

3^{ème} TRIMESTRE 2025

27 octobre 2025

Au cours du troisième trimestre 2025, les marchés boursiers mondiaux ont poursuivi leur forte reprise après les creux enregistrés en avril, mais cette reprise a été tirée par un groupe restreint d'actions liées à l'intelligence artificielle (IA) et par une série d'annonces technologiques de l'administration Trump. Le trading « momentum » et les stratégies quantitatives ont pris le dessus sur les marchés, qui semblent désormais manipulés par Donald Trump, lequel s'implique dans tous les domaines, de la technologie aux sociétés minières en passant par les cryptomonnaies. Les sommes colossales dépensées dans l'IA sans connaître le retour sur investissement semblent imprudentes. La capitalisation boursière de Nvidia est désormais supérieure au PIB de l'Allemagne, du Japon, du Royaume-Uni, de la France et du Canada. Est-ce raisonnable ? Même les experts du secteur affirment désormais que l'IA est une bulle prête à éclater et qu'il n'y aura peut-être pas de véritables gagnants dans la « course aux armements » des centres de données.

Pendant ce temps, au Canada, les négociations commerciales se poursuivent avec le nouveau premier ministre libéral Mark Carney, qui s'est engagé à renforcer l'économie canadienne, à améliorer l'efficacité et la productivité, et à réduire la dépendance du Canada vis-à-vis des États-Unis tout en développant les relations commerciales avec d'autres pays et entre les provinces. Le marché boursier canadien continue de surperformer largement celui des États-Unis cette année, mais cela s'explique en grande partie par les matières premières telles que l'or et l'énergie. Comme nous l'avons indiqué dans nos précédentes lettres, nous restons optimistes à l'égard des actions et des titres à revenu fixe canadiens, en particulier dans un contexte de baisse des taux d'intérêt.

Par ailleurs, comme nous l'avons récemment annoncé, **Fundata**, le principal fournisseur de données et d'analyses sur les fonds d'investissement canadiens destinés aux professionnels de la finance et aux investisseurs, a classé le **Fonds à revenu fixe canadien LAM** comme le fonds d'investissement le plus performant dans la catégorie des titres à revenu fixe canadiens au 30 septembre 2025. **Fundata** a également attribué à notre fonds la note A, ce qui signifie que nos rendements élevés ont été obtenus avec un faible niveau de risque. Notre stratégie en matière de titres à revenu fixe remonte à près de 18 ans et a toujours généré des rendements ajustés au risque parmi les plus élevés du pays. Nous sommes très fiers de cette réalisation et sommes convaincus de notre capacité à continuer de générer une valeur ajoutée significative pour les investisseurs dans les portefeuilles à revenu fixe et équilibrés.

ACTIONS CANADIENNES

Au troisième trimestre 2025, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a progressé de **+2.3%** sur une base brute, contre +12.5% pour l'indice TSX Composite Total Return, dividendes compris. Les actions ont continué à rebondir après avoir atteint leur plus bas niveau en avril, mais elles ont été tirées par la forte dynamique de secteurs concentrés tels que l'or (+45.6%), auquel nous ne sommes pas exposés en raison de son risque inhérent et de sa volatilité, et l'énergie (+12.6%) et financier (+10.6%), dans lesquels nous avons une pondération plus faible. Notre performance a également été freinée par des soldes de trésorerie élevés après avoir pris des bénéfices à la suite de notre très bon deuxième trimestre, car nous avons préféré faire preuve de prudence compte tenu de l'incertitude persistante en matière de droits de douane et des risques géopolitiques mondiaux. Depuis le début de l'année, le Fonds affiche une hausse de **+10.5%** contre +23.9% pour le TSX, notre sous-performance étant principalement due à notre absence d'exposition au secteur de l'or, qui a progressé de 109% et ajouté +8.1% au rendement du TSX.

