



LETTRE DU 3ÈME TRIMESTRE 2022

25 octobre, 2022

Le troisième trimestre de 2022 a de nouveau été marqué par une extrême volatilité, les marchés mondiaux des actions et des titres à revenu fixe ayant fortement rebondi en juillet pour s'effondrer à nouveau en août et septembre. Bien que les séquelles de la pandémie et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement s'estompent, les pénuries de main-d'œuvre et certaines hausses de coûts continuent de maintenir les taux d'inflation à des niveaux inconfortables, ce qui oblige les banques centrales à continuer de relever agressivement les taux d'intérêt dans l'espoir de supprimer la demande. En conséquence, les investisseurs craignent que les banques centrales ne provoquent un fort ralentissement de l'économie. Les indices boursiers S&P 500 et NASDAQ ont reculé respectivement de -4.9% et -3.9% au cours du trimestre, pour finir en baisse de -23.9% et -32% depuis le début de l'année. L'Europe, l'Extrême-Orient et les marchés émergents ont reculé respectivement de -4.2%, -2.4% et -5.4% au cours du trimestre, et de -22.1%, -26.1% et -20.5% depuis le début de l'année, en dollars canadiens. Les obligations continuent d'afficher leur pire performance de l'histoire, l'indice obligataire universel canadien ayant baissé de 11.8% depuis le début de l'année et l'indice obligataire américain de -14.6%.

Si la hausse des taux d'intérêt exerce une pression énorme sur les évaluations des actions et les prix des obligations, elle crée également des opportunités très intéressantes. Les investisseurs n'ont pas vu de rendements aussi élevés depuis longtemps et peuvent en profiter grâce à notre stratégie diversifiée de titres à revenu fixe pour laquelle nous avons intentionnellement maintenu des échéances courtes, ce qui nous permet de réinvestir l'argent de nos clients à des taux plus élevés. En outre, l'économie nord-américaine reste forte et proche du plein emploi, de sorte que tout ralentissement devrait être relativement modéré (ce que l'on ne peut pas dire de l'Europe, de l'Asie et des marchés émergents). Les marchés d'actions anticipent déjà une récession et le moral des investisseurs est au plus bas, ce qui a toujours été un moment idéal pour investir dans des actions. Comme nous le savons d'expérience, il est important de rester investi car les marchés peuvent se retourner en un clin d'œil, et la moindre preuve que l'inflation est en train d'être maîtrisée, ce qui signalerait la fin des hausses de taux, entraînerait une forte reprise des actions et des obligations.

ACTIONS CANADIENNES

Au cours du troisième trimestre, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a enregistré une baisse de **-3.1%** avant frais, contre une baisse de -1.4% pour le rendement total de l'indice composé TSX. Notre sous-performance est principalement due à notre exposition aux actions de petite et moyenne capitalisation qui ont sous-performé le marché et aux actions à dividendes élevés comme dans les secteurs des services publics et des télécommunications qui avaient bien résisté jusqu'à récemment mais qui ont soudainement subi le poids de la forte hausse des rendements des taux d'intérêt. Compte tenu de notre forte exposition au secteur industriel, qui a progressé de +3.9% au cours du trimestre, et de notre faible exposition au secteur de l'énergie, qui a reculé de -6%, nous aurions dû réaliser de meilleures performances et nous sommes déçus de ces résultats. Bien que les services publics et les télécommunications figurent parmi les secteurs les plus sûrs dans lesquels investir en période de ralentissement économique, ils ont néanmoins été rattrapés par la forte baisse des titres à haut rendement, tels que les REITS, qui sont plus sensibles aux taux d'intérêt. Depuis le début de l'année, nous sommes en baisse de **-15.2%** par rapport à -11.1% pour le TSX, presque entièrement en raison de notre faible pondération en titres pétroliers et gaziers dans le secteur de l'énergie qui est en hausse de plus de +31.5%.

Nos principaux contributeurs au cours du trimestre ont été le fabricant de traverses de chemin de fer et de poteaux électriques **Stella Jones**, la compagnie d'assurance **Definity Financial**, le détaillant d'articles pour animaux de compagnie **Pet Valu**, le fabricant de matériel agricole **Ag Growth International**, le détaillant à escompte **Dollarama** et le fabricant d'étiquettes **CCL Industries**, qui ont tous publié de solides résultats financiers. Nos principaux détracteurs sont le prestataire de services funéraires **Park Lawn**, qui a connu un léger ralentissement à la suite de la pandémie, l'opérateur de fret aérien **Cargojet**, qui a annoncé des résultats record et une forte croissance future, mais qui a été rattrapé par la sous-performance de ses compétiteurs, et les sociétés d'infrastructure énergétique à dividendes élevés, comme **TC Energy** et **Enbridge**, et les prestataires de services de télécommunications, comme **BCE** et **Shaw Communications**. Les services de communication ont été le secteur le moins performant, avec une baisse de -9.7% au cours du trimestre, malgré ses caractéristiques hautement défensives.

