



LETTRE DE FIN D'ANNÉE 2022

27 janvier 2023

En 2022, les marchés des actions et des titres à revenu fixe ont connu leur plus grande volatilité depuis l'apparition de la pandémie et la crise financière mondiale de 2008-2009. Une série de hausses rapides des taux d'intérêt par les banques centrales pour lutter contre l'inflation, qui n'avait pas été observée depuis plus de 40 ans, a provoqué une chute des prix des obligations et une compression des multiples dans la valorisation des actions. Comme à l'habitude, la panique et le pessimisme extrême des investisseurs se sont installés, les fonds avec levier ont été contraints de liquider leurs positions, les vendeurs à découvert sont apparus en masse et les stratégies axées sur le momentum ont pris le contrôle des marchés financiers, ce qui a amplifié la volatilité. Les principaux indices boursiers populaires tels que le S&P 500 et le NASDAQ ont baissé de -18.1% et -32.5% respectivement, tandis que les grands indices obligataires et les FNB nord-américains ont baissé de -13 % à -18 %.

Dans notre précédent commentaire, nous pensions que les pressions inflationnistes actuelles commenceraient bientôt à s'atténuer, car elles sont dues en grande partie aux déséquilibres entre l'offre et la demande causés par la pandémie, les goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement et la guerre en Ukraine, puis que les banques centrales cesseraient alors de relever leurs taux. Nous pensons également que tout ralentissement économique causé par les hausses rapides de taux serait léger étant donné les niveaux d'emploi élevés au Canada et aux États-Unis. Cela s'avère être le cas puisque la Banque du Canada a maintenant suspendu les hausses de taux et que la Réserve fédérale (Fed) devrait graduellement faire de même. En conséquence, les marchés des actions et des titres à revenu fixe ont réagi positivement, avec des gains importants dans les deux catégories d'actifs jusqu'à présent en 2023. Les investisseurs qui ont paniqué ont jusqu'à présent manqué un fort rebond depuis les creux de la mi-octobre 2022. Comme nous l'avons vu au cours de plusieurs décennies de hauts et de bas sur les marchés, il était important pour les investisseurs de garder leur sang-froid et de maintenir le cap.

L'environnement d'inflation élevée a créé une opportunité intéressante pour les investisseurs de profiter des rendements encore élevés des titres à revenu fixe causés par le cycle agressif de hausse des taux des banques centrales. Il convient de noter que notre stratégie de titres à revenu fixe canadiens, après que notre Fonds d'obligations canadiennes LAM s.e.c ait reçu en 2021 un prix Top Performer décerné par Global Manager Research (GMR) pour le meilleur rendement annuel sur un an dans la catégorie de l'univers des titres à revenu fixe canadiens, s'est classée en 2022 au 6e rang dans la catégorie de l'Univers des titres à revenu fixe canadiens plus de GMR*. De plus, le Programme des gestionnaires émergents du Québec continue d'attribuer les fonds institutionnels supplémentaires reçus dans le fonds d'obligations canadiennes que nous gérons.

Malgré les incertitudes persistantes dans le marché, nous sommes convaincus que nos portefeuilles d'actions et de titres à revenu fixe sont bien positionnés pour faire face à une inflation et à des taux d'intérêt plus élevés que ceux que nous avons connus dans un passé récent, ainsi qu'à tout ralentissement économique. Nos stratégies d'investissement restent axées sur la gestion de la volatilité à court terme et sur la génération de solides rendements à long terme ajustés au risque. Comme toujours, nous devons notre succès à nos fidèles clients et souhaitons leur exprimer nos sincères remerciements pour nous avoir permis de travailler pour eux.