Parmi les principaux contributeurs du trimestre, on retrouve sans surprise la **Banque de Montréal**, la **Banque Royale**, **Enbridge** et **Altagas**, mais aussi **Guardian Capital**, qui a progressé de +56% après l'annonce de son acquisition par le Mouvement Desjardins. Parmi les détracteurs, on retrouve le groupe de consultants en informatique **CGI**, le fournisseur d'assurance multi risques **Definity Financial**, le producteur d'énergie renouvelable **Boralex** et le fournisseur de services financiers numériques **EQB**. Bien que notre portefeuille ait bien résisté aux droits de douane américains et au ralentissement du consommateur, on n'a pas profité de la forte dynamique des secteurs de l'or et de l'énergie, tandis que certaines de nos positions technologiques se sont repliées par crainte qu'elles ne soient affectées par l'intelligence artificielle. Nous pensons qu'il s'agit là d'une réaction excessive et avons profité de la faiblesse des titres davantage « logicielles » pour ajouter des titres de qualité tels que **Constellation Software** et **Thomson Reuters**. Malgré notre sous-performance, nous prévoyons des résultats solides pour les sociétés de notre portefeuille et sommes convaincus qu'elles offriront, dans le futur, des rendements attrayants ajustés au risque.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du troisième trimestre 2025, nos actions américaines ont enregistré une hausse brute de **+3.9%**, contre +8.1% pour l'indice S&P 500 Total Return. Depuis le début de l'année, notre stratégie a généré un rendement de **+11.4%**, contre +14.8% pour l'indice de référence. La performance de l'indice a de nouveau été dominée par les actions « MAG7 » et les actions tendances du moment axées sur l'IA, qui ont représenté ensemble près de 80% des gains du S&P 500 au cours du trimestre. Notre approche plus diversifiée, avec une concentration sectorielle moindre, a participé à la reprise du marché, mais dans une moindre mesure et avec un risque moindre.

Parmi les principaux contributeurs, citons **Alphabet**, **Allegion** et **JPMorgan**. Alphabet a bondi grâce à la forte croissance de ses revenus dans le cloud et à une décision favorable en matière d'« antitrust ». Allegion a publié des résultats solides, relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'année, fait preuve de résilience face aux droits de douane et bénéficie d'une amélioration de la demande non résidentielle, notamment dans les centres de données. JPMorgan a enregistré de solides revenus de « trading » dans un contexte de volatilité accrue des marchés et d'activité robuste dans le domaine de la banque d'investissement, tandis que la stabilité des indicateurs de crédit et la solidité des ratios de fonds propres ont renforcé la résilience de la banque.

Parmi les détracteurs figuraient **Carrier Global**, **Booking Holdings** et **Colgate-Palmolive**. Carrier a annoncé des résultats commerciaux solides et une augmentation des ventes de centres de données, mais a revu ses prévisions à la baisse en raison de la faiblesse persistante du marché américain des systèmes de climatisation résidentiels. Booking Holdings a annoncé une croissance prudente du nombre de nuitées d'hôtel, les investisseurs se tournant vers des entreprises plus directement exposées à l'IA. Colgate a sous-performé en raison du comportement des consommateurs, davantage à la recherche de valeur, qui a freiné la croissance organique à court terme de cette action défensive par ailleurs de grande qualité. À l'avenir, nous continuerons d'investir dans des entreprises qui présentent des catalyseurs clairs et des bénéfices prévisibles et visibles, et qui se négocient à des prix attractifs, tout en gérant le risque en prenant des bénéfices lorsque les valorisations sont élevées et que le potentiel de hausse est limité.

ACTIONS MONDIALES

Au troisième trimestre 2025, le **Fonds Biodiversité Mondiale Lynx** a généré un rendement brut de **+1.8%**, contre +9.5% pour l'indice MSCI World Total Return (CAD). Depuis le début de l'année, le Fonds a enregistré un rendement de **+5.7%**, contre +14.0% pour l'indice. Comme pour le S&P 500, les gains de l'indice de référence mondial se sont concentrés sur les actions liées à l'IA qui ont bénéficié d'un effet de « momentum » à court terme, qui a représenté la majeure partie de la performance de l'indice. Bien que notre portefeuille comprenne des sociétés qui bénéficient indirectement de l'augmentation des investissements dans les centres de données pour l'IA, il faudra du temps avant que les effets positifs ne se reflètent dans leur performance. Citons par exemple les services d'ingénierie et les technologies liées à l'eau.

Parmi les principaux contributeurs figuraient **CECO Environmental** (solutions industrielles pour l'air et l'eau) et **Montrose Environmental Group** (services environnementaux). CECO a enregistré une forte croissance organique, relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'année et obtenu sa plus importante commande jamais enregistrée dans le domaine de la gestion des émissions énergétiques aux États-Unis. Montrose a relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'année après avoir annoncé une forte croissance de son chiffre d'affaires et une vigueur soutenue dans ses activités de surveillance de la qualité de l'air, d'analyse et d'assainissement à long terme. Malgré des fondamentaux solides, les entreprises du secteur des ingrédients telles que **DSM-Firmenich** (santé et nutrition durables) et **Novonosis** (biosolutions) ont pris du retard en raison des inquiétudes à court terme liées aux droits de douane et à l'affaiblissement de la demande sur le marché final. La plupart de nos titres en portefeuilles ont relevé ou réaffirmé leurs prévisions, ce qui renforce notre conviction que leurs fondamentaux solides permettront à notre portefeuille d'afficher de bonnes performances malgré l'incertitude politique et économique.