Si certains secteurs restent vulnérables à la hausse des taux, comme l'immobilier et les dépenses de consommation discrétionnaire, la plupart de nos entreprises continuent d'accroître leurs bénéfices, d'augmenter leurs dividendes et de se négocier à des valorisations attrayantes. Compte tenu de la volatilité et de l'incertitude économique à venir, nous restons très diversifiés dans des secteurs non cycliques et non sensibles à l'économie, qui résistent à la récession et ont un pouvoir de fixation des prix. Nous considérons le Canada comme l'un des marchés les plus sûrs et les plus attrayants pour investir et nous continuons à profiter de la faiblesse du marché pour ajouter des sociétés de haute qualité à des prix attrayants, ce qui devrait contribuer à générer de solides rendements à long terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du 3e trimestre, notre portefeuille d'actions américaines a reculé de **-4.7%**, contre -4.9% pour le rendement total du S&P 500. Depuis le début de l'année, nous sommes en baisse de **-20%** contre -23.9% pour le S&P 500. Notre surperformance au cours du trimestre est due à des positions spécifiques dans les secteurs de la consommation discrétionnaire et de la technologie, ainsi qu'à une pondération élevée en espèce. Les contributions positives ont été générées par **Paypal**, **Lowe's**, **Keysight Technologies** et **Amazon**. Les détracteurs sont **Fedex**, les titres technologiques tels que **Microsoft** et **Alphabet**, et les biens de consommation de base comme **Colgate-Palmolive** et **Mondelez**.

Au cours du trimestre, nous avons réduit notre surpondération dans Arch Capital puisque que le prix approchait notre cible, même si nous pensons que l'activité d'assurance continuera d'être performante dans les conditions de marché actuelle. Nous avons, aussi, renforcé nos positions existantes dans **Cisco** et **Fedex**. Cisco a présenté une opportunité attrayante en publiant un trimestre encourageant soutenu par une amélioration des prévisions, de l'offre de produits et de la demande finale. Nous avons continué à renforcer notre position dans **Fedex**, car la société a annoncé des améliorations en juin et des prévisions meilleures que prévu. En septembre, la société a pris le marché par surprise en retirant ses prévisions pour 2023, ce qui a entraîné une forte pression à la vente. Bien que décevante, la société prévoit de réduire rapidement ses coûts et de soutenir le cours de son action par un rachat d'actions de 1.5 milliard de dollars.

Nous continuons à surveiller la santé de l'économie américaine et mondiale et accordons une attention particulière à la « Fed » pour donner au marché une visibilité sur le moment où le cycle de hausse des taux prendra fin. L'idée d'une hausse des taux à long terme domine le sentiment des investisseurs à court terme, ce qui entraîne une volatilité importante des actions. Nous déploierons le capital de manière opportuniste en continuant à évaluer les sociétés à ajouter au portefeuille qui présentent des catalyseurs soutenus par des fondamentaux solides, ou qui sont exposées à des secteurs en croissance, avec des équipes de gestion solides et des valorisations attrayantes.

REVENU FIXE

Le troisième trimestre a de nouveau été marqué par une grande volatilité pour les titres à revenu fixe. Le ton du marché était initialement positif au cours du trimestre jusqu'à ce que la Fed et la BOC réitèrent leur position agressive en matière de politique monétaire pour lutter contre l'inflation. Cela a déçu les investisseurs qui espéraient voir la fin des hausses de taux d'intérêt plus tôt. En maintenant une ligne dure, le marché n'a eu d'autre choix que de reconsidérer des taux directeurs finaux plus élevés pour le cycle actuel. Au cours du trimestre, les rendements des taux d'intérêts pour la plupart des termes ont peu varié, sauf ceux dans le court terme qui ont à nouveau augmenté. Les écarts de crédit des obligations corporatives, tant pour « investment grade » que pour le « high yield », ont continué à subir une certaine pression, bien que l'élargissement des écarts ait été beaucoup moins prononcé qu'au 2ème trimestre.

En raison de notre pondération plus importante en obligations corporatives et en échéances plus courtes, le **Fonds canadien à revenu fixe LAM** a sous-performé et a terminé le trimestre avec un rendement négatif brut de **-0.9%** contre +0.5% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Depuis le début de l'année, le Fonds demeure bien au-dessus de l'indice de référence avec un rendement de **-8.9%** contre -11.8% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada.

Plusieurs de nos obligations corporatives ont néanmoins contribué positivement à la performance, notamment **Nuvista Energy 7.875% juillet 2026** en raison du prix du baril de pétrole élevé, et **Rogers Communications 3.75% avril 2029** qui a bénéficié d'un frais d'acceptation de la restructuration d'une des clauses sur les obligations, dans le cadre de l'acquisition de Shaw Communications. Nous avons acheté ces obligations parce que nous nous attendions à ce que l'approbation réglementaire de l'acquisition prenne plus de temps, ce qui mettrait Rogers dans une position où elle devrait soit rembourser les obligations à un prix supérieur, soit payer les détenteurs d'obligations pour prolonger la clause. Parmi nos détracteurs figuraient la plupart de nos actions privilégiées, qui avaient enregistré des performances relativement bonnes jusqu'à récemment. Bien que les actions privilégiées que nous détenons offrent actuellement des taux de coupons très intéressants lorsqu'elles sont prolongées au-delà de la date de remboursement, les ventes d'ETF par des investisseurs de détail paniqués ont exercé une pression à la baisse sur les prix des actions privilégiées qui sont généralement moins liquides que les obligations.

