

1^{er} TRIMESTRE 2025

24 avril 2025

Le 1^{er} trimestre 2025 a été marqué par des mesures de politique intérieure et internationale sans précédent du gouvernement américain, entraînant le chaos et l'incrédulité dans le monde entier. En conséquence, les marchés financiers mondiaux ont été très volatils en raison de l'incertitude géopolitique et macroéconomique causée par Donald Trump et son administration. En particulier, ses propos acerbes à l'encontre des principaux alliés et partenaires commerciaux des États-Unis et son comportement de plus en plus erratique, encore amplifié après le trimestre, sèment la panique parmi les investisseurs. Alors que les marchés européens se sont redressés en partie à cause du niveau de valorisation déjà bas et l'annonce d'une relance monétaire allemande massive, les ventes dans les actions américaines ont touché de plein fouet les valeurs technologiques et le « MAG7 ». Le S&P 500 et le NASDAQ ont perdu respectivement -4.3% et -10.3%, entraînant également dans leur chute la majeure partie du marché canadien, exacerbé par les menaces de tarifs douaniers et d'annexion.

Le sentiment des investisseurs et des consommateurs internationaux se retourne rapidement contre les États-Unis, aussi rapidement que l'administration Trump est devenue soudainement et de manière inattendue hostile envers le reste du monde. Cela provoque non seulement une vente massive d'actions et d'obligations américaines qui s'est intensifiée en avril, mais entraîne également une méfiance à l'égard du gouvernement américain et, en fin de compte, un affaiblissement du rôle de leader et de l'influence de l'Amérique dans les affaires politiques, économiques et sociales du monde entier. Alors que Donald Trump est à la recherche de « l'art de la négociation », il détruit une quantité non quantifiable de la bonne volonté des États-Unis parmi ses anciens alliés, tout en nuisant à sa propre économie. En attendant, nous pensons que le Canada et ses alliés en sortiront beaucoup plus forts.

ACTIONS CANADIENNES

Pour le 1^{er} trimestre 2025, le **Fonds d'Actions Canadiennes LAM** a baissé de **-3.2%** sur une base brute contre une hausse de +1.5% pour le rendement total de l'indice composite TSX. Notre sous-performance par rapport au TSX est principalement due à notre manque d'exposition au secteur aurifère qui a augmenté de plus de 34% et a ajouté +2.4% au rendement du TSX, et à quelques actions de petite/moyenne capitalisation qui ont baissé plus que le marché. Bien qu'il ait baissé au cours du trimestre, il convient de noter que le Fonds a connu un mois d'avril très positif, surpassant largement le TSX au moment de la rédaction de ce rapport.

Nos principaux contributeurs ont été des sociétés défensives à forte capitalisation telles que la société de service publics de gaz **Altagas**, le fournisseur de services de télécommunications **Quebecor**, l'assureur multirisques **Definity Financial** et le détaillant à rabais **Dollarama**. Nos principaux détracteurs étaient surtout des sociétés à petite et moyenne capitalisation possédant des installations de fabrication qui vendent des produits aux États-Unis, comme le fabricant d'équipement agricole **Ag Growth**, le fournisseur de produits d'accessibilité à la maison **Savaria**, le fabricant de vitamines **Jamieson Wellness** et l'imprimeur de billets de loterie **Pollard Banknote**, bien que ces trois derniers aient annoncé des résultats records au cours du trimestre. Comme nous l'avons indiqué à plusieurs reprises au cours des derniers mois, peu de sociétés dans notre portefeuille devraient être affectées par les tarifs douaniers américains ou par un ralentissement de la consommation et, comme nous l'avons mentionné plus haut, le portefeuille a très bien résisté jusqu'à présent en avril. Nous avons également profité de la volatilité à la baisse du marché pour acheter des actions d'entreprises de qualité à des valorisations moins élevées afin de générer des rendements attrayants à long terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du 1^{er} trimestre 2025, notre stratégie américaine a reculé de **-0.6%** en données brutes, contre une performance de **-4.3%** pour l'indice S&P500 Total Return. Notre surperformance relative est due à plusieurs bons résultats individuels au cours du trimestre, et l'approche diversifiée du portefeuille, ce qui a permis de réduire la volatilité à la baisse. Alors que la performance de l'indice de référence a été fortement tirée vers le bas par les « MAG7 » qui représente collectivement 32% de l'indice et a baissé en moyenne de près de 16%, nous avons bénéficié d'une exposition plus faible à ce groupe avec des positions surpondérées dans le secteur de la santé et les services financiers, deux des secteurs les plus performants du trimestre.

