



LETTRÉ DU 3ÈME TRIMESTRE 2023

25 octobre 2023

Le troisième trimestre de 2023 a été une nouvelle fois volatile pour les actions et les obligations mondiales. Après une brève reprise estivale, les marchés boursiers mondiaux ont de nouveau plongé en août et en septembre en raison de données sur l'inflation plus élevées que prévu et de taux d'intérêt à long terme plus élevés, tandis que les rendements obligataires se sont envolés, entraînant une baisse des prix des obligations. Alors que la croissance mondiale ralentit, l'économie nord-américaine reste forte, avec des dépenses de consommation et des niveaux d'emploi élevés, ce qui incite la Réserve fédérale et la Banque du Canada à maintenir leur positionnement agressif en matière de politiques monétaires. Le sentiment négatif des investisseurs et le momentum continuent de créer de la volatilité sur les marchés financiers, qui devrait s'atténuer en raison des perspectives de ralentissement de l'économie, de la baisse des données sur l'inflation et de la fin du cycle de hausse de taux.

ACTIONS CANADIENNES

Pour le 3e trimestre 2023, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a baissé de **-5.1%** contre une baisse de -2.2% pour le rendement total de l'indice composite TSX incluant les dividendes. Depuis le début de l'année, nous sommes en hausse de **+1.5%** contre +3.4% pour le TSX. Notre sous-performance au cours du trimestre est due en grande partie à une hausse de +10.2% dans le secteur de l'énergie, sans laquelle le TSX aurait été en baisse d'environ -4%. En fait, si l'on exclut le secteur de l'énergie et quelques sociétés minières, plus de 80% des actions du TSX ont baissé au cours du trimestre. De plus, malgré les excellents résultats financiers du deuxième trimestre publiés en août, plusieurs de nos actions à petite et moyenne capitalisation ont sous performer le marché.

Nos principaux contributeurs positifs ont été le fournisseur de services d'approvisionnement électronique **MDF Commerce**, le distributeur de gaz naturel **Altagas**, les consultants en ingénierie **WSP Global** et la compagnie d'assurance de dommages **Definity Financial**. Parmi les détracteurs, citons le détaillant **Pet Valu**, le prestataire de services funéraires **Park Lawn**, le fabricant de produits d'accessibilité à domicile **Savaria** et le fournisseur de vitamines et de compléments alimentaires **Jamieson Wellness**. Ironiquement, l'un des titres les moins performants du trimestre, **Neighbourly Pharmacy**, est l'un des titres les plus performants du TSX en octobre, ayant reçu une offre de privatisation à un prix supérieur de 63 % à son cours de clôture du 30 septembre, ce qui prouve une fois de plus que si une entreprise à une valorisation trop bon marché, elle finira par être rachetée. Notons également que les secteurs les plus défensifs, tels que les télécommunications et les services publics, ont été parmi les moins performants sur le TSX au cours du trimestre, ce qui inclut certains de nos titres tels que **Telus**, **BCE** et **Boralex**. Nous nous attendons à ce que cette tendance s'inverse au cours des prochains trimestres, à mesure que les craintes de nouvelles hausses de taux d'intérêt s'apaiseront.

