



## LETTRE DU 2ÈME TRIMESTRE 2022

15 juillet, 2022

Le 2e trimestre 2022 a de nouveau été marqué par une extrême volatilité, tant les marchés des actions que les titres à revenu fixe ont subi de fortes baisses. Les effets secondaires de la pandémie, notamment les déséquilibres entre l'offre et la demande, les pénuries de main-d'œuvre et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, exacerbées par l'attaque de la Russie contre l'Ukraine, ont fait grimper les taux d'inflation beaucoup plus rapidement que prévu, incitant les banques centrales à relever les taux d'intérêt de manière plus agressive pour supprimer la demande. Cela a exercé une pression énorme sur les valorisations des actions et les prix des obligations.

Les indices boursiers S&P500 et NASDAQ ont plongé de -16.1% et -22.3% respectivement au cours du trimestre, terminant en baisse de -20% et -29.2 % depuis le début de l'année et marquant l'un des pires débuts d'année jamais enregistrés pour les actions américaines depuis 1970. L'Europe, l'Extrême-Orient et les marchés émergents ont reculé respectivement de -11.4%, -10.4% et -8.4% au cours du trimestre, et sont en baisse de -18.7%, -16.5% et -15.7% depuis le début de l'année, en dollars canadiens. Les obligations ont enregistré des résultats presque aussi décevants, l'indice FTSE Canada Universe Bond Index ayant reculé de -5.7% au cours du trimestre et de -12.2% depuis le début de l'année, tandis que l'indice obligataire américain de référence a reculé de -4.7% au cours du trimestre et de -10.4% depuis le début de l'année. Les marchés obligataires étant en voie d'enregistrer la pire performance de leur histoire, il n'y a pas eu d'endroit où se cacher...

### **ACTIONS CANADIENNES**

Au cours du 2e trimestre, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a baissé de **-12%** avant frais, contre une baisse de -13.2% pour le rendement total de l'indice composé TSX. Notre surperformance est principalement due à notre faible exposition aux secteurs cycliques tels que les matériaux et les services financiers qui ont baissé de -24% et -13.9% respectivement, ainsi qu'en évitant les secteurs sensibles aux taux d'intérêt tels que les *REIT* qui ont baissé de -18.4%. Nous avons réussi à obtenir ces résultats malgré notre faible exposition au secteur canadien de l'énergie, qui a augmenté de 2.7% au cours du trimestre. Depuis le début de l'année, nous sommes en baisse de -12.5%, contre -9.9% pour le TSX, en grande partie en raison de notre faible pondération dans le secteur de l'énergie, qui a augmenté de +26.2%. Notre faible exposition au pétrole et au gaz ainsi qu'aux produits de base tels que l'or, les mines et les métaux et d'autres secteurs « cycliques », alors que l'on s'attend à un ralentissement de l'économie mondiale. Ceci nous a particulièrement bien servi en juin et jusqu'à présent en juillet.

Parmi nos principaux contributeurs au cours du trimestre, citons le producteur d'énergie renouvelable **Boralex**, qui a remporté de grands projets solaires dans l'État de New York, la société d'emballage nord-américaine **Winpak** et le détaillant à rabais **Dollarama**. Plusieurs de nos nouveaux titres ont également généré des rendements positifs, notamment la compagnie d'assurance **Definity Financial** et le plus grand fabricant de vitamines et de suppléments du Canada, **Jamieson Wellness**. Nos principaux détracteurs comprenaient des sociétés qui ont généré des résultats records, comme le fabricant d'équipement agricole **Ag Growth**, le transporteur de fret aérien à croissance rapide **Cargojet**, le fabricant d'équipement d'accessibilité à domicile et de manutention des patients **Savaria**, et la plus importante pharmacie institutionnelle du Canada **CareRx**, ainsi que les banques **TD** et **BMO**.

Pour quantifier l'ampleur et la portée du déclin boursier de cette année, **Shopify**, brièvement la société avec la plus grande capitalisation boursière au Canada, a vu le cours de son action plonger de près de 80%. De plus, près des trois quarts des sociétés inscrites au TSX ont vu leurs actions chuter de 20% ou plus. Compte tenu de la volatilité et de l'incertitude économique à venir, notre stratégie demeure de viser une grande diversification dans des secteurs non cycliques et non sensibles à l'économie, qui résistent à la récession, tout en bénéficiant de fortes tendances à long terme comme le vieillissement démographique, la numérisation des entreprises, les dépenses d'infrastructure et la transition vers des énergies propres. Nous avons également profité de la faiblesse du marché pour ajouter des sociétés de grande qualité à des prix attractifs, ce qui devrait contribuer à générer de solides rendements à long terme. Nous considérons le Canada comme l'un des marchés les plus sûrs et les plus attractifs pour investir, compte tenu de son faible taux de chômage, du niveau élevé de l'épargne personnelle, de sa richesse en ressources naturelles, sa forte devise, et de son rôle clé pour aider l'Europe à mettre fin à sa dépendance vis-à-vis de la Russie.