Tous nos vœux de santé et de bonheur pour 2023,

Stephen Takacsy

Président et chef de la direction

Tony Boeckh

Président du conseil d'administration

ACTIONS CANADIENNES

Pour le 4e trimestre de 2022, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a produit un rendement brut de **+4.8%** contre +6% pour le rendement total de l'indice composé TSX, dividendes compris. Notre légère sous-performance est entièrement due à notre manque d'exposition au secteur de l'or qui a augmenté de +13.9% et aux producteurs de pétrole et de gaz qui ont fait grimper le secteur de l'énergie de +12.9% au cours du trimestre. En dehors des secteurs volatils basés sur les ressources, nous aurions surperformé le TSX. Parmi nos principaux contributeurs, citons le fournisseur de solutions de commerce électronique **MDF Commerce**, qui a augmenté de 64% grâce à la vente de sa plateforme Intertrade B2B, et le gestionnaire d'actifs **Guardian Capital**, qui a augmenté de 45% après avoir annoncé la vente de ses activités d'assurance-vie et de distribution de fonds. Dans les deux cas, chaque activité est vendue pour un montant qui représente la quasi-totalité de la capitalisation boursière de chaque société. Cela illustre à quel point le marché boursier peut être inefficace, car ces entreprises sous-jacentes étaient considérablement sous-évaluées par les investisseurs. Les détracteurs comprenaient le distributeur de gaz naturel **Altagas** et le producteur d'énergie renouvelable **Boralex**, deux sociétés sûres et en croissance du secteur des services publics, qui a été le deuxième secteur le moins performant au cours du trimestre, en baisse de -8.4%.

Pour 2022, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a baissé de **-11.2%** contre -5.8% pour le rendement total de l'indice composé TSX, dividendes compris. Notre sous-performance est principalement attribuable à notre manque d'exposition aux producteurs de pétrole et de gaz, qui ont contribué à faire grimper le secteur de l'énergie du TSX de plus de 48% et à apporter une contribution d'environ +3.7% au rendement du TSX. Parmi les titres qui ont le plus contribué au rendement du fonds, citons plusieurs de nos principaux titres long terme comme **Ag Growth**, **Stella Jones**, **Boralex** et **Dollarama**, ainsi que de nouveaux titres comme **WSP Global**, **Pet Value** et **Definity Financial**. Parmi les détracteurs, citons certaines actions liées aux soins de santé, que nous avons vendues en raison des pressions chroniques sur les coûts dues aux pénuries de main-d'œuvre qui affectent le secteur, ainsi que des actions de petites et moyennes capitalisations qui ont baissé davantage que le marché en général. Nos positions principales, telles que le fournisseur de solutions de chaîne d'approvisionnement **Tecsys**, le prestataire de services funéraires **Park Lawn** et le fabricant d'équipements d'accessibilité **Savarria**, ont enregistré une baisse significative malgré de bons résultats. Les actions de l'une de nos sociétés préférées, **Pollard Banknote**, ont été particulièrement touchées lorsqu'elle a annoncé des marges bénéficiaires plus faibles malgré des ventes record. Pollard est l'une des trois seules sociétés nord-américaines qui fournissent des billets instantanés pour les loteries gouvernementales. Des augmentations inattendues du coût du papier spécial, de l'encre et de la feuille d'aluminium ont eu un impact sur les marges brutes des trois acteurs de l'industrie qui ont généralement des contrats à long terme basés sur des prix fixes. Au fur et à mesure que ces contrats sont renouvelés à des prix plus élevés et que les coûts des intrants diminuent, les marges devraient revenir aux niveaux précédents et même les dépasser.