Parmi nos principaux contributeurs, citons **CVS Health**, qui a bénéficié de changements favorables dans les tarifs de Medicare Advantage et d'un regain de confiance des investisseurs dans son plan de redressement. **Uber Technologies**, notre position la plus récente, a enregistré de solides résultats trimestriels, ce qui nous a incités à augmenter notre position après une première réaction négative dans le prix de l'action. Peu de temps après avoir augmenté notre position, un grand investisseur institutionnel a révélé une participation importante, soulignant la valorisation attrayante d'Uber. **T-Mobile** a également continué à surperformer, démontrant sa résilience en tant qu'entreprise défensive. Nos principaux détracteurs ont été, sans surprise, **Alphabet**, **Amazon** et **Microsoft**. Ces baisses s'inscrivent dans le cadre de la chute générale des titres à grandes capitalisations dans les valeurs technologiques.

Face à l'incertitude persistante concernant la politique commerciale des États-Unis et l'escalade des tarifs douaniers, nous pensons que notre portefeuille reste bien positionné en raison de sa diversification et de son profil défensif. Nos expositions les plus importantes ont une sensibilité limitée au commerce transfrontalier et, en cas de ralentissement économique, nos positions devraient surperformer en raison de la résistance de leurs modèles d'entreprise. Avec environ 5% de liquidités, nous pouvons profiter des baisses pour ajouter des entreprises saines, qui sont bien protégées des effets des tarifs douaniers et qui se négocient à des valorisations attrayantes.

ACTIONS MONDIALES

Au cours du 1^{er} trimestre de 2025, le **Fonds Biodiversité Mondiale Lynx** a reculé de **-3.3%** sur une base brute, contre **-1.6 %** pour le MSCI World Index Total Return (en dollars canadiens). La chute du marché américain a été principalement motivée par la réaction des investisseurs à l'escalade de la rhétorique tarifaire américaine et à ses implications économiques potentielles, les entreprises de plus petite taille étant les plus touchées. L'indice Russell 2000 Total Return, un bon indicateur de la performance des petites et moyennes capitalisations, a reculé de **-9.4%** (en dollars canadiens). Le Fonds a sous-performé l'indice MSCI à plus forte capitalisation en raison de son exposition d'environ 30% aux petites entreprises et de sa sous-pondération des secteurs défensifs tels que les biens de consommation de base et les services publics.

Parmi les principaux contributeurs, citons la société de distribution d'eau **Veolia** et le prestataire de services de gestion des déchets **Republic Services**, deux positions défensives que nous avons stratégiquement augmentées à la fin de l'année 2024. Ces deux sociétés se sont bien comportées, démontrant la durabilité de leurs activités. **Corteva** a également contribué positivement, grâce à sa plateforme agricole diversifiée et à ses qualités défensives liées à la production alimentaire mondiale. Nos principaux détracteurs incluent **Tetra Tech**, les investisseurs ayant réagi négativement à l'exposition de 10% de son chiffre d'affaires aux contrats de l'USAID. Nous pensons que cette réaction était exagérée car ces contrats représentent des activités à faible marge et nous avons donc renforcé notre position. Bien que **Clean Harbors** ait réalisé de bons résultats dans son segment principal de services environnementaux, le prix a chuté en raison de résultats plus faibles dans sa petite activité plus cyclique d'huile recyclée, qui vise à améliorer la rentabilité. **Ceco Environmental** a également pesé sur notre performance en raison du sentiment général de découragement à l'égard des sociétés à petite capitalisation. Au cours du trimestre, nous avons renforcé plusieurs de nos positions défensives et nous avons abandonné notre modeste position dans le fournisseur de produits agricoles

FMC en raison d'une visibilité réduite et des inquiétudes concernant sa compétitivité et son bilan financier. Dans l'ensemble, nous prévoyons que le portefeuille du Fonds résistera à toute menace de tarifs douaniers ou de ralentissement économique.

