ensemble de la courbe. À la fin du premier trimestre, le marché anticipait des baisses de taux d'ici à début 2024. Aujourd'hui, le marché se positionne pour les premières baisses de taux au premier trimestre 2024. Le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** a terminé le trimestre avec un léger rendement négatif brut de **-0.1%** contre une baisse plus importante de **-0.7%** pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Depuis le début de l'année, le Fonds est en hausse de **+1.7%** contre +2.5% pour l'indice FTSE Canada Bond, alors que nous sommes maintenant en avance sur l'indice à la date d'écrire cette lettre.

Au cours du trimestre, nos obligations d'entreprise à haut rendement ont contribué positivement à notre performance. Ce fut le cas pour **Air Canada 4.625% août 2029** et **Cascade 5.125% janvier 2025**. De même, certains de nos titres à dividendes élevés, tels qu'**Altagas**, ont progressé à la suite de résultats supérieurs aux attentes. Nos principaux détracteurs ont été, sans surprise, les obligations avec des maturités comprises entre 7 à 10 ans, en raison de la hausse des taux de rendements dans cette partie de la courbe.

Les données économiques semblent être le moteur des mouvements du marché et des actions des banques centrales, l'économie continuant à faire preuve de résilience face aux nombreuses hausses de taux rapides depuis 2022. Cependant, si les banques centrales persistent à relever les taux, les effets négatifs se feront certainement sentir et seront même amplifiés pour les consommateurs et les secteurs où l'effet de levier financier ou opérationnel est élevé. Au Canada, nous semblons être revenus à une politique monétaire plus restrictive malgré des données d'inflation encourageantes, mais cela a permis à notre monnaie de s'apprécier par rapport au dollar américain et à l'euro, ce qui nous aide également à importer moins d'inflation. Heureusement, les marges bénéficiaires des entreprises sont en général plus élevées que par le passé, et le levier financier pour les entreprises à haut rendement dans leur ensemble est à son plus bas niveau depuis 10 ans, ce qui permet à la plupart des entreprises de mieux naviguer dans l'environnement actuel de taux d'intérêt élevé. Cela permet également de maintenir les écarts de crédit relativement serrés, car les investisseurs sont convaincus que la plupart des entreprises peuvent faire face à des taux d'intérêts plus élevés. Nous continuons à penser que les obligations d'entreprises offrent actuellement des taux de rendements extrêmement intéressants de l'ordre de 6 à 8%, équivalents à ceux que les actions ont procurés au cours de la dernière décennie. Pour rappel, le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** offre actuellement un rendement courant moyen annualisé à l'échéance très intéressant de 6.9% (versus 4.5% pour l'indice) avec une durée d'environ 3.5 ans (versus 7.3 ans pour l'indice).

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

La politique monétaire, tant au Canada qu'aux États-Unis, reste très axée sur les mesures d'inflation encore trop élevées mais en baisse, et sur le resserrement du marché de l'emploi. La bonne nouvelle, c'est que l'IPC est désormais ramené à 2.8% sur une base annuelle, tandis que l'IPC de base corrigée pour enlever l'effet des hausses des taux hypothécaires est inférieur à 2 % (le point médian de l'objectif d'inflation de la Banque), ce qui représente un net recul par rapport aux sommets enregistrés en 2022. En outre, comme nous l'avons souvent indiqué, ces indicateurs sont retardés et ne reflètent pas les progrès réalisés par les mesures plus sensibles et plus avancées. Par exemple, au Canada, l'indice des prix à la production (IPP) est en baisse de plus de 5 % par rapport à l'année précédente. Plus significatif encore est le net recul des mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché. Celles-ci montrent qu'aux horizons de 5, 10 et 20 ans, les anticipations d'inflation sont toutes inférieures à 2 % et diminuent à mesure que l'horizon temporel s'allonge.