Nous continuons à appliquer les principes clés de notre stratégie d'investissement que nous suivons depuis 17 ans. Il s'agit notamment de la diversification des secteurs d'activité afin d'atténuer le risque sectoriel, et du maintien d'une faible cyclicité en minimisant l'exposition aux sociétés du secteur des matières premières et des ressources afin d'atténuer la volatilité. Ces deux principes d'investissement nous ont permis de surperformer le TSX à long terme. Et, plus que jamais, nous continuons à tenir compte des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans nos décisions d'investissement. Notre portefeuille reste bien diversifié dans des entreprises résistantes à la récession et dotées d'un pouvoir d'établissement des prix. La plupart de nos noms en portefeuille continuent d'afficher des résultats records et se négocient à des valorisations raisonnables. Enfin, nous continuons à utiliser la volatilité pour investir dans des entreprises de grande qualité à des prix attractifs, ce qui devrait permettre au portefeuille de dégager de solides rendements à long terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du 4^{ème} trimestre 2022, notre stratégie d'actions américaines a enregistré une performance de **+9.1%** contre +7.6% pour le rendement total du S&P 500. Nous sommes satisfaits de ce résultat et attribuons notre surperformance à la sélection de titres individuels, avec des performances notables **d'Arch Capital, JP Morgan, Mastercard, Mondelez et Cisco**. Pour 2022, notre stratégie d'actions américaines a baissé de **-12.7%** contre -18.1% pour le rendement total du S&P 500. Bien que l'année ait été difficile en termes absolus, notre surperformance relative est due à un ensemble diversifié de sociétés de qualité, à une surpondération dans le secteur des soins de santé, à une exposition moindre aux technologies et à une pondération en espèce plus élevée. Nos meilleures performances individuelles se situent, sans surprise, dans des secteurs plus défensifs comme la santé (**Eli Lilly**), l'assurance (**Arch Capital**), les services de communication (**T-Mobile**) et notre seule exposition à l'énergie (**Williams**). Le relèvement agressif des taux d'intérêt par la Fed tout au long de l'année a eu un impact prononcé sur les sociétés technologiques, en particulier celles dont les valorisations sont extrêmes. Nos plus grands détracteurs ont été, sans surprise, des sociétés liées à la technologie comme **Amazon, Microsoft et Alphabet**, mais nous considérons et continuons de considérer leur valorisation comme raisonnable compte tenu de leurs perspectives de croissance à long terme, de leurs attributs de haute qualité et de leurs avantages concurrentiels. En fait, nous avons renforcé notre position sur Amazon au quatrième trimestre.

Au cours du quatrième trimestre, nous avons ajouté **Jacobs Solutions**, l'une des plus grandes sociétés d'ingénierie et de conception au monde qui fournit des services professionnels aux gouvernements et au secteur privé. Jacobs a connu une demande croissante de la part de ses clients, notamment dans les domaines de l'infrastructure, de l'ESG, de la cybersécurité, de l'automatisation et de la défense, ce qui a permis à la société d'enregistrer un carnet de commandes record tout au long de l'année 2022. Avec davantage de programmes de dépenses du gouvernement américain prévus en 2023 et au-delà, il y a une forte trajectoire visible pour un potentiel de bénéfices accélérés et une augmentation des flux de trésorerie disponibles pour soutenir les rachats d'actions et la croissance des dividendes. Avec une année 2022 difficile dans le rétroviseur, notre approche pour 2023 n'a pas changé par rapport aux années précédentes. Nous continuons à détenir un portefeuille diversifié et à évaluer les opportunités alors que les marchés digèrent une inflation élevée et des taux d'intérêt plus élevés. Bien que la détention de liquidités ait été bénéfique l'année dernière, nous prévoyons la réduire en déployant le capital de manière opportuniste dans des sociétés de haute qualité qui opèrent dans des secteurs en croissance et dont les fondamentaux sont solides, qui ont des équipes de gestion avec de solides antécédents et qui sont raisonnablement évaluées par rapport à leur profil de croissance.