REVENU FIXE

Le troisième trimestre de 2025 a été solide pour le marché obligataire en général, et encore plus pour les obligations corporatives. Les données économiques aux États-Unis ont été mitigées au cours du trimestre, l'inflation semblant rester dans une fourchette acceptable et l'emploi commençant à subir des pressions. Cela a incité la Fed à procéder à sa première baisse de taux depuis le début de l'année, le marché anticipant d'autres baisses d'ici la fin de l'année. Au Canada, la Banque du Canada (BoC) a également réduit son taux d'intérêt en septembre, la troisième baisse cette année. L'inflation, désormais bien maîtrisée, combinée à un marché de l'emploi difficile exacerbé par l'impact des droits de douane sur certains secteurs, a incité la BoC à prendre des mesures proactives. La probabilité d'une nouvelle baisse des taux avant la fin de l'année est également assez élevée au Canada en raison de l'incertitude commerciale persistante et du ralentissement économique.

Au cours du trimestre, les écarts de crédit se sont encore resserrés, ce qui s'est traduit par une hausse des prix des obligations de sociétés. Nous sommes donc très satisfaits de la performance trimestrielle de notre **Fonds à revenu fixe canadien LAM**, qui a progressé de **+2.8%** sur une base brute, contre un rendement de **+1.5%** pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Depuis le début de l'année, le Fonds affiche un rendement brut très solide de **+6.5%**, contre **+3.0%** pour l'indice obligataire.

Au cours du trimestre, le contexte macroéconomique a été favorable aux écarts de crédit et aux actifs plus risqués en général. Les obligations hybrides telles que **Enbridge 6.625% 2078/2028**, **Banque Laurentienne 5.3% 2081/2026** et **Northland Power 9.25% 2083/2028**, ainsi que les actions privilégiées d'émetteurs tels que **Brookfield** et **Altagas**, ont été nos principaux contributeurs au cours du trimestre. Nos actions à dividendes élevés, que nous limitons à 5% du portefeuille, telles que **Pembina** et **Enbridge**, ont également enregistré de bons résultats. Depuis le début de l'année, nos principaux contributeurs ont, sans surprise, été similaires à ceux mentionnés ci-dessus. Les actions privilégiées, en particulier, connaissent une autre année excellente, avec un rendement de plus de **+13%** depuis le début de l'année pour l'indice général.

Nous sommes optimistes quant aux actifs à revenu fixe pour les prochains trimestres. Le taux de rendement de la classe d'actifs reste attractif, notre fonds offrant toujours un rendement proche de 5%, bien supérieur à l'inflation pour une durée de seulement quatre ans. Puis notre fonds qui est axé sur les obligations corporatives de durée plus courte est d'autant plus avantageux puisque l'environnement reste favorable aux entreprises. La plupart d'entre elles disposent de bilans financiers solides et de marges bénéficiaires élevées pour faire face aux défis économiques, tandis que les gouvernements abaissent les taux d'intérêt et augmentent leurs déficits. Aux États-Unis, nous continuons de surveiller la situation budgétaire et les déclarations de la Fed, qui peuvent avoir un effet prononcé sur les marchés obligataires, tandis qu'au Canada, nous attendons le budget fédéral de M. Carney. On prévoit un déficit plus élevé que prévu, voir 75 milliards de dollars ou plus, le budget qui sera divisé en deux parties : les dépenses de fonctionnement et les investissements. Il sera intéressant de voir s'il parviendra à revitaliser l'économie canadienne grâce à des incitations fiscales et à des investissements majeurs dans les infrastructures.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Malgré l'incertitude persistante causée par l'évolution constante de la politique américaine et des droits de douane, les marchés ont été soutenus par une combinaison de facteurs : baisse des taux d'intérêt (assouplissement monétaire), baisse des impôts (relance budgétaire) et assouplissement de la réglementation (déréglementation). Alors que la baisse des taux d'intérêt a fait grimper les prix des obligations et de certains actifs plus risqués, les investissements massifs dans l'intelligence artificielle ont fait monter les marchés boursiers. Au Canada, malgré l'incertitude persistante et l'impact négatif des droits de douane sur les industries canadiennes, l'indice composé TSX a atteint de nouveaux sommets grâce à la flambée du prix de l'or, alimentée par les achats de la banque centrale et la spéculation des investisseurs.

