

2^{ème} TRIMESTRE 2025

24 juillet 2025

Le deuxième trimestre 2025 a été l'un des plus volatils de l'histoire récente, tant pour les marchés boursiers mondiaux que pour les marchés obligataires. Ce trimestre a été marqué par la poursuite des annonces politiques sans précédent et erratiques de l'administration Trump concernant les droits de douane et les annexions, créant une agitation et une incertitude géopolitiques et macroéconomiques qui ont entraîné des fluctuations importantes sur les marchés financiers mondiaux. La panique des investisseurs s'est propagée depuis le premier trimestre et a atteint son paroxysme à la mi-avril, avant que Trump ne fasse marche arrière et ne reporte la plupart des droits de douane. Le S&P 500 a chuté de près de 20 % en moins de deux mois avant de se redresser complètement à la fin du mois de juin. Le revirement de Trump a été imposé par la hausse des taux de rendements des obligations gouvernementales américaines à moyen et long terme, qui augmente le coût de la dette publique américaine. Le marché obligataire l'a clairement sanctionné en lui envoyant un message clair : « reculez ».

Pendant ce temps, au Canada, des élections fédérales ont eu lieu et les électeurs ont choisi le chef libéral Mark Carney comme étant le mieux placé pour lutter contre Trump sur les droits de douane et l'annexion, et pour renforcer l'économie et l'armée canadiennes. Le marché boursier canadien a largement surpassé le marché américain depuis le début de l'année et le dollar américain a baissé de -5.5% par rapport au dollar canadien. En conséquence, les investisseurs canadiens dans les actions américaines atteignent à peine le seuil de rentabilité, contre des gains de près de +10% au Canada. Les investisseurs s'attendent à ce que le Canada sorte plus fort de cette situation en réduisant sa dépendance vis-à-vis des États-Unis, en établissant de nouvelles relations commerciales avec d'autres pays et en supprimant les barrières commerciales interprovinciales (et en mettant de l'ordre dans ses affaires !). Nous avons exprimé cet optimisme dans notre lettre du premier trimestre et restons optimistes tant pour les actions canadiennes que pour les titres à revenu fixe canadiens.

Par ailleurs, le deuxième trimestre a marqué le 30^e anniversaire de Lorie Hache et le 5^e anniversaire d'Olivier Tardif-Loiselle au sein de LAM. En tant que vice-présidente et responsable des services à la clientèle, Lorie continue de veiller à ce que nos clients bénéficient d'un service exceptionnel, tandis qu'Olivier, en tant que gestionnaire principal des titres à revenu fixe canadiens, continue de générer certains des meilleurs rendements du pays. Félicitations à Lorie et Olivier !

ACTIONS CANADIENNES

Au deuxième trimestre 2025, le **Fonds d'Actions Canadiennes LAM** a progressé de **+11.6%** en base brute, contre +8.5% pour l'indice TSX Composite Total Return, dividendes compris. Les marchés boursiers ont été très volatils au cours du trimestre en raison de l'incertitude causée par les menaces tarifaires de Donald Trump, plongeant initialement en avril avant de rebondir fortement en mai et juin, lorsque celui-ci a fait marche arrière et reporté la plupart des droits de douane. Depuis le début de l'année, le Fonds affiche une hausse de **+8%** contre +10.2% pour le TSX, notre sous-performance étant uniquement due à notre absence d'exposition au secteur de l'or, qui a progressé de plus de 40% et ajouté +3.3% au rendement du TSX.

Notre forte surperformance par rapport à l'indice TSX au cours du trimestre s'explique principalement par la réaction positive du marché à la suite des solides résultats financiers annoncés par la plupart des sociétés de notre portefeuille. Nous avons également renforcé nos positions qui avaient subi une baisse injustifiée en raison des craintes liées aux droits de douane, telles que **Savaria**, **CCL**, **Stella Jones**, **Pollard Banknote** et **Jamieson Wellness**, mais qui ont ensuite fortement rebondi, contribuant ainsi à nos rendements. Parmi les principaux contributeurs au

cours du trimestre, citons **MDA** (technologie spatiale), **Definity Financial** (assurance multi-risques), qui a annoncé son intention d'acquérir les activités canadiennes de Travellers, **Pet Value** (détaillant de produits pour animaux de compagnie), **Savaria** (fournisseur d'équipements d'accessibilité pour les maisons), **Dollarama** (détaillant à prix réduits), **Kinaxis** (fournisseur de solutions pour la chaîne d'approvisionnement) et **Element Fleet** (gestion de flottes de véhicules). Les contributeurs négatifs se sont principalement limités à **TECSYS** (fournisseur de logiciels de chaîne d'approvisionnement), **Enbridge** et **Altogas** (infrastructures énergétiques) et **CGI Group** (consultants en informatique). Comme nous l'avons déjà indiqué, nous pensons que notre portefeuille est relativement à l'abri des droits de douane américains et de tout ralentissement de la consommation. Nous continuons également à profiter des baisses du marché pour acheter des actions survendues. Cependant, étant donné que les marchés boursiers ont atteint de nouveaux sommets ces derniers temps, nous avons réduit certaines positions qui ont considérablement augmenté et qui sont devenues soit surpondérées dans le portefeuille, soit trop chères.