Bon nombre de nos participations ont une fois de plus enregistré des résultats records ou quasi-records au cours du trimestre, tout en se négociant à des niveaux de valorisation historiquement bas. Cette situation a créé des opportunités d'investissement très attrayantes qui ne sont pas passées inaperçues auprès des sociétés de capital d'investissement qui ont annoncé pas moins de 4 acquisitions de sociétés cotées à la Bourse de Toronto au début du mois d'octobre, y compris deux de nos participations, **Neighbourly Pharmacy** et **Logistec**. Nous pensons que le marché boursier offre actuellement certaines des meilleures valorisations que nous ayons vues depuis 2008 - 2009, et nous continuons à utiliser la volatilité pour investir dans des sociétés de grande qualité à des prix attractifs, ce qui est un élément clé de notre stratégie d'investissement visant à générer de solides rendements à long terme ajustés au risque.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du troisième trimestre, le portefeuille américain a reculé de **-1.3%**, contre -3.3% pour l'indice S&P 500. Depuis le début de l'année, nous sommes en hausse de **+8.6%** sur une base brute, contre **+13.1%** pour l'indice S&P500. Les marchés boursiers restent confrontés à des difficultés alors que les données relatives à l'inflation et à l'emploi continuent de soutenir un environnement de taux d'intérêt plus élevés à long terme. L'incertitude quant à la date du début du cycle de baisse de taux a pesé sur les marchés tout au long du trimestre. Les titres les plus performants au cours du trimestre ont été **Eli Lilly**, **Bookings** et **Activision**. Les performances d'Eli Lilly (produits pharmaceutiques) ont continué à atteindre de nouveaux sommets, l'entreprise ayant annoncé un nouveau trimestre exceptionnellement fort, ce qui l'a amenée à revoir ses perspectives à la hausse. Bookings (voyages en ligne) a vu la demande de voyages d'agrément résister tout au long de l'été et devrait se maintenir tout au long de l'année. Activision (jeux vidéo) a connu des développements réglementaires positifs, un juge américain ayant rejeté la demande d'injonction de la FTC visant à empêcher Microsoft d'acquérir la société, et après près de deux ans, l'acquisition a finalement été finalisée en octobre.

Parmi les principaux détracteurs, citons **NextEra** (énergie renouvelable) qui a annoncé la vente surprise de Florida City Gas et une réduction du taux de croissance des distributions, invoquant un coût du capital plus élevé et des taux d'intérêt élevés. De même, **Graco** (équipement de pulvérisation/poudre), qui avait été une valeur sûre cette année, a récemment annoncé un trimestre plus faible que prévu en raison d'un déstockage de la part des clients, ce qui lui a fait perdre une grande partie de ses gains de l'année. **Microsoft**, qui continue à bien exécuter, a reculé comme la plupart des autres grandes entreprises technologiques.

Au cours du trimestre, nous avons augmenté notre exposition dans **Charles Rivers** (produits et services de laboratoire) à une valorisation attrayante compte tenu de son profil de croissance et des catalyseurs probables à court terme. Malgré sa forte performance, nous avons à nouveau réduit une partie de nos positions dans **Eli Lilly**, car nous devons rester disciplinés dans la prise de bénéfices, en particulier sur les actions qui se négocient à des valorisations élevées. Selon nous, un scénario d'atterrissement en douceur reste probable, soutenu par le ralentissement de l'inflation et la résistance de l'économie américaine. Alors que nous traversons une période de croissance ralentie, nous prévoyons de prendre des bénéfices sur les sociétés qui se négocient à des valorisations élevées et qui ont une faible marge de progression, et d'investir dans des sociétés ayant des profils de croissance attrayants et des catalyseurs à court terme qui se négocient à des prix déprimés.

REVENU FIXE

Les taux obligataires ont fortement augmenté sur l'ensemble de la courbe au cours du 3^{ème} trimestre, ce qui a eu un impact négatif sur les prix des obligations. Les données économiques et les discours des banques centrales ont une fois de plus dicté le ton du marché. Le mouvement à la hausse des taux de rendements obligataires (et la baisse correspondante des prix des obligations) a été progressif tout au long du trimestre, mais s'est accentué vers le mois de septembre. La rigidité des données d'inflation au Canada et aux États-Unis (principalement dues à la hausse des prix de l'énergie et des coûts du logement en raison de l'augmentation des taux hypothécaires) a été perçues négativement par le marché, car elles réduisent les chances d'une réduction potentielle des taux directeurs à court terme. Le pessimisme des marchés financiers s'est intensifié en septembre avec le discours du président de la banque centrale américaine, qui a déclaré que les taux d'intérêt devraient rester élevés pendant un certain temps pour stabiliser l'économie. Le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** a terminé le trimestre avec un rendement négatif brut de seulement **-0.6%** contre une baisse plus importante de **-3.9%** pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Depuis le début de l'année, le Fonds est en hausse de **+1.2%** contre une baisse de -1.5% pour l'indice.