## **ACTIONS AMÉRICAINES**

Au cours du 2e trimestre, notre portefeuille américain a reculé de **-11.8%**, contre -16.1% pour le rendement total du S&P 500. Depuis le début de l'année, nous sommes en baisse de **-16.1%** contre -20% pour le S&P500. Notre forte surperformance au cours du trimestre est due à la surpondération de secteurs défensifs tels que les soins de santé et les biens de consommation de base, qui ont beaucoup moins baissé que le marché en général. Les contributions positives dans notre portefeuille ont été générées par des sociétés comme **Eli Lilly, United Health Group et Colgate Palmolive**. Le prix des actions de **T-Mobile** est également reparti à la hausse au cours du trimestre en raison du caractère défensif de la compagnie en tant qu'opérateur de téléphonie mobile et du fait qu'elle soit un des principaux acteurs de la 5G aux États-Unis. Sans surprise, nos principaux détracteurs ont été les titres de consommation discrétionnaire tels qu'**Amazon, Booking Holdings et Ross Stores** (vendus depuis), les titres dans le secteur financier comme **JP Morgan Chase et Fifth Third Bancorp**, et les sociétés technologiques comme **Microsoft, Alphabet, Cisco** et **Paypal**.

Au cours du dernier trimestre, nous avons initié une position dans **FedEx**, qui depuis fait l'objet d'un actionnaire activiste qui voit la même valeur que nous. La société dispose d'un précieux réseau de transport et de logistique de bout en bout qui contrôle le « dernier kilomètre » (c'est-à-dire la livraison au consommateur final), mais qui n'a pas été géré de manière optimale. Nous voyons un bon potentiel pour des meilleurs résultats futures en mettant en œuvre de meilleures efficacités opérationnelles et en réalignant les intérêts entre la direction et les actionnaires. En conséquence, la rémunération des dirigeants a été modifiée, de nouveaux membres du conseil d'administration ont été nommés et le dividende a été augmenté de plus de 50%. Nous avons également racheté des actions d'**Activision** qui se négocient avec un escompte de 20% par rapport au prix de rachat proposé par Microsoft. Alors que Microsoft deviendrait la troisième plus grande société de jeux vidéo au monde, nous ne pensons pas que cette transaction pose des problèmes de concurrence, car le jeu vidéo est un secteur de contenu à succès comme l'industrie cinématographique, et le risque de ne pas obtenir les autorisations réglementaires nécessaires est donc faible.

Comme nous sommes toujours dans un environnement incertain, où la Réserve fédérale relève les taux d'intérêt, nous nous attendons à une volatilité continue du marché et continuons donc à garder un niveau élevé de liquidités pour les occasions intéressantes qui se présentent.

## REVENU FIXE

Le 2e trimestre a également été difficile pour les actifs à revenu fixe. Le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** a terminé le trimestre avec un rendement négatif brut de **-5.1%** contre -5.7% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada et -5.1% pour l'indice obligataire hybride. Pour l'année 2022, le fonds reste largement supérieur à l'indice de référence avec un rendement de **-8.1%** contre -12.2% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada et -10.6% pour l'indice obligataire hybride. Les données d'inflation persistante, combinées à un fort marché de l'emploi, ne laissent guère d'autre choix aux banques centrales que d'adopter des discours ainsi que des mesures de politique monétaire très restrictives. Dans ce contexte, les taux d'intérêt ont continué d'augmenter et les écarts de crédit se sont élargis, ce qui explique en grande partie la performance négative des marchés obligataires mondiaux.

Il n'est pas surprenant que tous les titres de notre portefeuille à revenu fixe aient subi un impact négatif, mais ceux qui se sont le moins dépréciés sont les instruments de meilleure qualité, comme les obligations gouvernementales, et ceux dont l'échéance est plus courte, comme **Ford Credit Canada 3.742%**. Dans nos détracteurs on retrouve les obligations de sociétés à plus long terme, comme **Telus 4.85%** et celles émises par **Vidéotron**, une filiale de Quebecor considérée comme l'acheteur probable des actifs sans fil de Freedom Mobile dans le cadre de l'acquisition de Shaw Communications par Rogers, qui aura pour effet d'augmenter son levier.