Les données économiques continueront à dicter l'agressivité avec laquelle les banques centrales continueront à relever les taux. Les rendements sur les taux d'intérêt élevés aujourd'hui et l'élargissement des écarts de crédit ont fait des titres à revenu fixe une catégorie d'actif extrêmement attrayante. En fait, le **Fonds canadien à revenu fixe LAM** offre actuellement un rendement moyen à l'échéance très attrayant de plus de 6.7%, proche du taux d'inflation du Canada, qui ne manquera pas de baisser, et avec une durée de seulement 4 ans.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Les indicateurs avancés d'inflation et de l'économie mondiale continuent de s'assouplir, ce qui est conforme à l'effet attendu du resserrement monétaire qui a commencé plus tôt cette année. Bien que le taux d'inflation d'une année sur l'autre au Canada ait baissé à 6.9% en septembre, le taux d'inflation « core » est toujours élevé, à environ 6 %. Les comparaisons avec les faibles chiffres d'il y a un an donnent une image trompeuse de l'évolution future de l'inflation. Avec le temps, les comparaisons avec des niveaux d'inflation des prix beaucoup plus élevés signifient que les prix "d'une année sur l'autre" montreront une forte baisse de l'inflation publiée. Cela sera positif pour les marchés. Malheureusement, la Fed et la BOC sont toujours en mode panique parce qu'elles ont commis une erreur en laissant l'inflation devenir incontrôlable et qu'elles continuent de resserrer leur politique pour la ramener à leur objectif de 2%. Leurs actions et leur rhétorique sont risquées car elles visent des indicateurs retardés. Les lectures actuelles de l'IPC sont encore élevées, principalement en raison des coûts de la main-d'œuvre et des loyers, mais ceux-ci ont tendance à ne baisser que bien après le début d'une récession.

Les marchés semblent voir au-delà de ce comportement risqué des banques centrales et se concentrer sur ce qui est susceptible d'être une forte baisse de l'inflation dans les six prochains mois environ. Si cela se confirme, les banques centrales devraient cesser d'augmenter les taux d'intérêt à court terme et éventuellement commencer à les réduire si l'économie ralentit trop simultanément. Les valorisations des actions et des obligations sont devenues extrêmement attrayantes en raison de cette incertitude à court terme. Lorsqu'il apparaîtra clairement que l'assouplissement de la politique est imminent, les prix des actions et des obligations devraient rebondir fortement. D'ici là, les investisseurs devront vivre avec la volatilité et l'incertitude à court terme. Comme on le sait, les marchés sont tournés vers l'avenir, de sorte qu'un meilleur environnement pour les marchés financiers est probable au cours des prochains mois.

Le marché de l'immobilier est un morceau important de l'économie pour le Canada et il s'est considérablement refroidi. Les prix baissent dans les marchés les plus gonflés - Toronto et Vancouver et leurs environs. Ils sont encore élevés par rapport aux revenus et au service de la dette, et une nouvelle érosion est probable si le chômage commence à augmenter. Cela contribuera à atténuer la surchauffe de l'économie, mais fera également baisser les loyers et les composantes connexes de l'IPC liées au logement, qui ont été assez rigides. Les prix des produits de base, bien qu'encore élevés, ont chuté et se répercuteront également sur l'économie, ce qui atténuera l'inflation et raccourcira le délai avant que la Banque du Canada relâche ses mesures monétaires agressives.

Le dollar canadien a été faible par rapport à la flambée du dollar américain, qui est maintenant surévalué en raison des hausses de taux agressives de la Fed. Cela a permis au Canada d'accroître son excédent commercial international par rapport aux États-Unis, un soutien important pour l'économie. Divers aspects sont en jeu : la forte baisse persistante des indicateurs avancés, les attentes d'inflation future et la croissance économique. Pourtant, les banques centrales restent concentrées sur les indicateurs coïncidents et retardés, ce qui signifie qu'elles pourraient tarder à revenir sur leur politique monétaire agressive. Il en résultera probablement une très forte baisse de l'inflation et des taux d'intérêt lorsque le moment sera venu. Les cours des actions et des obligations sont à des niveaux extrêmement sous-évalués, tout comme le dollar canadien. Le sentiment des investisseurs est très majoritairement négatif, ce qui constitue un excellent indicateur anticonformiste. Par conséquent, les marchés canadiens des actions et des titres à revenu fixe ont des prix très attrayants, que ce soit du point de vue des investisseurs nationaux ou de celui des investisseurs étrangers qui sont confrontés à des risques accrus dans leur pays, que ce soit au Royaume-Uni, en Europe, en Asie ou sur les marchés émergents.

Stephen Takacsy

Olivier Tardif-Loiselle

Matthew Kaszel

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.