REVENU FIXE

Le 1^{er} trimestre 2025 a été marqué par une extrême volatilité dans toutes les classes d'actifs, dont l'environnement macroéconomique et géopolitique a été la cause principale. En particulier, l'annonce par les États-Unis de l'imposition de tarifs importants sur tous les pays, a été le véritable déclencheur. Cela a attiré l'attention des investisseurs sur les perspectives économiques mondiales futures et sur les primes de risque des différentes classes d'actifs. Comme nous l'avons mentionné dans notre précédent commentaire, les taux de rendements obligataires étaient particulièrement attrayants, même si l'on considère que les écarts de crédit corporatifs étaient serrés, offrant aux investisseurs un refuge en cas de mauvaises nouvelles économiques, comme ce fut le cas avec les droits de douane. Nous sommes satisfaits de la performance du **Fonds à revenu fixe canadien LAM**, qui a généré un rendement brut positif de **+2.1%**, alors que l'indice obligataire universel FTSE Canada a généré +2.0% et l'indice obligataire hybride Canada +1.7%. Au cours du trimestre, les taux de rendements obligataires ont chuté sur la quasi-totalité de la courbe des échéances, tandis que les écarts de crédit se sont élargis. Nos principaux contributeurs ont été, sans surprise, les obligations plus longue échéance telles que **Canada 2.75 % 2033** et **Altagas 2.477 % 2030**, dont les prix se sont appréciés. Certains de nos titres à dividendes élevés, comme **Altagas**, ont également progressé, de même que des sociétés de placement immobilier comme **Choice Properties**, qui continuent d'afficher de solides résultats financiers et de démontrer des qualités défensives avec une valorisation bon marché. Malgré notre solide performance depuis le début de l'année, le Fonds offre toujours un rendement à l'échéance attrayant d'environ 5.3%, bien supérieur à l'inflation et aux investissements en CPG, avec une durée de seulement 4.3 ans.

Nous restons positifs à l'égard du marché des titres à revenu fixe, compte tenu des rendements obligataires toujours élevés et de l'élargissement récent des écarts de crédit. De plus, le fait que Trump semble adoucir sa position lorsque les taux de rendements des bons du Trésor américain augmentent laisse penser que les risques de baisse sont limités. En effet, le coût de la dette américaine est une dépense majeure dans le budget des États-Unis. D'ici l'automne, nous devrions avoir une vision plus claire du paysage macroéconomique et géopolitique à l'approche des élections de mi-mandat en 2026. Cela dit, les marchés resteront volatils et la sélection des titres reste primordiale, en privilégiant les entreprises qui sont à l'abri des tarifs douaniers et d'un ralentissement de la consommation, et qui présentent des bilans financiers solides. Au Canada, le marché obligataire suit généralement celui des États-Unis, mais tout impact des tarifs douaniers sur l'économie canadienne poussera la Banque du Canada à réduire davantage ses taux pour stimuler l'économie, et les résultats des prochaines élections canadiennes devraient réduire le niveau d'incertitude.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

L'économie américaine, dont Trump a hérité au début de l'année 2025, faisait l'envie du monde entier. Les taux d'inflation et de chômage étaient faibles et stables, la croissance était bonne, les cours des actions avaient dépassé pratiquement tous les autres marchés du monde depuis des années, l'optimisme des entreprises et des consommateurs quant à l'avenir était élevé. En seulement trois mois, les politiques et la rhétorique abusive de Trump ont brisé cet état d'optimisme. La confiance s'est effondrée face à une forte augmentation des risques, de l'incertitude et du chaos. Les initiés de Washington s'accordent à dire qu'il est impossible de déchiffrer les politiques qui seront proposées ou annulées un jour donné, et encore moins l'issue à long terme des négociations et des guerres commerciales. Personne ne sait si les droits de douane de Trump sont une fin en soi ou s'ils ne sont qu'un moyen de négocier des accords avantageux pour les États-Unis.

Cet environnement rend naturellement impossible l'investissement rationnel à court terme, car l'administration Trump n'est pas rationnelle et ne comprend pas l'impact destructeur des tarifs douaniers. Parce que la situation est si fluide, il est essentiel d'essayer de regarder à travers le chaos et la volatilité et de se concentrer sur des principes d'investissement qui ont fait leurs preuves. Le premier et le plus important est de se concentrer sur la valeur et le long terme. Les entreprises solides et rentables, dont les modèles d'entreprise sont bien protégés et qui ne sont pas fortement corrélées à l'économie, continueront à bien se porter. Deuxièmement, et c'est très important, tous les gouvernements ont des contraintes importantes. Les citoyens et les entreprises détestent l'inflation et l'incertitude. Ils cessent de dépenser et se défoulent dans les isoloirs sur les hommes politiques qu'ils considèrent comme responsables de la dégradation de leur situation financière.