REVENU FIXE

Le quatrième trimestre 2022 a été une nouvelle fois volatil pour les actifs à revenu fixe, qui ont néanmoins terminé sur une performance positive, avec tous les regards tournés vers les données sur l'inflation, l'emploi et les discours des banques centrales. Cela explique la plupart des mouvements des taux de rendements et des écarts de crédit, ainsi que les différentes performances mensuelles du quatrième trimestre. Celles-ci peuvent être résumées par des données d'inflation plus élevées que prévu en octobre, qui ont poussé les taux de rendements à la hausse, suivies de données plus faibles que prévu qui ont rassuré les marchés en novembre et amélioré le sentiment de marché des investisseurs dans toutes les classes d'actifs. Cependant, en décembre, la Fed est revenue avec une rhétorique plus restrictive sur ses politiques monétaires et a réaffirmé son objectif d'inflation de 2 %, ce qui est loin du taux d'inflation actuel, entraînant la possibilité d'un taux directeur final encore plus élevé que prévu pour atteindre cet objectif. En fin de compte, les taux de rendements de la plupart des échéances ont terminé l'année aux mêmes niveaux qu'au début du trimestre, tandis que les écarts de crédit « investment grade » et « high yield » se sont resserrés au cours du trimestre, ce qui a contribué à nos rendements.

Pour le 4e trimestre, le **Fonds canadien à revenu fixe LAM** a généré un rendement brut de **+0.8%**, comparativement à +0.1% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Nos obligations de sociétés, telles qu'**Air Canada 4.625% août 2029**, **Vidéotron 3.125% janvier 2031** et **Bell Canada 3% mars 2031**, ont contribué positivement au cours du trimestre, tout comme certaines de nos actions à dividendes élevés, telles que **Enbridge**. Bien que les actions privilégiées en tant que catégorie d'actifs aient connu un autre trimestre difficile, certaines de nos actions privilégiées avec des taux de réinitialisation et des taux planchers (comme expliqué dans les lettres précédentes) ont bien performé, comme celles émises par **Altagas** et **Pembina** qui étaient sujettes à un remboursement anticipé au pair. Parmi les détracteurs, on trouve les actions ordinaires à dividendes élevés comme **Altagas**, qui a subi une pression à la suite de résultats trimestriels inférieurs aux attentes, bien que le prix de l'action ait rebondi depuis.

Pour 2022, le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** a affiché un rendement de **-8.1%** contre -11.7% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada, soit une surperformance de **+3.6%**. Ce rendement négatif, notre premier en 15 ans, est inévitablement dû aux hausses rapides des taux d'intérêt par les banques centrales, qui ont entraîné une hausse des taux de rendements et une baisse des prix des obligations. En fait, il s'agit de la pire performance de l'histoire récente du marché obligataire canadien, tout comme celle du marché américain. Néanmoins, relativement à nos pairs dans l'univers du *Global Manager Research* nous avons tout de même terminé au 6^{ième} rang et conservons une solide historique de performance. L'élargissement des écarts de crédit et la forte baisse du prix des actions privilégiées ont également contribué à notre rendement négatif. Il y a toutefois eu quelques points positifs, comme les obligations à haut rendement dans le secteur de l'énergie, comme **Nuvista 7.875% juillet 2026**, et les actions d'infrastructures énergétiques à dividende élevé, comme **Enbridge**.

