

**LETTRE DE FIN D'ANNÉE 2023**

26 janvier 2024

2023 a été, encore une fois, une année volatile pour le marché des actions et des titres à revenu fixe, le sentiment des investisseurs passant d'un pessimisme profond concernant la stagflation et les craintes de récession à l'euphorie de voir les banques centrales commencer à réduire agressivement leurs taux directeurs dès mars 2024. Les investisseurs qui ont à nouveau paniqué lors des creux d'octobre, comme en 2022, ont manqué un puissant rebond des marchés d'actions et de titres à revenu fixe au cours des deux derniers mois de l'année. Cela renforce l'un des principes les plus importants de l'investissement : rester investi. Essayer d'anticiper le marché est une proposition perdante, car le fait de rater de puissants rebonds à court terme peut avoir une incidence considérable sur les rendements à long terme.

Comme indiqué dans les commentaires précédents, nous avons toujours pensé que l'inflation était "transitoire" en raison des déséquilibres entre l'offre et la demande et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement après la pandémie, combinés à une flambée des prix des produits de base alimentée par la guerre de la Russie contre l'Ukraine. En fait, la hausse rapide des taux d'intérêt par les banques centrales a contribué à l'inflation en augmentant le coût des logements. Le taux d'inflation, quelle que soit la façon dont on le mesure, a diminué naturellement à mesure que ces anomalies se normalisaient, et non à cause des hausses de taux. C'est pourquoi le directeur de la Réserve fédérale américaine (Fed), Jerome Powell, et le directeur de la Banque du Canada (BOC), Tiff Macklem, ont "pivoté". Ce n'était qu'une question de temps avant que les obligations ne se redressent fortement à la suite de la baisse des données sur l'inflation, et que les actions ne suivent. L'économie nord-américaine ralentit en effet en raison des hausses de taux, et si elle ralentit trop, les "mauvaises" nouvelles économiques seront considérées comme de "bonnes" nouvelles par le marché obligataire, car les taux de rendements obligataires diminueront, ce qui profitera également aux actions. Cependant, comme le marché de l'emploi reste solide et que les taux d'épargne sont encore élevés, un scénario "Goldilocks" est possible, dans lequel la désinflation, voire la déflation, accompagne une économie saine (le contraire de la stagflation).

Nous voyons donc un environnement très positif pour les actions et les obligations en 2024. Comme nous l'avons mentionné l'année dernière à la même époque, l'environnement d'inflation élevée a créé une opportunité unique pour les investisseurs de bénéficier de rendements élevés sur les titres à revenu fixe en raison des hausses de taux agressives des banques centrales. C'est toujours le cas aujourd'hui, les rendements des obligations corporatives à court terme se situant toujours entre 6% et 8%, ce qui représente des rendements comparables à ceux des actions avec un risque très faible. Après avoir reçu un prix *Top Performer* en 2022 par Global Manager Research (GMR) pour le meilleur rendement annuel sur 1 an en 2021 dans la catégorie Univers des titres à revenu fixe canadiens, LAM a reçu deux autres prix *Top Performer* GMR en 2023 pour les meilleurs rendements sur 5 ans et 10 ans dans la catégorie Revenu fixe canadien plus pour la période se terminant le 31 décembre 2022. Et une fois de plus en 2023, nous avons terminé dans le 1<sup>er</sup> quartile pour le Fonds d'obligations canadiennes LAM que nous gérons pour les caisses de retraite du Québec dans le cadre du *Programme des gestionnaires émergents du Québec*.

Malgré les incertitudes actuelles des marchés et la volatilité de la situation géopolitique, nos stratégies d'investissement restent axées sur la gestion de la volatilité à court terme et sur le positionnement des portefeuilles en vue d'obtenir de solides rendements à long terme ajustés au risque. Comme toujours, nous tenons à remercier sincèrement nos fidèles clients pour la confiance qu'ils nous accordent.

Au nom de toute l'équipe, y compris Lorie, Kate, Elisa, Helen, Olivier et Matthew, nous vous souhaitons nos vœux les plus chaleureux de santé, de bonheur et de paix pour l'année 2024.