Au cours du trimestre, nos obligations corporatives de maturité plus courte ont contribué positivement à notre performance. Ce fut le cas pour **Air Canada 4.625% août 2029**, **Ford credit Canada 4.46% novembre 2024** et **Cascade 5.125% janvier 2025**. De même, certains de nos titres à dividendes élevés, tels qu'**Altagas**, qui a continué à progresser à la suite de résultats supérieurs aux attentes. Nos principaux détracteurs ont été, sans surprise, les obligations avec des maturités plus longues (7ans ou plus), puisque les rendements obligataires ont augmenté considérablement ce qui fait diminuer le prix des obligations.

Au cours des prochains trimestres, nous serons à nouveau attentifs aux différentes données économiques, qui semblent avoir le plus d'impact sur les mouvements obligataires et les actions des banques centrales. La « FED » semble reconnaître que les hausses de taux semblent fonctionner, bien que le cycle soit lent, et que la vigueur continue de l'économie signifie qu'elle devra adopter une politique monétaire "plus élevée pendant plus longtemps". Au Canada, la Banque du Canada suit une voie similaire. Des facteurs techniques sont également à l'origine de la volatilité des obligations gouvernementales à 10 ans, tels que la diminution des acheteurs potentiels. Le retrait des achats des banques centrales du marché obligataire, les rendements moins avantageux des swaps de devises pour les détenteurs étrangers d'obligations américaines, comme le Japon, et l'augmentation des déficits ont également poussé les rendements à la hausse.

En ce qui concerne la question de savoir si les rendements obligataires ont atteint leur maximum, notre stratégie, consistant à acheter davantage d'obligations lorsque les rendements augmentent, semble être la bonne, car les rendements actuels sont devenus de plus en plus attrayants et profiteront à moyen et long terme. À court terme, la volatilité actuelle du marché obligataire rend difficile l'anticipation d'une tendance dans les prix des obligations. Toutefois, l'achat d'obligations à plus long terme commence à être intéressant en raison de la prime de risque actuellement offerte. Au cours des 25 dernières années, la prime de risque sur une obligation gouvernementale américaine à 10 ans a été en moyenne de 80 points de base. Si l'on suppose qu'un objectif d'inflation de 3% sera bientôt atteint, le rendement théorique de la juste valeur d'une telle obligation serait d'environ 3.8 %, contre près de 5% aujourd'hui. Il s'agit d'un écart important. La situation est la même au Canada. Par ailleurs, les rendements obligataires se situent à des niveaux inégalés depuis plus de 20 ans et sont donc très attrayants en valeur absolue. Nous persistons donc à dire que les investissements en obligations d'entreprises sont actuellement très intéressants, car ils génèrent des rendements à l'échéance de l'ordre de 7 à 9%, ce qui est similaire aux rendements que les marchés d'actions ont générés au cours des dernières décennies, mais avec un risque beaucoup plus faible que les actions.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

L'économie nord-américaine est restée relativement forte malgré la forte augmentation des taux d'intérêt. La politique des banques centrales a continué à se resserrer parce que l'économie est restée robuste. Toutefois, les signaux sont contradictoires. Certains secteurs, notamment l'immobilier, se sont nettement affaiblis. L'économie mondiale, à l'exception de l'Amérique du Nord, a été faible. Compte tenu des délais longs et variables du resserrement de la politique monétaire, il est probable que l'activité économique s'affaiblisse au Canada et aux États-Unis en 2024, bien qu'il n'y ait aucune raison d'anticiper une récession.

L'inflation et, plus important encore, les prévisions d'inflation future ont continué à s'affaiblir tout au long de l'année. Aux États-Unis, l'indice de référence PCE (dépenses de consommation personnelle) a fortement chuté malgré une économie relativement robuste. Les modèles prospectifs indiquent qu'il sera à environ 2.4% à la fin de l'année ou au début de 2024. Ce chiffre est très proche de l'objectif de 2% fixé par la Réserve fédérale. Les mesures de l'inflation attendue fondées sur le marché se stabilisent autour de 2% à l'horizon de deux ou trois ans et ne sont que légèrement plus élevées à l'horizon de quatre ou cinq ans. Cette évolution est cohérente avec d'autres mesures de l'inflation attendue fondées sur le marché. Les coûts unitaires de main-d'œuvre tournent autour de 2.5% par an ; les prix des produits de base ont baissé de 25 à 35 % depuis le pic de 2022 ; les prix du gaz naturel ont baissé de 40%, ce qui est cohérent avec les baisses futures de l'inflation. Les prix du pétrole et de l'essence sont toutefois en hausse, mais cela est principalement dû aux risques géopolitiques et aux restrictions de production de l'OPEP. Les conditions financières continuant à se resserrer, les décalages temporels continueront à exercer une pression à la baisse sur l'inflation. Cette pression est renforcée par la force du dollar américain.