Le resserrement de la politique monétaire peut se manifester de différentes manières. Par exemple, le taux directeur de la Banque du Canada est bien supérieur au taux actuel d'inflation des prix, qui est en baisse. La courbe des taux de rendements (rendement des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans moins deux ans) - une mesure fiable du resserrement de la politique monétaire - est la plus négative depuis 20 ans. La Banque du Canada a rapidement réduit son bilan (resserrement quantitatif) et la croissance de la masse monétaire est négative après ajustement de l'inflation. En bref, la politique monétaire, qui fonctionne toujours avec un décalage long et variable, continuera à faire baisser l'inflation. La détermination de la Banque du Canada et de la Réserve fédérale à restaurer la confiance dans la valeur de la monnaie est un facteur clé dans les anticipations que l'inflation future soit bien ancrée à l'intérieur des cibles des banques centrales. Cette dynamique aura un impact positif sur les taux d'intérêt et conduira à des rendements élevés dans les portefeuilles obligataires au cours des prochaines années.

La politique monétaire restrictive a pour effet non seulement de faire baisser l'inflation, mais aussi de refroidir l'économie nord-américaine en surchauffe, ce qui se traduit par un ralentissement de certains indicateurs du marché de l'emploi. C'est ce que, avec les chiffres positifs de l'inflation, les banques centrales doivent constater pour amorcer un renversement de politique et faire baisser les taux d'intérêt à court terme, ce qui réduira la pression sur les taux de rendements à long terme à mesure que les prix des obligations augmenteront. Cela pourrait prendre encore quelques mois, car la Banque du Canada et la « Fed » craignent toujours que l'inflation ne devienne rigide. Au cours des derniers mois, le rendement des obligations à 10 ans du gouvernement canadien a oscillé entre 3 et 3.5%, malgré la forte hausse des taux à court terme. Techniquelement, il s'agit d'un signe très positif pour les obligations si l'on tient compte de la baisse du taux d'inflation des prix, tant réelle qu'attendue, ce qui ouvre la voie à un marché plus optimistes pour les obligations en général.

Il convient également de noter que le déficit budgétaire du Canada, exprimé en pourcentage du PIB, est beaucoup plus faible que celui des États-Unis. L'économie nord-américaine a fait preuve d'une résistance surprenante face au resserrement majeur de la politique monétaire et à la forte hausse des taux d'intérêt au cours de l'année écoulée. Elle ralentit, mais les perspectives d'un atterrissage en douceur restent bonnes, ce que semblent anticiper les marchés boursiers en ce moment. Le marché obligataire pourrait bien surpasser les actions à partir de maintenant, car la baisse des taux d'intérêt et de l'inflation fait plus que compenser les effets négatifs d'un affaiblissement de l'économie. Les actions canadiennes et le dollar canadien restent attrayant par rapport au dollar américain et aux autres marchés développés, ce qui rend les actions et les titres à revenu fixe canadiens attrayants.

Stephen Takacsy

Matthew Kaszel

Olivier Tardif-Loiselle

Tony Boeckh

Gestion d'actifs Lester Inc. (" LAM ") publie des rapports, comme celui-ci, qui peuvent contenir des déclarations prospectives. Les énoncés concernant LAM, le Fonds d'actions canadiennes LAM et le Fonds à revenu fixe canadien LAM (les " Fonds ") ou tout objectif, but, stratégie, intention, plan, croyance, attente, estimation, activité, exploitation, rendement financier et situation connexes constituent des énoncés prospectifs. Les mots " croire ", " s'attendre ", " anticiper ", " estimer ", " avoir l'intention ", " viser ", " pouvoir ", " vouloir ", " devoir " et les expressions similaires, ainsi que la négative de ces expressions, visent à identifier les énoncés prospectifs, bien que tous les énoncés prospectifs ne contiennent pas ces mots d'identification. Ces déclarations prospectives sont soumises à d'importants risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent sensiblement des attentes actuelles. Toutes les données, faits et opinions présentées dans ce document peuvent changer sans notification. Les informations fournies dans ce document le sont uniquement à titre d'information, elles ne sont pas destinées à fournir des conseils d'investissement, juridiques, fiscaux ou personnalisés et ne doivent pas être considérées comme telles. Elles ne doivent pas être considérées comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre. Il ne tient pas compte des objectifs et stratégies d'investissement particuliers d'un investisseur, de son statut fiscal ou de son horizon d'investissement. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Il est interdit de copier ou de redistribuer le nom de Lester Asset Management ou toute information contenue dans ce rapport sans autorisation écrite préalable.