**Stephen Takacsy**

Président et chef de la direction

**Tony Boeckh**

Président du conseil d'administration

## ACTIONS CANADIENNES

Pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2023, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a produit un rendement brut de **+8.2%** contre +8.1% pour le rendement total du composite TSX incluant les dividendes. Bien que nous ayons légèrement surperformé le TSX, la source de notre performance a été très différente de celle du TSX qui a été tirée par les secteurs de la technologie et de la finance en hausse de +24% et +12.7% respectivement. En fait, Shopify a contribué à lui seul à +1.3% du rendement du TSX. Nos principaux contributeurs ont été **Neighbourly Pharmacies**, qui a annoncé sa privatisation, **Quarterhill**, **Jamieson Wellness**, **Pollard Banknote**, **Equitable Group** et **Richelieu Hardware**. La privatisation de Neighbourly par son actionnaire de contrôle et Brookfield Asset Management montre une fois de plus qu'il existe une valeur considérable dans les actions à plus petite capitalisation. Parmi les détracteurs, citons **Velan**, dont le rachat par Flowserve a été bloqué par le gouvernement français, et **Altus Group**, qui a annoncé un ralentissement de ses ventes et une importante acquisition financée par de la dette.

Pour 2023, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a progressé de **+9.8%** contre +11.8% pour le rendement de l'indice total du composite TSX. Notre sous-performance est entièrement due au fait que nous ne détenons pas Shopify, qui a ajouté +2.5% au rendement du TSX. Les principaux contributeurs ont été **Logistec**, qui a annoncé son acquisition, **Pollard Banknote** et **Stella Jones**, ainsi que **ATS**, **Richelieu Hardware**, **Tecsys** et **Quarterhill**. Les titres qui ont perdu du terrain sont **Altus Group**, **Park Lawn**, **Pet Value** et **Northland Power**. Nous avons liquidé 3 titres avec un bénéfice important : **Brookfield Infrastructure** et **Kinaxis**, qui ont atteint nos cibles de prix, et **Canadian Tire**, qui craint un ralentissement de la consommation. Nous avons utilisé nos liquidités pour augmenter nos pondérations dans l'intégrateur de systèmes d'automatisation **ATS**, le fournisseur de solutions de chaîne d'approvisionnement **Tecsys**, le prestataire de services funéraires **Park Lawn** et le fabricant d'équipements d'accessibilité **Savaria**.

Jusqu'à présent, en 2024, nous avons pris un bon départ, avec une hausse de **+2.7%** contre +0.9% pour le TSX au moment où nous écrivons ces lignes. Le marché semble se redresser pour les actions à petite et moyenne capitalisation et pour les secteurs défensifs à haut dividendes tels que les télécommunications et les services publics. Nous continuons d'adopter une approche conservatrice et disciplinée, notamment en diversifiant les secteurs pour atténuer le risque sectoriel et en minimisant l'exposition aux compagnies de matières premières et de ressources afin de réduire la cyclicité et la volatilité. Ces principes nous ont permis de surpasser l'indice TSX à long terme avec un risque inférieur à celui du marché. Plus que jamais, nous continuons à prendre en compte les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et la durabilité environnementale dans nos décisions d'investissement.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre, notre stratégie d'actions américaines a progressé de **+10.2%** contre +11.7% pour le S&P 500 Total Return. Les marchés boursiers mondiaux ont bondi, les investisseurs anticipant soudainement des réductions des taux directeurs en 2024. Notre performance a été tirée par les bonnes performances de la banque régionale **Fifth Third Bank**, du fournisseur de services de recherche médicale **Charles Rivers Labs**, d'**Amazon** et de **Microsoft**. Les investisseurs ont délaissé les titres défensifs les plus performants au profit de titres plus spéculatifs. **Cisco**, **Jacobs Solutions** et **FedEx** ont publié des résultats légèrement inférieurs aux prévisions, ce qui a entraîné une faiblesse à court terme.

Au cours du trimestre, nous avons ajouté **Clean Harbors**, une société réputée pour ses services environnementaux tels que l'élimination des déchets dangereux et non dangereux, les interventions d'urgence, le recyclage et la remise en état des sites. Compte tenu de l'importance croissante accordée à l'impact environnemental au niveau mondial, Clean Harbors est en position de force, bénéficiant d'une demande croissante et d'un pouvoir de fixation des prix en raison d'une concurrence limitée dans ses principaux domaines de service. Nous avons également augmenté notre position dans **Charles Rivers Labs** à un prix attractif, ce qui a contribué à notre performance au cours du trimestre.

Pour 2023, notre stratégie américaine a progressé de **+20.2%**, contre +26.3% pour le S&P 500 Total Return. La performance du S&P 500 est principalement due aux "Magnificent Seven" (Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, NVIDIA et Tesla), qui représentent environ 27 % de la capitalisation boursière totale du S&P 500 et ont progressé collectivement de 73 %. Sans eux, le S&P 500 n'a progressé que d'environ 6 %, la plupart des actions étant en baisse sur l'année jusqu'à la fin du mois d'octobre. Bien que nous ne possédions que 3 des "Magnificent Seven", nous sommes très satisfaits de notre performance. Nous participerons donc aux hausses des valeurs technologiques, mais dans une moindre mesure, tout en subissant moins de volatilité à la baisse.

