

LETTRE DE FIN D'ANNÉE 2025

29 janvier 2026

2025 a été une année très volatile, initialement marquée par les guerres tarifaires de Donald Trump, puis manipulée par son ingérence dans le secteur technologiques et ses tentatives d'influencer la politique de la Fed. Avec les algorithmes contrôlant les deux tiers de toutes les transactions boursières, l'investissement dynamique a dominé le marché. La dédollarisation, l'engouement pour l'IA et les menaces militaires de Trump ont propulsé les cours de l'or à des niveaux historiques et provoqué une bifurcation du secteur technologique (décimant les titres du secteur des logicielles) tandis que les titres dans le secteur de défense militaire ont explosé. La politique monétaire accommodante de Trump et ses accords circulaires ont alimenté un comportement d'appétence au risque, avec des investisseurs contractant des prêts sur marge records et les grandes entreprises technologiques dépensant des milliards dans une course à l'armement IA financée par une dette massive et des rendements d'investissement incertains. Cela a conduit à une surconcentration et à des valorisations record dans la plupart des indices. Avec une dette publique en forte hausse, une croissance du PIB dépendante de l'IA, une inflation persistante due aux droits de douane et un taux d'emploi américain proche de son niveau record, les obligations d'État ont souffert de taux de rendements obstinément élevés.

Les distorsions susmentionnées ont rendu l'année très difficile pour de nombreux gestionnaires d'actions actifs, en particulier ceux qui ont une philosophie d'investissement axée sur la valeur et la qualité à long terme (dont nous), car ils ont nettement sous-performé les principaux indices. Certains gestionnaires de premier plan ont même terminé l'année avec des rendements nuls ou négatifs. Notre Fonds à revenu fixe canadien a connu une autre année exceptionnelle en 2025, avec un rendement brut de +7.3%, bien supérieur au rendement de +2.6% de l'indice obligataire universel FTSE Canada, car nous sommes restés concentrés sur les obligations de sociétés à court terme et à haut rendement. Nous sommes fiers d'annoncer que Fundata a classé notre fonds comme le fonds de revenu fixe canadien le plus performant au Canada pour 2025, ainsi que sur les trois et cinq dernières années, tandis que Global Manager Research et eVestment, les deux bases de données les plus consultées par les investisseurs institutionnels, ont une fois de plus classé notre stratégie de revenu fixe canadien dans les premiers centiles.

ACTIONS CANADIENNES

Au quatrième trimestre de 2025, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a reculé de **-3%**, contre une hausse de +6.2% pour l'indice composé TSX Total Return, dividendes compris. Notre sous-performance s'explique par notre absence d'exposition au secteur des matériaux, qui a progressé de +11.9%, principalement grâce aux actions aurifères, et par notre sous-pondération dans les secteurs financier et énergétique, qui ont respectivement progressé de +10.5% et +5.8%. De plus, certaines de nos positions à petite capitalisation ont subi des baisses importantes en raison de nouvelles ponctuelles spécifiques à certaines entreprises (elles ont depuis largement rebondi), tandis que nos titres technologiques ont reculé en raison de la menace de perturbation liée à l'intelligence artificielle. Parmi les contributeurs, citons **Banque Royale, Loblaw, EQB, Quebecor, Savaria, CCL et Dollarama**. Parmi les détracteurs, citons **AG Growth, MDA Space, Pet Value, Pollard Banknote, TECSYS et Telus**.

En 2025, le **Fonds d'actions canadiennes LAM** a progressé de **+7.2%** contre +31.7% pour l'indice TSX Composite Total Return. Notre sous-performance s'explique par notre absence d'exposition au secteur aurifère, qui a enregistré une hausse spectaculaire de +145%, et par notre faible pondération dans le secteur financier, qui a progressé de +35%. Ensemble, les secteurs financiers et des matériaux, très volatil, ont contribué à hauteur de 72% au rendement du TSX (soit +22.9% des +31.7%), le reste du marché n'enregistrant qu'une hausse de +8.8%. Nos principaux contributeurs ont été la **Banque Royale**, **BMO**, **Definity Financial**, **Quebecor**, **Loblaw**, **Dollarama** et **Element Fleet**. De plus, **Guardian Capital**, qui a annoncé son acquisition par le Mouvement Desjardins avec une forte prime, a contribué à notre performance. Parmi les détracteurs, citons les entreprises technologiques telles que **CGI Group**, **TECSYS**, **Constellation Software** et **Thomson Reuters**, qui ont reculé en raison de la menace de perturbation liée à l'intelligence artificielle, ainsi que **Pollard Banknote**, qui a généré des résultats records et devrait continuer sur cette lancée, et **AG Growth**, qui a retardé la publication de ses états financiers mais a annoncé des résultats supérieurs aux attentes.

