

LETTRE DE FIN D'ANNÉE

29 janvier 2025

L'année dernière, notre vision d'un scénario « boucle d'or », dans lequel la désinflation se produit dans une économie en croissance tandis que les banques centrales baissent les taux d'intérêt, s'est avérée exacte. Cela s'est traduit par d'excellents rendements pour nos investisseurs dans nos stratégies d'actions et de titres à revenu fixe. Alors que la plupart des marchés boursiers se sont redressés en 2024, une poignée de titres dans le secteur technologie américaines « MAG7 » ont tiré les indices américains et mondiaux, tandis que la plupart des actions et des marchés étrangers ont généré des rendements modestes. En ce qui concerne les obligations, les échéances les plus courtes ont fortement progressé en raison de la baisse de l'inflation et des réductions de taux des banques centrales, comme nous l'avions prévu. Les obligations à plus long terme ont progressé plus modestement, puis les taux de rendements d'obligations 10 ans restant obstinément élevés dans un bras de fer entre une inflation plus faible et une croissance économique américaine plus forte combinée à un faible taux de chômage.

Notre anticipation de générer des rendements similaires à ceux des actions avec un faible risque dans le cadre de notre stratégie à revenu fixe s'est avérée justifiée. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, l'environnement post-pandémique d'inflation élevée a créé une opportunité unique pour les investisseurs de bénéficier de rendements élevés sur les titres à revenu fixe, et nous en avons pleinement profité. Notre Fonds à revenu fixe canadien a connu une autre année très solide en 2024, avec un rendement brut de +11.4%, bien supérieur au rendement de +4.2% de l'indice obligataire universel canadien et bien au-dessus des rendements des CPG. Après avoir reçu plusieurs prix Top Performer de Global Manager Research (GMR) au cours des dernières années, notre stratégie LAM Canadian Fixed Income s'est classée une fois de plus dans le premier quartile des gestionnaires de titres à revenu fixe au Canada.

En ce qui concerne les actions, nous avons réalisé un rendement de plus de 20% pour notre fonds d'actions canadiennes LAM et de plus de 17% pour notre stratégie d'actions américaines. Au cours de l'année, nous avons également lancé avec succès le premier Fonds mondial pour la biodiversité au Canada, bénéficiant de fortes tendances environnementales pour protéger et restaurer la nature, qui a généré des rendements à deux chiffres. L'année 2025 a commencé par une volatilité élevée des actions surachetées dans le domaine de l'intelligence artificielle, avec l'annonce récente d'outils concurrents à bas prix développés en Chine. Il convient de noter que nous sommes peu exposés à ce secteur et que nos portefeuilles ne sont pas vulnérables à une telle volatilité.

ACTIONS CANADIENNES

Pour le 4^{ième} trimestre 2024, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a généré un rendement brut de **+2.2%** contre +3.8% pour le rendement total de l'indice composite TSX incluant les dividendes. Notre sous-performance s'explique par notre plus faible pondération dans le secteur financier qui a progressé de +6.6% et par le fait de ne pas détenir Shopify qui a contribué à lui seul à la performance du TSX à hauteur de +1.5%. Nos principaux contributeurs ont été le leader de la technologie spatiale **MDA Space**, **High Liner Foods**, **TECSYS**, **BMO** et **Enbridge**. Les titres qui ont perdu du terrain sont **Boral**, producteur d'énergie renouvelable, **Pollard Banknote** et **Telus**. Au cours du trimestre, nous avons ajouté à notre exposition dans **EQB** et **CN Rail**, et racheté deux titres de qualité sur lesquels nous avions précédemment pris des bénéfices, à savoir le fabricant de poteaux électriques et de traverses de chemin de fer **Stella Jones** et le fournisseur de solutions d'intelligence artificielle pour la chaîne d'approvisionnement **Kinaxis**.

Pour 2024, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a progressé de **+20.9%** contre +21.7% pour le rendement total de l'indice composite TSX. Notre légère sous-performance est due à notre plus faible pondération dans le secteur financier, à l'absence d'exposition à l'or et au fait que nous ne détenons pas Shopify, qui a ajouté +1.9% au rendement du TSX. Néanmoins, nous avons suivi le rythme du marché grâce aux solides contributions d'un groupe diversifié de

sociétés, dont **MDA Space**, **Definity Financial**, **Canadian Western Bank**, **TECSYS**, **Element Fleet**, **WSP Global** et **Dollarama**. De plus, **MDF Commerce** et **Park Lawn**, toutes deux acquises par des sociétés de capital-investissement au cours de l'année moyennant des primes importantes, ont contribué de façon significative à notre rendement. Les titres qui ont perdu du terrain sont **Pollard Banknote**, **Quarterhill**, **CN Rail**, **Boralex**, **Pet Valu** et **Telus**.