Nous continuons à suivre une stratégie diversifiée et prévoyons de l'élargir en 2024, lorsque le marché s'adaptera à la fin du cycle de hausse des taux et à d'éventuelles baisses des taux d'intérêt. Nous déployons stratégiquement des capitaux dans des entreprises de qualité que nous comprenons bien, qui opèrent dans des secteurs en croissance, dont les fondamentaux sont sains, dont les équipes de direction ont de solides antécédents et dont la valeur est raisonnable par rapport à leur profil de croissance.

## REVENU FIXE

Le 4<sup>ème</sup> trimestre 2023 a été remarquable pour la plupart des classes d'actifs, en particulier pour les titres à revenu fixe. En fait, la totalité de la performance de l'année pour l'ensemble du marché obligataire s'est produite au cours des deux derniers mois, car la plupart des indices obligataires étaient en territoire négatif à la fin du mois d'octobre (nous sommes restés en territoire positif tout au long de l'année). Essayer de prédire les mouvements à court terme des taux d'intérêt est pratiquement impossible, et c'est pourquoi, dans les commentaires précédents, nous avons déclaré que le revenu fixe était une classe d'actifs très attrayante et que, malgré la baisse marquée du prix des obligations, ce n'était qu'une question de temps avant que les obligations ne se redressent fortement sur la base de données d'inflation plus faibles. Le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** a affiché un rendement brut de **+6.5%** pour le trimestre, contre un rendement de +8.3% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Pour l'ensemble de l'année, notre Fonds a progressé de **+7.8%** contre +6.7% pour l'indice.

Les données économiques et la rhétorique des banques centrales ont été les moteurs de la bonne performance de fin d'année. Le mois de novembre a été marqué par un ralentissement prononcé de l'inflation et par des données indiquant que les consommateurs étaient plus prudents et que le marché de l'emploi s'affaiblissait. Cela suggère que les hausses de taux cumulées depuis 2022 ont eu l'effet escompté. En outre, le président de la banque centrale américaine a laissé entendre que le cycle de hausse des taux était potentiellement terminé. Les marchés ont encore été stimulés en décembre par des données économiques plus encourageantes et par le fait que la Réserve fédérale américaine (FED) prévoyait des baisses de taux de 75 points de base en 2024, alors que le marché s'attendait à des baisses de taux de plus de 125 points de base. En conséquence, les rendements obligataires ont considérablement baissé, ce qui a fait bondir les prix des obligations.

Au cours du trimestre, nos obligations corporatives à long terme, telles que **Brookfield Infrastructure 3.41% 2029**, **Telus 4.85% 2044** et **Altagas 2.477% 2030**, ont fortement contribué à notre performance. Les actions privilégiées d'**Altagas** ont également apporté une contribution significative, la société ayant annoncé qu'elle rachèterait sa série à **5.393%** au pair plutôt que d'augmenter le taux de dividende (ces actions se négociaient avec un prix inférieur de 20% par rapport à leur valeur nominale). Cela démontre que les actions privilégiées se transigent à des niveaux très attrayants. De plus, nos obligations de **Vidéotron** ont bien performé étant donné que l'acquisition de Freedom Mobile par Quebecor s'est faite à des conditions très favorables et que les agences de crédit anticipent tranquillement un rehaussement de la cote de crédit de l'entreprise à "investment grade".

Nous restons très optimistes sur les titres à revenu fixe, l'inflation étant en baisse, et nous voyons encore beaucoup de valeur dans les actions privilégiées et les obligations corporatives à court terme, en particulier dans les obligations à haut rendement et les obligations hybrides où les taux de rendements actuels à l'échéance sont encore de l'ordre de 6% à 8%. Comme toujours, nous accordons une grande importance au risque de crédit et au risque de taux d'intérêt (durée) et continuons à suivre de près les données économiques et géopolitiques. Notre **Fonds à revenu fixe canadien LAM** continue d'offrir un taux de rendement moyen à l'échéance très attrayant de **6.2%** avec une durée de 3.4 ans.

## PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Les distorsions de l'économie nord-américaine et du système financier mondial liées à la pandémie de Covid continuent de se résorber. Ces distorsions se sont traduites principalement par des mesures de relance budgétaire massives qui ont entraîné une augmentation considérable de l'épargne et des dépenses personnelles, des pénuries de biens, des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des pénuries de main-d'œuvre, une forte hausse des prix de l'immobilier et une inflation générale. Les prix des obligations et des actions ont alors connu des montagnes russes, l'inflation atteignant des niveaux inégalés depuis le début des années 1970. Les prix des actions se sont envolés à la suite de l'argent injecté initialement, due à la fois à la politique budgétaire et à la politique monétaire, dans un contexte de taux d'intérêt extraordinairement bas. La Banque centrale européenne et la Fed ont réagi trop lentement, laissant l'inflation s'installer et l'économie surchauffer. Lorsqu'elles ont réagi en mars 2022, l'inflation avait déjà dépassé les 6 %, et elles ont dû relever les taux d'intérêt de manière agressive et retirer des liquidités du système financier. La politique monétaire, qui a réagi tardivement, a dû lutter contre les stimuli des déficits budgétaires massifs. En conséquence, les taux d'intérêt ont dû augmenter plus fortement et plus rapidement que ce qui aurait été nécessaire pour refroidir l'économie et maîtriser l'inflation. En conséquence, les marchés obligataires et boursiers ont été volatils pendant la majeure partie de l'année 2023, les prix atteignant leur niveau le plus bas à la fin du mois d'octobre.

Le retournement des marchés financiers a été déclenché par un retour de la confiance dans le fait que les distorsions de l'économie se dissipent enfin. En particulier, l'inflation et les prévisions d'inflation ont baissé tout au long de l'année 2023 et, au 4<sup>ième</sup> trimestre, elles avaient atteint les objectifs de 2% de la Banque centrale européenne et de la Fed. L'épargne excessive et l'assouplissement du marché du travail, qui avaient soutenu des dépenses de consommation élevées, se normalisent. Le marché du travail a commencé à s'ajuster positivement, l'inflation des salaires, les pénuries de main-d'œuvre et la croissance de la population active s'améliorant. Certains secteurs de l'économie nord-américaine ralentissent, mais les États-Unis ont enregistré une croissance du PIB de 3.3% en rythme annuel au 4<sup>ième</sup> trimestre. Le Canada, quant à lui, n'a pas connu de croissance au cours des six derniers mois, en grande partie à cause de la faiblesse du secteur de l'immobilier et des prix des matières premières. Les ménages canadiens sont beaucoup plus endettés que leurs homologues américains et, avec des prêts hypothécaires à échéance plus courte, sont plus affectés par les taux d'intérêt élevés. La déception des économies chinoise et européenne a également été un facteur négatif pour le Canada, dont l'économie est plus ouverte que celle des États-Unis.

En 2024, on assistera à un réajustement continu des distorsions post-pandémiques, l'inflation continuant de chuter et l'économie restant faible en raison des effets décalés de la politique monétaire restrictive antérieure et de la suppression des mesures de relance budgétaire. Si le taux de croissance global du Canada pourrait passer légèrement en dessous de zéro pendant un trimestre ou deux, une récession (telle qu'on la conçoit généralement) est peu probable, et ce pour plusieurs raisons : Le Canada accueille un grand nombre d'immigrants, le dollar canadien est bon marché et l'économie américaine se porte bien. Néanmoins, le ralentissement de l'économie canadienne, la faiblesse des chiffres de l'inflation et l'amélioration de la situation budgétaire permettront à la Banque du Canada d'adopter une position plus accommodante. Il est probable que le taux directeur soit réduit de manière significative, ce qui entraînera une baisse des taux d'intérêt. Cela permettra aux taux hypothécaires de baisser considérablement, ce qui atténuera le choc pour les ménages canadiens endettés. La baisse des taux, combinée à une inflation de base de 2% des dépenses de consommation personnelle (PCE), suggère qu'un atterrissage en douceur est tout à fait envisageable.

En terminant, l'année 2024 devrait être marquée par un ralentissement de l'économie, mais aussi par une confiance accrue dans le fait que les attentes inflationnistes sont bien contenues dans la fourchette cible de 1% à 3% de la Banque centrale canadienne (BOC). Les baisses de taux et la poursuite de la baisse des rendements sur l'ensemble des échéances entraîneront une hausse des prix des obligations. Les marchés boursiers seront confrontés à des courants contraires, mais la baisse des taux d'intérêt est favorable aux valorisations, car les ratios cours/bénéfice augmentent. Malgré les anticipations économiques plus prudentes de certains secteurs, la baisse des taux d'intérêt devrait éclipser un affaiblissement temporaire des bénéfices. Le dollar canadien est bon marché, ce qui se traduit par des actifs canadiens sous-évalués par rapport aux États-Unis et au reste du monde.

**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.