Pour la suite, il sera important de surveiller les données économiques qui dicteront une fois de plus l'agressivité avec laquelle les banques centrales resserreront leur politique monétaire. Il sera également intéressant de surveiller les anticipations d'un probable ralentissement économique et les secteurs qui seront les plus touchés (logement, consommation discrétionnaire...). En revanche, l'environnement favorable à l'emploi et les prix élevés des matières premières sont bénéfiques à l'économie canadienne et pourraient permettre un atterrissage en douceur au niveau national. Le comportement des écarts de crédit sera intéressant à surveiller, comme nous l'avons mentionné dans le passé, ils étaient dispendieux compte tenu des hausses de taux qui étaient anticipées. Avec la récente hausse rapide des taux d'intérêts, combinée à l'élargissement des écarts de crédit, les obligations de sociétés sont beaucoup plus attrayantes maintenant, surtout sur la base du rendement courant. En fait, le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** offre actuellement un rendement moyen à l'échéance très intéressant de 5.8% avec une durée de seulement 4 ans. Nous continuons également à investir les entrées de fonds et les maturités dans des actions privilégiées à taux révisable avec planchers qui offrent une bonne protection contre la hausse ou la baisse des taux, tout en offrant des rendements intéressants et un gain potentiel en cas de rachat par l'émetteur.

## PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Nous pensons que les pressions inflationnistes montreraient des signes clairs d'atténuation avant la fin de l'année en raison des restrictions monétaires imposées par la Banque du Canada et la Réserve fédérale. Les déficits budgétaires au Canada et aux États-Unis ont diminué de façon spectaculaire et, par conséquent, quelques causes majeures de l'inflation actuelle élevée, soit une stimulation monétaire excessive et des déficits budgétaires massifs, ont été éliminés. Les taux d'inflation publiés dans les deux pays, en raison des décalages temporels, sont encore extrêmement élevés, et la politique restera axée sur le retour durable de l'inflation des prix à un niveau cible de 2%. Les deux banques centrales se concentrent sur les marchés du travail qui sont encore très tendus. Historiquement, l'inflation ne baisse que lorsque le marché de l'emploi se relâche. Malheureusement, les données sur le chômage et l'inflation publiée sont des indicateurs retardés, ce qui augmente le risque d'un ralentissement économique. Mais c'est une condition nécessaire pour faire baisser l'inflation. Il y aura donc probablement une baisse à court terme des bénéfices des entreprises et d'éventuelles pertes d'emplois. Toutefois, l'impact sur les cours boursiers serait probablement atténué, car la perspective d'une baisse de l'inflation va compenser et les actions ont déjà subi une correction importante.

Les investisseurs doivent se concentrer sur l'avenir, et non sur les nouvelles du jour. Les marchés sont tournés vers l'avenir à un horizon d'environ six mois et, au cours des dernières semaines, certains développements positifs ont été observés. Les mesures des attentes d'inflation basées sur le marché pour un horizon de deux à cinq ans ont commencé à baisser fortement. L'indicateur cinq ans, par exemple, est récemment passé d'environ 2.6% à environ 1.8%, ce qui est inférieur à l'objectif de la Fed. L'indicateur deux ans est passé de 5% à environ 3.3%. Il s'agit d'une évolution importante car elle suggère que nous nous rapprochons assez rapidement du point où nous pouvons nous attendre à ce que l'inflation publiée (et les rendements) commence à retomber à des niveaux plus normaux. Déjà, le rendement des obligations gouvernementales 10 ans dans les deux pays semble avoir atteint un sommet cyclique et est maintenant sur une pente descendante. Si elle se prolonge, la faiblesse de l'économie renforcera cette tendance à la baisse, ce qui serait également une bonne nouvelle pour les investisseurs en obligations.

En résumé, l'évolution de la situation économique laisse entrevoir la probabilité d'une baisse continue des taux d'intérêt à long terme, les prévisions d'inflation ayant sensiblement diminué. Cela laisse présager la fin des restrictions monétaires et un pic des taux d'intérêt à court terme avant la fin de l'année, ce qui ferait pencher la balance en faveur d'un « atterrissage en douceur » et d'une amélioration des cours des actions. Même si les prix des matières premières, y compris l'énergie, ont fortement chuté par rapport aux récents sommets, ils sont encore bien supérieurs à la moyenne de ces dernières années. Les prix élevés des matières premières sont un avantage net pour l'économie canadienne. En outre, le dollar canadien est bon marché, ce qui joue un rôle important dans l'augmentation massive de l'excédent commercial du Canada avec les États-Unis.

## **NOMINATIONS**

Nous sommes heureux d'annoncer la nomination de deux nouveaux membres au sein de notre équipe de gestion de portefeuille. Matthew Kaszel nous a récemment rejoint en tant que gestionnaire de portefeuille des actions canadiennes et américaines, après avoir travaillé pendant 9 ans dans une société de gestion d'investissement établie en tant que gestionnaire de portefeuille et analyste de recherche couvrant les actions nord-américaines et mondiales. Il est diplômé de la John Molson School of Business et détient le titre d'analyste financier agréé (CFA). Samuel Desrochers, récemment diplômé de l'Université de Sherbrooke avec une maîtrise en finance et candidat au niveau 3 du CFA, s'est également joint à nous en tant qu'analyste de recherche.

**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.