La politique des banques centrales continuera de jouer un rôle important dans l'évolution de l'économie mondiale. En Amérique du Nord, la croissance économique ralentit et le marché du travail s'affaiblit, ce qui a incité les banques centrales à recommencer à baisser les taux d'intérêt, malgré des taux d'inflation qui restent bloqués dans la partie supérieure de la fourchette cible au Canada ou légèrement au-dessus de la fourchette aux États-Unis. Compte tenu de l'incertitude qui règne quant à l'impact des droits de douane imposés par Trump, la Fed et la Banque du Canada devraient rester prudentes et poursuivre leur assouplissement, mais uniquement si les données sur l'inflation et le marché du travail sont favorables. Le point essentiel, cependant, est que les conditions financières s'assouplissent, ce qui est positif pour les obligations comme pour les actions, et contribue à compenser l'impact d'un ralentissement économique sur les bénéfices.

En ce qui concerne les droits de douane, malgré l'enlisement des négociations, nous pensons que le Canada parviendra à conclure un accord satisfaisant avec l'administration américaine, car la stratégie de Donald Trump a toujours consisté à attaquer avec un maximum d'impact, puis à battre discrètement en retraite et à crier victoire. En attendant, les investisseurs doivent supporter l'incertitude et une perception accrue du risque. Le risque de loin le plus important est la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine. Cette bataille porte sur la domination économique, technologique et militaire. Elle se développe depuis des décennies et les deux partis politiques américains s'accordent pour tenter de limiter la puissance chinoise. La Chine a l'avantage, car elle commerce peu avec les États-Unis, est autosuffisante dans les industries critiques et détient un quasi-monopole dans des secteurs tels que les terres rares. Il ne semble pas y avoir d'équilibre stable entre les deux pays et, même si des tentatives apparentes de trêve seront faites, elles seront temporaires et les perspectives à long terme entre les deux pays sont très préoccupantes.

Le boom de l'IA, que certains qualifient de bulle, représente un risque important. Les investissements liés à l'IA auraient représenté pas moins de 92% de la croissance du PIB américain au premier semestre 2025. Sans les centres de données et les technologies de traitement de l'information, la croissance du PIB n'aurait été que de 0.1%. À l'heure actuelle, les avantages de l'IA en termes de productivité et de profits ne sont pas concluants. Si ces avantages ne sont pas prouvés en temps utile, il y aura inévitablement une déception et une forte correction dans ce segment hautement spéculatif du marché boursier. Il existe également des signes de bulle dans d'autres secteurs du marché, tels que l'or et d'autres actifs risqués comme le Bitcoin. En général, la valorisation des principaux indices boursiers devient tendue à mesure qu'ils se concentrent de plus en plus dans les secteurs « en vogue ». Par exemple, les 10 plus grosses entreprises de l'indice S&P 500 représentent désormais 40 % de la capitalisation boursière totale, et la concentration des actions liées à l'IA est encore plus élevée. S'il est toujours difficile de faire la différence entre une bulle et un marché haussier, il semble prudent pour les investisseurs de devenir plus conservateurs dans leur allocation d'actifs lorsque la spéculation est forte et que les valorisations sont élevées.

Un autre sujet de préoccupation est l'écart entre les obligations d'entreprises à haut rendement et les obligations d'État. Cet écart s'est réduit à des niveaux quasi-records, ce qui suggère une surévaluation et une mauvaise évaluation du risque ; toutefois, les bilans des entreprises sont généralement en bonne santé et les taux de rendements absolus restent attractifs, bien supérieurs à l'inflation. Néanmoins, les investisseurs doivent faire preuve de prudence dans les stratégies alternatives illiquides telles que les prêts privés et l'immobilier.

Le dollar canadien continue d'évoluer dans une fourchette comprise entre 0.69 et 0.83 dollar américain depuis maintenant dix ans. Il a été faible ces derniers mois, mais compte tenu des inquiétudes liées à l'impact des droits de douane américains, le dollar canadien s'est montré étonnamment résistant. Le faible coût relatif de notre monnaie a été un facteur important qui a incité les investisseurs étrangers à investir au Canada, pays perçu comme plus stable que les États-Unis sous l'administration Trump, et où les actions canadiennes offrent généralement un meilleur rapport qualité-prix.

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.