Nous continuons à adopter une approche disciplinée en étant bien diversifiés par secteur et en minimisant l'exposition aux entreprises du secteur des ressources naturelles afin de réduire la cyclicité et la volatilité. Cela nous a permis de générer un rendement annualisé d'environ 10% depuis plus de 18 ans, avec un risque inférieur à celui du marché. En ce qui concerne les tarifs américains, notre portefeuille devrait être relativement à l'abri car nous sommes peu exposés aux exportateurs vers les États-Unis et la plupart de nos positions sont soit des entreprises nationales, soit elles ont des usines de fabrication aux États-Unis, soit elles ont des produits exemptés de droits de douane tels que ceux approuvés par la FDA ou ce sont des entreprises de services. Cela étant dit, nous sommes prêts à faire face à une plus grande volatilité au cours de l'année à venir et nous en profiterons pour acheter de bonnes entreprises à des valeurs plus attrayantes.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du 4^{ième} trimestre, notre stratégie d'actions américaines a reculé de **-1.1%** sur une base brute, contre une performance de +2.4% pour l'indice S&P 500 Total Return. Notre sous-performance est principalement due à notre faible exposition aux titres du secteur technologie liées à l'IA et aux banques, ainsi qu'à notre surpondération dans le secteur industriel, qui ont été à la traîne en décembre. Il convient toutefois de noter que l'indice S&P 500 équilibré, une mesure plus équilibrée des 500 actions de l'indice, a reculé de -1.9% au cours du trimestre, ce qui témoigne de la faible performance globale du marché.

Nos principaux contributeurs pour le trimestre comprenaient **Amazon**, qui a bénéficié de l'augmentation du nombre de membres Prime, de l'augmentation de la taille des paniers et des vents favorables de l'IA dans son activité de cloud AWS, **Booking Holdings** a vu une forte demande dans sa plateforme de voyage en ligne, et **Williams Companies** qui a augmenté ses prévisions dans ses projets d'infrastructure énergétique et est bien positionné pour capitaliser sur l'augmentation de la production d'énergie aux États-Unis. Parmi nos détracteurs, on retrouve la société d'assurance dommages **Arch Capital**, qui a dû faire face à des coûts accrus en raison de pertes plus importantes liées à des catastrophes, et **Eli Lilly**, qui, bien qu'ayant enregistré une forte croissance de ses médicaments contre le diabète de type 2 et l'obésité, Mounjaro et Zepbound, n'ont pas répondu aux attentes élevées après un parcours exceptionnel au cours duquel nous avons pris quelques bénéfices.

Au cours du trimestre, nous avons initié une position dans **Uber Technologies**. Uber s'est transformée en une société technologique de transport en commun très rentable avec des services de livraison de nourriture et de fret en expansion. La société devrait faire passer son BAIIA de 2 milliards de dollars en 2023 à plus de 6 milliards de dollars en 2024 et 8 milliards de dollars en 2025. Les moteurs de la croissance comprennent une plus grande pénétration du marché géographique, les abonnements à Uber One et de nouvelles offres de services, associées à des coûts d'assurance plus faibles. Les marges devraient continuer à augmenter à mesure que l'entreprise poursuit sa montée en puissance. Avec un flux de trésorerie disponible robuste, nous prévoyons qu'Uber commencera à racheter agressivement ses actions, d'autant plus que l'action a sous-performé le S&P 500 et se négocie à une valorisation attrayante par rapport à d'autres titres technologiques.