Bien que nous soyons déçus de notre performance relative pour l'année, la hausse du TSX a été en grande partie tirée par des sociétés minières de faible qualité. Nous préférons minimiser le risque grâce à un portefeuille diversifié composé d'entreprises de haute qualité et bien gérées, plutôt que de suivre la tendance du moment, qu'il s'agisse de l'or, de l'intelligence artificielle ou des actions du secteur de la défense. Cette discipline nous a permis de générer un rendement annualisé d'environ 10% pendant près de 20 ans, avec une volatilité et un risque de marché moindres. Si notre portefeuille s'est révélé immunisé contre les droits de douane américains (auxquels nous avons accordé la priorité), il n'a pas été à l'abri du sentiment des investisseurs ou des algorithmes informatiques. Bien que nous restions prudents dans ce marché « risqué », nous tirons parti des fortes baisses des actions de haute qualité pour positionner le portefeuille de manière à obtenir des rendements ajustés au risque attractifs à long terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au quatrième trimestre, notre stratégie Actions américaines a généré un rendement de **+2.2%**, contre +2.7% pour l'indice S&P500 Total Return. Le S&P500 a continué d'être tiré par une concentration extrême, deux sociétés, Alphabet et Apple, contribuant à environ 67% du rendement de l'indice. Le secteur de la santé a également enregistré de bons résultats. Il convient de noter que l'indice S&P 500 équipondéré n'a enregistré qu'un rendement de +1.4% au cours du trimestre, ce qui souligne à quel point les gains de l'indice de référence étaient concentrés. Néanmoins, notre position surpondérée dans **Alphabet** nous a permis de suivre le rythme de l'indice.

Parmi nos principaux contributeurs au cours du trimestre, citons **Alphabet**, qui a continué à bénéficier de la demande liée à l'IA sur ses plateformes de recherche et infonuagique ; **JPMorgan**, qui a profité de conditions bancaires favorables et de marchés financiers solides ; **Eli Lilly**, soutenu par la dynamique continue de ses médicaments contre le diabète et l'obésité, Mounjaro et Zepbound ; et **Uber**, qui a enregistré une forte croissance de ses bénéfices et une amélioration de son flux de trésorerie disponible grâce à l'effet de levier opérationnel qui a continué à se renforcer sur ses plateformes de mobilité et de livraison. Nos principaux détracteurs ont été **UnitedHealth**, qui a connu une hausse des coûts médicaux, en particulier dans le cadre des programmes financés par le gouvernement où les remboursements ont pris du retard par rapport à l'augmentation de l'utilisation ; **Carrier**, en raison d'une demande plus faible sur certains marchés finaux du chauffage, de la ventilation et de la climatisation ; et **Colgate**, le secteur des biens de consommation courante ayant nettement pris du retard par rapport à la dynamique du marché tirée par l'IA.

En 2025, la stratégie Actions américaines a enregistré un rendement de **+13.8%**, contre +17.9% pour l'indice S&P500 Total Return. La performance a de nouveau été tirée par quelques titres restreint dans le marché et l'engouement pour l'IA, les « MAG 7 » représentant environ 42% du rendement total de l'indice pour l'année. Alphabet a été la société la plus performante de ce groupe et a contribué de manière significative à notre performance. Cependant, la concentration de l'indice était évidente par rapport à l'indice S&P500 équilibré, qui a enregistré un rendement de +11.4% pour l'année, un niveau que notre stratégie a dépassé.

Notre performance en 2025 reflète un positionnement conforme à notre discipline d'investissement. Notre stratégie vise à tirer parti de la hausse des marchés tout en évitant une surexposition aux secteurs portés par le momentum. Dans un environnement où les rendements des indices ont été dominés par un groupe restreint d'actions liées à l'IA, notre portefeuille a moins profité de cette tendance, conformément à notre stratégie. Si de nombreuses entreprises bénéficiant de l'IA ont enregistré de bons résultats en 2025, nous estimons que la plupart des actions liées à l'IA sont surévaluées en raison d'attentes trop optimistes. Notre exposition à l'IA est sélective et attentive aux valorisations, axée sur des sociétés telles qu'Alphabet, Microsoft et Amazon, et évitant les actions dont les résultats dépendent trop d'un seul cycle technologique. Notre portefeuille est ainsi moins vulnérable et mieux préparé pour un marché où les fondamentaux, la discipline en matière de valorisation et la durabilité des bénéfices reprennent de l'importance.