Les politiques tarifaires de Trump sont un retour au mercantilisme médiéval, une idéologie économique basée sur l'importance des exportations par rapport aux importations. Cette idéologie a été réfutée par pratiquement tous les économistes sérieux depuis plus de deux cents ans. Les droits de douane augmentent le niveau des prix mais ne provoquent une inflation continue que si la banque centrale crée une expansion monétaire persistante pour contrer les effets négatifs. Au fil du temps, les droits de douane réduisent l'efficacité de l'économie et entraînent une baisse de la richesse et des revenus, ce qui appauvrit la population. C'est ce que l'on comprend de mieux en mieux et c'est la raison pour laquelle l'opposition aux droits de douane de Trump est de plus en plus forte. Malheureusement, Trump s'appuie principalement sur des conseillers qui n'ont aucune compréhension économique sérieuse et qui lui disent ce qu'il veut entendre. Le libre-échange, qui permet une spécialisation mondiale, accroît la richesse nationale, augmente les revenus nationaux et fait baisser les prix. Des droits de douane élevés dans la chaîne d'approvisionnement hautement complexe d'aujourd'hui réduiront les revenus et augmenteront les niveaux de prix. Il en résulterait une « stagflation ». Les marchés boursiers et obligataires ont naturellement réagi négativement aux droits de douane de M. Trump parce qu'ils constituent une mauvaise politique et risquent de déclencher une guerre commerciale mondiale de grande ampleur. La hausse des taux de rendements obligataires sur le marché des bons du Trésor américain, en particulier, commence à l'obliger à se retirer, car le coût du service de la dette publique américaine monte en flèche.

Tous les gouvernements sont confrontés à un moment ou à un autre à des contraintes majeures. Les Républicains doivent être conscients des deux périodes précédentes de hausses tarifaires majeures par les Républicains - le tarif McKinley de 1890 et le tarif Smoot - Hawley de 1930. Les deux ont conduit à un massacre républicain lors des élections suivantes. Le point important pour les investisseurs est que le chaos actuel est très fluide. Il est peu probable que Trump et les Républicains soient aussi autodestructeurs. Soit Trump pliera sous la crainte croissante d'une destruction majeure des richesses et des revenus due à sa politique, soit les Républicains seront confrontés à des pertes potentielles massives lors des élections de mi-mandat de 2026. Il suffirait d'un changement de vote pour que le Sénat et la Chambre des représentants basculent vers des majorités démocrates et que Trump devienne un président sans pouvoir pour les deux dernières années de son mandat. Il convient également de garder à l'esprit que la véritable cible des tarifs douaniers de Trump est la Chine. C'est assez populaire aux États-Unis, même si c'est potentiellement dangereux. Le Canada et le Mexique s'en sortiront probablement avec des droits de douane bien moins dommageables que ce que la plupart des gens craignent, mais il y aura probablement de nombreux gros titres effrayants avant que la fumée ne se dissipe.

L'économie nord-américaine a commencé à s'essouffler, même si une récession pure et simple semble peu probable à ce stade. Les prévisions d'inflation se sont stabilisées tant aux États-Unis qu'au Canada et les gains faciles des deux dernières années sont effacés pour l'instant. Si l'administration Trump persévère à imposer des tarifs douaniers élevés, il y aura probablement une hausse ponctuelle du prix de nombreux biens et services aux États-Unis, mais pas de hausse durable de l'inflation. Ce n'est pas un environnement confortable pour les banques centrales. Il n'existe pas de politique permettant de faire face à un affaiblissement de l'économie et à une hausse des prix en même temps. Par conséquent, la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada devraient rester inactives jusqu'à ce que l'environnement macroéconomique devienne plus clair.

La récente liquidation des actions a créé d'excellentes opportunités, mais l'extrême volatilité empêche les investisseurs de réagir rapidement. Le marché obligataire a été tout aussi volatile et peut souffrir de problèmes de liquidité. Sur le front politique au Canada, un changement pour le mieux de la politique économique est à venir, quel que soit le parti qui formera le prochain gouvernement après les piètres performances économiques des 15 dernières années. L'accent devra être mis sur la croissance, l'efficacité, la productivité et l'augmentation des investissements. Avec le temps, le Canada deviendra un lieu d'investissement de plus en plus attrayant, d'autant plus que les valorisations sont bien meilleures que dans la plupart des autres pays développés et que la devise canadienne est bon marché.

Stephen Takacsy

Matthew Kaszel

Olivier Tardif-Loiselle

Tony Boeckh

Mises à jour : Veuillez noter que nous avons mis à jour notre document d'information sur la divulgation des relations ; la version la plus récente peut être consultée sur notre site web à : <https://lesterasset.com/fr/>

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.