Pour 2024, notre stratégie américaine a dégagé un rendement brut de **+17.1%**, contre un gain de +25% pour l'indice S&P500 Total Return. Notre sous-performance s'explique par notre moindre exposition aux méga-capitalisations technologiques (MAG7) qui ont largement contribué à la forte hausse du marché. La dispersion des rendements entre ces quelques actions et le reste du marché est particulièrement évidente dans le fait que l'indice S&P 500 équilibré n'a progressé que de +13% sur l'année, un écart significatif qui met en évidence la dépendance d'un petit groupe d'entreprises à l'égard des performances du marché. C'est la deuxième année consécutive que le marché

américain enregistre des rendements annuels de plus de +20%, en grande partie grâce à ce même petit groupe d'actions dont la pondération dans les principaux indices est désormais disproportionnée. Nous pensons que cette situation rend les marchés d'actions américains vulnérables à une correction potentielle due aux attentes exagérées des actions MAG7 richement valorisées, ce qui suggère que des stratégies plus diversifiées comme les nôtres devraient surperformer à l'avenir.

ACTIONS MONDIALES

Au 4^{ème} trimestre, le **Fonds Biodiversité Mondiale Lynx** a reculé de **-2.7%** en données brutes, par rapport au MSCI World Index Total Return qui a progressé de +6.4% en incluant les dividendes en dollars canadiens. Notre sous-performance est principalement due à notre manque d'exposition aux valeurs du MAG7 qui ont généré plus de la moitié de la performance de l'indice, ainsi qu'aux valeurs technologiques liées à l'IA et aux banques américaines qui se sont redressées après la victoire de Trump aux élections. Il convient de noter que l'indice MSCI World équi pondéré a reculé de -4.6% en dollars américains, soulignant l'impact massif d'un petit nombre de méga-entreprises américaines sur la performance de l'indice, alors que la plupart des autres titres ont fortement baissé. Nos résultats ont également été affectés par la faiblesse des marchés européens sur lesquels nous sommes surpondérés et par la baisse de l'euro.

Nos principaux contributeurs au cours du trimestre ont été **Trimble** (technologie de positionnement global et de capteurs), qui a fourni des résultats exceptionnels soutenus par une augmentation de 14% des revenus récurrents et une amélioration des perspectives, **CECO Environmental** (solutions industrielles pour l'air et l'eau) qui, bien que rapportant des résultats mitigés, s'est fortement redressé après les élections, et **AECOM** (ingénierie et conseil) qui a fourni des perspectives optimistes pour 2025 pour les projets d'infrastructure, en particulier dans son activité « Water & Advisory », un segment en croissance avec des marges supérieures. Nos principaux détracteurs ont été **DSM-Firmenich** et **Croda** (deux sociétés d'ingrédients durables) et **Novonosis** (enzymes et solutions biologiques basées sur la culture), bien que chaque société ait annoncé une croissance organique positive, une amélioration des volumes et des perspectives stables. Nous avons augmenté notre position dans ces trois sociétés, estimant que la vente de ces leaders mondiaux européens était exagérée et représentait une réaction instinctive à la menace des droits de douane américains.

Au cours du trimestre, nous avons ajouté **Nederman**, un leader mondial des solutions technologiques environnementales axées sur la filtration de l'air industriel. La société fournit des systèmes conçus pour capturer, filtrer et recycler les polluants atmosphériques, les poussières et les fumées générés par les processus industriels, réduisant ainsi les émissions nocives qui peuvent avoir un impact négatif sur les écosystèmes naturels. La plateforme technologique de Nederman, *Insight*, est actuellement déployée à l'échelle mondiale et permet aux clients de surveiller les paramètres clés de conformité et d'efficacité tout en accélérant le remplacement des pièces sous-performantes, ce qui génère des marges plus élevées pour les ventes sur le marché secondaire.

Depuis sa création le 12 février 2024, le Fonds a dégagé un rendement brut de **+10.5%**, contre +23% pour l'indice MSCI World Total Return, en dollars canadiens. Bien que nous ayons été à la traîne de l'indice, il convient de noter que la sous-performance s'est produite entièrement au cours du quatrième trimestre, puisque nous étions en avance sur l'indice jusqu'au 30 septembre. Notre rendement a également été obtenu bien que le Fonds ne fût pas pleinement investi en moyenne à cause des entrées de fonds constantes et sans détenir aucune des actions du MAG7, qui ont contribué pour plus de 50% au rendement de l'indice au cours de la période. Nous sommes néanmoins heureux d'avoir terminé l'année inaugurale de notre nouvelle stratégie mondiale avec des rendements à deux chiffres.