Pour 2023, nous devons à nouveau surveiller diverses données économiques, notamment l'inflation, qui semble être le point de mire des banques centrales et qui semble dicter l'agressivité avec laquelle elles vont resserrer leur politique monétaire. La Fed parle souvent du déséquilibre du marché du travail, mais celui-ci semble plus difficile à contrôler car l'écart entre l'offre et la demande de travail semble important. La pénurie de main-d'œuvre peut entraîner une inflation salariale plus permanente, mais elle pourrait être compensée par une hausse de la productivité. Le sentiment des investisseurs reste assez négatif, ce qui entraîne des revirements rapides lorsque le marché perçoit la fin du cycle de hausse des taux, comme cela a été observé en novembre. Les écarts de crédit élevés et les hauts taux d'intérêt rendent les actifs à revenu fixe très attrayants sur la base du rendement actuel, le **Fonds canadien à revenu fixe LAM** offrant maintenant un rendement moyen à l'échéance de plus de 6.25% avec une durée de moins de 4 ans.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Les marchés ont abordé l'année 2023 sur une bien meilleure note, grâce à la baisse des prévisions d'inflation. Les premiers signes d'une atténuation de la pénurie de main-d'œuvre et d'une baisse des prix sur le marché immobilier surévalué devraient entraîner une réduction des frais de logement, qui constituent une composante importante des mesures de l'inflation. Les anticipations d'inflation ont donc fortement diminué sur tous les horizons temporels pour atteindre des niveaux proches des objectifs des banques centrales, soit environ 2 %. C'est le facteur clé qui a poussé les taux de rendements obligataires à la baisse ces dernières semaines, entraînant des gains significatifs dans les prix des obligations. Cette tendance devrait se poursuivre à mesure que les signes de ralentissement économique et l'effet différé sur les marchés du travail, l'inflation des salaires et les coûts du logement deviennent plus évidents, ce qui amènera la Banque du Canada et la Fed à mettre fin au cycle de resserrement. Au fur et à mesure que l'économie et l'inflation ralentissent, la politique monétaire devrait finalement s'orienter vers une baisse des taux d'intérêt à court terme et donc une injection de liquidités dans le système financier. Tout cela fait partie du cycle économique normal et créera un environnement beaucoup plus favorable aux prix des actifs financiers.

Il y a deux autres développements positifs pour les marchés canadiens. Le dollar américain, qui était devenu jusqu'à 30 % surévalué, a commencé à se normaliser, ce qui est positif pour le dollar canadien, ainsi que pour les actions et les obligations canadiennes. L'autre facteur positif est la réouverture de la Chine. L'économie de ce pays a affiché des performances inférieures à la normale pendant deux à trois ans. Elle devrait maintenant rattraper son retard, ce qui serait bénéfique pour les matières premières, et donc pour le Canada.

Si l'évolution générale est positive pour les marchés financiers, il reste des risques persistants à court terme. Le premier est que la liquidité, qui est l'un des principaux moteurs des marchés, est encore limitée. Les banques centrales continuent de se concentrer sur les indicateurs coïncidents et retardés en raison d'une peur excessive de l'inflation. Le taux de chômage, les indices d'inflation déclarés et les frais de logement finiront par réagir, mais seulement après que l'économie se sera déjà affaiblie. Les marchés se concentrent sur l'avenir, c'est pourquoi les taux d'intérêt à long terme ont déjà commencé à baisser et les cours des actions se sont stabilisés. Les banques centrales ont augmenté les taux de manière importante et rapide, et l'on craint qu'elles maintiennent une politique restrictive pendant trop longtemps, ce qui pourrait provoquer un ralentissement économique plus prononcé et une faiblesse à court terme plus importante que prévu des bénéfices des entreprises. Toutefois, une économie plus faible que prévu signifierait également une baisse plus importante que prévu des taux d'intérêt, ce qui devrait, en temps voulu, compenser l'impact à court terme de la baisse des bénéfices des entreprises. Les valorisations relativement bon marché dans de nombreux secteurs devraient également offrir une certaine résilience aux cours des actions, mais à court terme, les obligations devraient surperformer les actions. À mesure que l'année avance et que les banques centrales commencent à réduire les taux d'intérêt en raison de la baisse de l'inflation, le leadership devrait se déplacer vers le marché des actions.

Stephen Takacsy

Matthew Kaszel

Olivier Tardif-Loiselle

Tony Boeckh

*La stratégie de revenu fixe canadien LAM s'est classée au 6e rang dans l'Univers des revenus fixes plus canadiens pour 2022 et s'est également classée dans le 1er quartile pour les périodes de 1 an, 2 ans, 3 ans, 4 ans, 5 ans, 7 ans et 10 ans, dans le rapport de performance institutionnel de Global Manager Research daté du 31 décembre 2022.

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.