ACTIONS MONDIALES

Au quatrième trimestre, le **Fonds biodiversité mondial Lynx** a reculé de **-6.9%**, contre un rendement de +1.7% pour l'indice MSCI World Total Return (en dollars canadiens). Au début du trimestre, la performance avait été solide grâce à l'apaisement des tensions géopolitiques et tarifaires. Cependant, la volatilité a considérablement augmenté au cours du trimestre, les secteurs de la santé, de la finance et quelques-unes des sept compagnies de grandes technologies (MAG 7) ayant maintenu l'indice en territoire positif. La forte exposition du Fonds au secteur industriel nous a fait prendre du retard. La surperformance du secteur industriel s'est concentrée dans les secteurs de l'infrastructure IA, des mines et de la défense, auxquels nous sommes peu exposés, tandis que les services environnementaux, les infrastructures hydrauliques et le secteur des services publics ont pris du retard. Nos sociétés d'ingénierie ont été touchées par la menace de perturbation liée à l'IA (qui s'est largement redressée depuis), tandis que la fermeture du gouvernement américain a conduit de nombreuses entreprises à reporter leurs dépenses, ce qui a conduit certaines de nos titres à publier des résultats ou des prévisions plus faibles que prévu.

Les principaux contributeurs au cours du trimestre ont été **Eurofins** (tests, inspection et certification), **Veolia** (infrastructures hydrauliques, gestion des déchets et production d'électricité) et **Montrose** (services environnementaux). Parmi les détracteurs, citons **Trex** (terrasses recyclées), **Zoetis** (santé animale) et **Bentley** (logiciels de conception technique). La volatilité des marchés a néanmoins créé des opportunités d'ajouter à notre portefeuille des sociétés de grande qualité qui ont été survendues malgré des fondamentaux inchangés. Nous avons renforcé notre position dans **Schneider Electric**, leader mondial des solutions de gestion de l'énergie et d'automatisation, pour lequel nous anticipons une demande soutenue en matière d'efficacité et d'optimisation du réseau, alors que les infrastructures électriques sont de plus en plus contraintes. Nous avons pris des bénéfices dans des entreprises plus petites telles que **CECO Environmental** et **Takuma** après avoir atteint nos objectifs de valorisation, et nous avons quitté quelques titres dont les perspectives de croissance future semblent avoir ralenti.

Pour 2025, le Fonds a enregistré une baisse de **-1.6%**, contre une hausse de +15.9% pour l'indice MSCI World Total Return (CAD). Les résultats reflètent la même dynamique de marché qui a caractérisé le quatrième trimestre, les rendements de l'indice étant concentrés dans les actions liées au MAG 7 et à l'IA, ainsi que dans le secteur financier. Bien que nous soyons déçus par notre rendement en 2025, nous restons confiants dans les thèmes sous-jacents puissants et les entreprises de haute qualité de notre portefeuille mondial qui, à la date de la présente lettre, rebondit fortement avec une hausse de près de +4% depuis le début de l'année 2026.

REVENU FIXE

Le quatrième trimestre a été positif pour notre **Fonds à revenu fixe canadien LAM**, malgré une période plus difficile pour les indices obligataires et une volatilité accrue sur les marchés financiers. Le Fonds a terminé le trimestre avec un rendement brut de **+0.7%**, contre -0.3% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Sur l'ensemble de l'année, nous avons largement surpassé l'indice de référence avec un rendement brut positif de **+7.3%**, contre +2.6% pour l'indice.