Depuis la réélection de Donald Trump, l'indice S&P500 Clean Energy Index affiche une baisse vertigineuse de -13.5% au moment de la rédaction de cette lettre, tandis que notre fonds affiche une hausse de **+1.2%**. Avec plus de 525 milliards de dollars US investis dans les fonds d'énergie propre et de climat puis seulement environ 4 milliards de

dollars US investis dans les fonds de biodiversité basés sur la nature, nous voyons une opportunité plus grande que jamais pour un changement de paradigme par les investisseurs vers des thèmes écologiques moins « politisés » tels que les nôtres.

REVENU FIXE

Alors que le ton du marché était généralement positif, le dernier trimestre de 2024 a été marqué par un mois de décembre difficile. Les taux de rendements obligataires, en générale, ont augmenté, entraînant une baisse des prix des obligations, mais notre positionnement en durée plus court et avec un rendement courant plus élevé, nous ont été bénéfiques. Nous sommes très fiers de la performance du **Fonds à revenu fixe canadien LAM** au cours du trimestre, qui a généré un rendement brut positif de **+1.7%**, alors que l'indice obligataire universel FTSE Canada a perdu -0.04 %. La victoire électorale de Donald Trump a été perçue comme positive pour les actifs plus risqués tels que les titres technologiques, les crypto-monnaies et les écarts de crédit, mais le marché anticipe désormais des politiques fiscales plus inflationnistes et du protectionnisme. Cela a entraîné une hausse rapide des rendements obligataires, car le marché s'attend à ce que les taux d'intérêt soient plus élevés que prévu. Sans surprise, le marché canadien a suivi le marché américain en sympathie, malgré une dichotomie marquée entre les deux économies. Pour le quatrième trimestre, nos principaux contributeurs ont été les actions privilégiées d'émetteurs tels que **Brookfield** et **Altagas**, et les actions à dividendes élevés telles qu'**Enbridge**. De plus, plusieurs de nos obligations hybrides, comme la **Banque Laurentienne 5.3% 2081/2026** et **Enbridge 6.625% 2084/2033**, se sont appréciés.

Pour l'ensemble de l'année 2024, nous avons largement surpassé tous les indices de référence à revenu fixe avec un rendement brut de **+11.4%**, l'indice obligataire universel FTSE Canada n'ayant été à la hausse que +4.2% et l'indice obligataire hybride Canada +8.7%. Notre excellente performance est due en partie à nos actions privilégiées avec des « planchers » ou des « taux de réinitialisation » élevés. En effet, l'indice des actions privilégiées canadiennes a été l'une des classes d'actifs les plus performantes en 2024 (comme en 2023), avec un rendement de plus de +25%. Notre performance a également bénéficié de la durée plus courte de nos obligations à haut rendement et de notre exposition aux dettes hybrides, comme **Pembina 4.8% 2081/2030** et **Algonquin 5.25% 2082/2031**, qui ont toutes deux progressé de plus de +10% au cours de l'année.

Pour 2025, nous restons optimistes sur les actifs canadiens à revenu fixe, étant donné les taux de rendements toujours élevés des obligations et des actions privilégiées par rapport à l'inflation, qui est maintenant inférieure à 2%. En ce qui concerne le risque de récession dû aux droits de douane américains, les obligations devraient constituer une valeur refuge si les prévisions de croissance et les niveaux futurs des taux directeurs sont revus à la baisse. Toutefois, il est important de noter que les écarts de crédit se situent à des niveaux historiquement bas. La sélection des titres reste donc très importante dans l'environnement actuel et nous devons rester attentifs aux données économiques et aux événements géopolitiques susceptibles de créer de la volatilité. Il est également important de noter que l'économie canadienne est plus sensible à la hausse des taux en raison de la plus grande dépendance des consommateurs à l'égard de la dette hypothécaire et du taux de chômage plus élevé. L'annonce d'éventuels droits de douane américains et la faiblesse de notre monnaie entraînent leur lot de défis pour la Banque du Canada, d'autant plus qu'un changement de gouvernement semble imminent, ce qui ajoute à l'incertitude économique.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