Au Canada, l'inflation a également continué à baisser de manière persistante tout au long de l'année et a été inférieure aux anticipations. Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché ont chuté aussi fortement qu'aux États-Unis et se sont stabilisées, pour le 5 ans, à environ 2% et entre 1.5% et 2.0% pour la fourchette de 10 à 20 ans, ce qui correspond au milieu de la fourchette de l'objectif de politique monétaire de la Banque du Canada ou à une fourchette inférieure. Il existe d'autres forces positives pour l'inflation canadienne. L'économie est moins vigoureuse qu'aux États-Unis et le ratio de la dette publique totale au PIB est bien inférieur à celui de tous les pays du G7, à l'exception de l'Allemagne, et bien inférieur au ratio de la dette au PIB des États-Unis. Les prix de l'immobilier, en absolu, au Canada sont également plus faibles qu'aux États-Unis.

D'autres facteurs soutiennent l'économie canadienne. La hausse des prix du pétrole, bien que négative pour l'inflation, est positive pour le Canada et pour le dollar canadien. Le Canada enregistre un énorme excédent commercial avec les États-Unis et le dollar canadien est sous-évalué, puisqu'il se situe près du bas de sa fourchette historique par rapport au dollar américain. Le Canada et le dollar canadien sont également reconnus comme une "valeur refuge" dans un monde géopolitique turbulent. Un dollar canadien plus fort exercerait une pression à la baisse sur l'inflation et attirerait les investissements étrangers. L'effet net de toutes ces forces est positif pour la poursuite de la réduction de l'inflation et pour les marchés de capitaux canadiens.

Le marché obligataire s'est déprécié récemment parce qu'il s'est concentré sur la résilience de l'économie nord-américaine et sur des taux d'intérêt encore élevés. Cependant, il a ignoré les signes très encourageants des indicateurs avancés de l'inflation, qui annoncent de nouvelles baisses. Les rendements obligataires ont continué à atteindre de nouveaux sommets, ce qui a créé une formidable opportunité pour les investisseurs. Bientôt, la Banque du Canada et la Réserve fédérale arrêteront leur politique de resserrement et commenceront ensuite, en temps voulu, à réduire les taux d'intérêt. Les investisseurs seront en mesure de bloquer les rendements élevés actuellement attractifs et de bénéficier ensuite de plus-values à mesure que les prix des obligations augmenteront.

Le marché des actions a été soutenu principalement par une poignée de valeurs technologiques aux États-Unis et de valeurs pétrolières au Canada. La forte hausse des taux d'intérêt a considérablement comprimé les multiples d'évaluation et entraîné une baisse de la plupart des actions depuis le début de l'année. Néanmoins, la plupart des entreprises ont publié des résultats financiers solides. Il s'agit là d'une tendance haussière qui reflète l'espoir d'éviter une récession, à condition que les banques centrales ne fassent pas dans l'exagération avec l'agressivité de leur politique monétaire. La baisse de l'inflation, qui devrait bientôt atteindre les objectifs des banques centrales, et l'attente d'un éventuel assouplissement de la politique monétaire donneront un puissant coup de fouet aux cours des actions. Les actions canadiennes, comme leurs homologues à revenu fixe, sont très bon marché et sous-évaluées. Les actions canadiennes se négocient à un ratio cours/bénéfice d'environ 13 seulement sur la base des bénéfices prévisionnels, bien en deçà du reste du monde développé, et en dollars américains, elles se situent à peu près au niveau d'il y a 15 ans, soit une baisse d'environ 50 %. Nous pensons que le Canada est prêt pour un fort rebond à l'avenir.

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.