Une partie de la volatilité observée en fin d'année était attribuable à des événements politiques et géopolitiques, tels que la fermeture du gouvernement américain et les négociations tendues entre les États-Unis et la Chine. Cependant, les entreprises ont continué d'afficher des résultats solides et les données économiques sont restées résilientes. Au Canada, les taux de rendements obligataires ont commencé le trimestre en baisse significative jusqu'à ce que les données sur l'emploi révèlent une vigueur économique inattendue. Les banques centrales ont continué à réduire leurs taux directeurs au cours du trimestre, avec une baisse de 25 points de base au Canada et de 50 points de base aux États-Unis. Cependant, au Canada, nous semblons nous approcher du taux neutre, car le marché et la Banque du Canada (BOC) ne prévoient pas d'autres baisses de taux à l'avenir. Au cours du trimestre, nos principaux contributeurs ont été les actions privilégiées d'émetteurs tels que **Brookfield** et **AltaGas**, ainsi que certaines de nos obligations hybrides telles que **Capital Power 7.95% 2082/2032** et **CIBC 6.987% 2084/2029**. Parmi les éléments négatifs, citons certaines de nos actions à dividendes élevés, telles que **Telus** et **Pembina**, ainsi que des obligations à plus long terme, telles qu'**Hydro One 3.72% 2047**.

En 2025, l'un des principaux facteurs ayant contribué à notre rendement a été notre exposition aux actions privilégiées. L'indice canadien des actions privilégiées a de nouveau affiché un bon rendement, avec un rendement supérieur à +18%. Notre performance a également bénéficié de notre exposition aux obligations hybrides et aux titres à haut rendement tels que **Autocanada 5.75% 2029**, **Superior Plus 4.25% 2028** et **Capital Power 7.95% 2082/2032**, qui ont enregistré un rendement supérieur à +10% pour l'année, y compris les revenus d'intérêts. De plus, notre durée plus courte a contribué à amortir la volatilité. Nos détracteurs comprennent les titres à plus longue échéance, étant donné que la courbe des taux s'est accentuée en 2025.

Nous sommes optimistes quant à l'évolution future des marchés obligataires en général. Bien que les écarts de crédits soient faibles, les taux de rendements restent élevés et attractifs, en particulier pour les obligations corporatives, compte tenu d'un environnement économique qui reste favorable. La plupart des entreprises affichent des bilans solides et des marges bénéficiaires élevées qui leur permettent de traverser des périodes plus difficiles, tandis que les obligations d'état sont confrontées à une incertitude macroéconomique considérable et que les gouvernements continuent d'accroître leurs déficits. Notre Fonds, qui se concentre sur les obligations de sociétés à court terme et à rendement élevé, offre toujours un rendement actuel proche de 5%, bien supérieur aux CPG et à l'inflation, pour une durée légèrement inférieure à 4 ans.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

La situation macroéconomique globale reste assombrie par le chaos politique aux États-Unis et les menaces sans précédent qui pèsent sur l'ordre économique et financier mondial. Néanmoins, l'économie et le marché boursiers américains ont affiché de bons résultats en 2025, même s'ils ont été tirés par des secteurs très concentrés et par le momentum liée à l'intelligence artificielle, à l'exploitation minière et aux métaux, à la défense et à la finance. Cependant, les risques politiques restent élevés et il n'est pas possible d'attribuer des probabilités, car les inquiétudes grandissent quant à la rationalité du président et aux mesures de protection prises par d'autres pays pour assurer leur propre sécurité économique, financière et géopolitique. C'est une année électorale et, avec la chute marquée de la cote de popularité de Trump, tout peut arriver, car il met tout en œuvre pour éviter un désastre électoral aux républicains.

La vigueur de l'économie et du marché boursier en 2025 est en grande partie due aux investissements liés à l'IA, qui ont fortement stimulé les bénéfices à court terme de certaines entreprises, ainsi qu'à certains gains de productivité obtenus grâce à la réduction des salaires et d'autres coûts, ce qui contribue à contenir les anticipations inflationnistes à un niveau proche de l'objectif de la Fed. Les gains de productivité liés à l'IA sont en grande partie des économies de main-d'œuvre qui, dans un contexte d'assouplissement du marché du travail, donnent à la Fed la possibilité d'assouplir sa politique monétaire.