À l'aube de 2025, l'économie nord-américaine repose sur des bases solides, mais la marge d'incertitude s'est élargie, ce qui affectera naturellement les marchés financiers. Plusieurs facteurs sont en jeu et pourraient ne pas être résolus avant un certain temps. Cependant, nous pensons que, dans l'ensemble, les événements évolueront positivement et nous restons optimistes quant aux actions et aux obligations canadiennes. Les politiques américaines, nationales et internationales sont au cœur de l'actualité et leur évolution aura une incidence sur la volatilité. Les menaces de tarifs douaniers de Trump sont réelles et pourraient avoir un effet néfaste sur l'économie canadienne et certains secteurs, ainsi que sur le reste du monde. Cependant, Trump est très transactionnel et se concentre sur le maintien d'une

économie et d'un marché boursier américains forts. La réalité amènera la nouvelle administration américaine à faire preuve de pragmatisme et les résultats des négociations commerciales seront probablement plus modestes que ce qu'affirment les marchands de peur. Jusqu'à ce qu'un accord soit conclu, la confiance sera affectée, d'autant plus que le Canada a un excédent commercial avec les États-Unis. Bien qu'il soit plus modeste que ce qu'affirme Trump, une grande partie de cet excédent provient des exportations canadiennes d'énergie vers les États-Unis et Trump s'est engagé à augmenter l'offre d'énergie. Dans les négociations commerciales à venir, le Canada a de nombreuses cartes à jouer qui devraient atténuer la rhétorique américaine selon laquelle « le Canada vole des milliards de dollars aux États-Unis ».

Sur le plan politique intérieur, la démission du Premier ministre Trudeau est considérée comme très positive pour l'économie et les marchés financiers. Le niveau de vie par habitant au Canada, converti en dollars américains, est à peu près le même qu'il y a 15 ans. Les performances du marché boursier canadien ont reflété cette piètre performance économique. Le gouvernement Trudeau s'est montré hostile aux entreprises et à la croissance, les déficits ont été énormes, la réglementation s'est intensifiée et le dollar canadien est resté chroniquement faible. Le taux de chômage est de 6.7%, contre 4.1% aux États-Unis, en partie à cause du taux élevé d'immigration et de la croissance de la population active, qui devraient soutenir une inflation plus faible, mais qui ont joué un rôle important dans l'augmentation des prix de l'immobilier. La bonne nouvelle est qu'un changement de gouvernement entraînera probablement un environnement plus positif pour l'économie canadienne et pour le marché boursier, qui est bon marché par rapport aux États-Unis. L'inflation étant bien maîtrisée et inférieure à l'objectif de la Banque du Canada, il existe une grande marge de manœuvre pour faire baisser les taux d'intérêt, ce qui est bon pour les actions et les obligations. Le dollar canadien a atteint des niveaux records récemment, en raison d'une combinaison de politiques économiques médiocres, de la crainte des tarifs douaniers de Trump et de différentiels de taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis en raison d'une inflation plus élevée et d'une croissance plus forte dans ce pays. En conséquence, on a de plus en plus l'impression que la Fed pourrait retarder la poursuite de l'assouplissement. Cela pourrait maintenir le dollar canadien à un niveau considéré comme bon marché. Les actifs canadiens sont attrayants pour les investisseurs étrangers et les flux d'investissements étrangers devraient continuer à être importants.

Les taux d'intérêt canadiens restent bien inférieurs à ceux des États-Unis en raison d'une inflation plus faible et d'une économie moins performante. Au cours des derniers mois, le rendement des obligations gouvernementales américaines 10 ans a augmenté de plus de 100 points de base pour atteindre 4.8% le 14 janvier. La chute de prix des obligations américaines a été provoquée par la crainte que les politiques économiques de M. Trump soient inflationnistes et accroissent le déficit budgétaire et le ratio dette/PIB déjà considérables des États-Unis. La réaction négative des marchés obligataires est déjà en train de s'inverser (le rendement des obligations américaines à 10 ans est maintenant d'environ 4.5%), et nous prévoyons que le rendement des obligations gouvernementales canadiennes 10ans reviendra sous la barre des 3%, comme c'était le cas auparavant. Dans l'ensemble, nous pensons que les investisseurs devraient s'attendre à une économie nord-américaine solide en 2025 et à des marchés financiers positifs. Il est probable que la volatilité augmente en raison de l'incertitude politique dans les deux pays, mais nous nous attendons à ce que la plupart des conflits soient résolus de manière positive au cours de l'année.

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, le Fonds à revenu fixe canadien LAM, et le Fonds Biodiversité Mondiale Lynx (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.