Les conditions financières aux États-Unis ont continué de s'améliorer et l'assouplissement monétaire futur de la Fed permettra de maintenir cette tendance. Les écarts de rendement des obligations à haut rendement sont proches de leurs plus bas historiques, ce qui facilite relativement l'accès au crédit. Dans l'ensemble, le secteur des entreprises est en bonne santé financière, avec des bénéfices en forte hausse, un faible ratio d'endettement par rapport à la valeur de marché et de solides ratios de liquidité. Les données économiques récentes sont mitigées, en grande partie à cause de la fermeture des administrations fédérales à l'automne dernier. Cependant, la croissance globale pour 2025 a probablement avoisiné les 4%, principalement grâce aux investissements dans l'intelligence artificielle et les centres de données. L'année 2026 pourrait être moins dynamique, mais les efforts déployés par l'administration Trump pour utiliser la politique budgétaire afin de renforcer sa popularité avant les élections de novembre pourraient stimuler la croissance. Les actions liées à l'IA représentent désormais 35% à 40% de la capitalisation boursière américaine, ce qui met en évidence le risque de concentration élevé dans les principaux indices. Cette situation, combinée aux gains exceptionnels de l'année dernière, laisse présager une forte volatilité et une incertitude politique cette année. Il est toutefois encourageant de constater que la rotation vers les secteurs à la traîne, notamment les petites capitalisations, semble s'opérer lentement et devrait élargir la reprise des actions.

Les vents contraires continuent d'affecter les marchés obligataires. Les gains de productivité induits par l'IA, qui se traduisent par un marché du travail plus souple, des prix du pétrole bas et une baisse des dépenses de logement, sont déflationnistes, mais une politique budgétaire procyclique dans un contexte de croissance réelle de 3% à 4% est potentiellement inflationniste. De plus, des entreprises comme Walmart et Amazon augmentent actuellement leurs prix à mesure que les inventaires constitués avant l'application des droits de douane s'épuisent. Avec les mesures de relance budgétaire à venir, les craintes inflationnistes pourraient persister et, conjuguées à l'augmentation des déficits publics, maintenir les rendements des obligations d'État à moyen et long terme au-dessus de 4%.

Le Canada a terminé l'année 2025 avec une croissance économique d'environ 1.2%, évitant de justesse la récession que de nombreux prévisionnistes avaient prévue au début de l'année. Le principal obstacle a été l'introduction de nouveaux droits de douane américains de 6% à 7% en moyenne, qui ont pesé lourdement sur les secteurs exposés au commerce international, tels que l'acier, l'aluminium et l'automobile. Pourtant, l'économie s'est révélée plus résistante que prévu. La montée en puissance du sentiment « Achetez canadien », combinée à des dépenses fédérales et provinciales robustes, a constitué un important tampon qui a contribué à stabiliser la demande intérieure et à maintenir une croissance positive. De plus, la vigueur de l'économie américaine a apporté un soutien important aux entreprises canadiennes.

L'une des surprises les plus notables a été le marché du travail. Après avoir montré des signes de tension en début d'année, l'emploi a fortement rebondi au second semestre 2025. En novembre, le taux de chômage était tombé à 6.5%, en partie grâce à la vigueur inattendue de l'emploi dans le secteur manufacturier, celui-là même qui est le plus exposé aux droits de douane américains. Ce rebond a contribué à soutenir la croissance des revenus des ménages, même si les consommateurs sont restés prudents. L'IPC global s'est établi à près de 2.2%, ce qui correspond globalement à l'objectif de la Banque du Canada. Cependant, des pressions sous-jacentes persistent, en particulier dans les secteurs de l'alimentation et du logement, où l'inflation des loyers reste obstinément élevée, ce qui pèse sur l'accessibilité financière. De plus, les inventaires pré-tarifaires étant épuisés, une certaine pression à la hausse sur les prix devrait bientôt se faire sentir.

Du point de vue politique, la Banque du Canada a clôturé l'année avec un taux directeur de 2.25%. Avec une croissance modérée et une inflation maîtrisée mais inégale, la trajectoire probable pour 2026 est une pause prolongée. Une hausse des taux reste possible si la demande des consommateurs et la croissance des salaires reprennent, mais la flexibilité politique à court terme est limitée par l'incertitude mondiale et les négociations commerciales à venir. La renégociation de l'USMCA en juillet 2026 pèse lourdement sur les perspectives, ce qui incite les entreprises à rester prudentes en matière d'investissement et à adopter une attitude attentiste dans la plupart des secteurs privés. Cette situation, combinée à la hausse continue de la productivité liée à l'intelligence artificielle, devrait permettre de maintenir l'inflation salariale à un niveau modéré et de compenser les pressions sur les prix dans d'autres domaines. Les marchés boursiers et les rendements obligataires devraient rester dans une fourchette étroite jusqu'à ce que le chaos au sud de la frontière soit résolu.

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.