ACTIONS AMÉRICAINES

Au cours du deuxième trimestre, notre stratégie américaine a progressé de **+7.9%** en termes bruts, contre +10.9% pour l'indice S&P 500 Total Return Index, dividendes compris. Si la performance absolue a été solide, notre sous-performance relative s'explique principalement par notre faible exposition au secteur technologique, qui représente 34% de l'indice de référence (le pourcentage le plus élevé de l'histoire) et qui a contribué à environ 65% du rendement total de l'indice (soit 7% du 10.9%). Néanmoins, nous surperformons le S&P 500 depuis le début de l'année avec un rendement de **+7.2%** contre +6.2% pour l'indice, tout en maintenant un risque plus faible grâce à une meilleure diversification sectorielle.

Sans surprise, les principaux contributeurs ont été les titres liés au secteur technologique qui ont fortement rebondi après la chute d'avril, en particulier **Microsoft**, **Booking Holdings** et **Uber Technologies**. Ces sociétés ont bénéficié de résultats solides et d'un regain d'intérêt des investisseurs pour les titres de croissance de qualité. Notre principal détracteur a été **UnitedHealth Group**, qui a subi des pressions à la suite d'un changement de PDG et d'une réorganisation opérationnelle au sein de sa division Optum Health. L'entreprise absorbe actuellement les coûts médicaux élevés liés aux nouveaux patients, un groupe qui n'a pas encore été entièrement compensé par les taux de remboursement du gouvernement, ce qui entraîne une compression des marges à court terme. Bien que la direction ait lancé des mesures correctives axées sur l'engagement des patients et l'optimisation des soins, la reprise reste subordonnée à la stabilisation des niveaux d'intensité des soins.

Compte tenu de l'incertitude persistante entourant la politique commerciale et les droits de douane américains, nous estimons que notre portefeuille reste bien positionné grâce à sa diversification et à son profil défensif. Nos principales pondérations sont peu sensibles aux prix des matières premières et au commerce transfrontalier, et en cas de ralentissement économique, nos participations devraient surperformer grâce à la résilience de leurs modèles économiques. Avec environ 5% de liquidités, nous espérons tirer parti de la volatilité pour ajouter à notre portefeuille des sociétés solides se négociant à des valorisations attrayantes.

ACTIONS MONDIALES

Au cours du deuxième trimestre, le **Fonds Biodiversité Mondiale Lynx** a généré un rendement brut de **+7.5%**, contre +5.8% pour l'indice MSCI World Total Return, dividendes compris, en dollars canadiens. Alors que le secteur technologique a mené la forte performance des marchés boursiers mondiaux, notre stratégie a généré des rendements encore meilleurs, grâce aux solides résultats financiers et aux perspectives favorables de l'ensemble de notre portefeuille. Depuis le début de l'année, le Fonds affiche une hausse de **+3.9%**, légèrement en deçà du rendement de **+4.1%** de l'indice MSCI World. Notre légère sous-performance s'explique par notre absence d'exposition au secteur financier, qui a été le principal contributeur positif à l'indice de référence. La majorité de nos

participations ont confirmé ou amélioré leurs perspectives financières, soulignant la qualité et la résilience des entreprises dans lesquelles notre stratégie investit. Au cours de la brève mais forte correction du marché en avril, nous avons utilisé nos liquidités pour renforcer nos positions dans des titres à forte conviction, tout en ajoutant une nouvelle position dans **Bentley Systems**, un fournisseur de logiciels d'ingénierie dont les clients sont principalement des sociétés de conception d'infrastructures et de conseil en environnement desservant des marchés défensifs tels que les travaux publics et les services publics. Lorsque les marchés ont rebondi en mai et juin, plusieurs de nos titres en portefeuille se sont rapprochées de nos objectifs de valorisation internes et ont été réduites de manière sélective, conformément à notre processus d'investissement rigoureux.

Parmi les sociétés les plus performantes ce trimestre, citons **Montrose Environmental Group** (services environnementaux), **Eurofins Scientific** (tests en laboratoire) et **Itron** (compteurs intelligents), qui ont toutes enregistré de solides résultats d'exploitation. Les principaux détracteurs ont été **Zoetis** (santé animale), **Trex** (terrasses extérieures durables) et **Arcadis** (ingénierie et conseil en environnement). Zoetis a enregistré des résultats solides et nous restons confiants dans son leadership sur le marché, la force de sa marque et ses perspectives de croissance à long terme, malgré certaines pressions concurrentielles émergentes. Trex a annoncé des résultats en baisse, le marché de la rénovation résidentielle restant difficile, mais nous sommes optimistes quant à la reconstitution des inventaires dans les circuits de distribution. Arcadis continue de mettre en œuvre ses initiatives de rentabilité, même si le marché semble mettre plus de temps à reconnaître ses progrès. Bien que la reprise au deuxième trimestre ait été notable, nous nous attendons à une nouvelle volatilité du marché et nous en profiterons pour réinvestir à des prix attractifs. Il est important de noter que la plupart des opportunités commerciales liées à la biodiversité aux États-Unis sont impulsées au niveau des États et des municipalités, où le soutien est resté stable malgré la politique fédérale.

REVENU FIXE

Le deuxième trimestre 2025 a été marqué par une volatilité accrue des obligations, principalement due à des facteurs macroéconomiques et géopolitiques. Le mois d'avril a commencé avec un début difficile en raison des annonces tarifaires de l'administration Trump, qui ont finalement entraîné une hausse des taux de rendements des obligations gouvernementales américaines à moyen et long terme. Cela a contraint Donald Trump à modérer son discours et à reporter la plupart des tarifs, ce qui a contribué à apaiser le marché obligataire. Malgré cela, en mai, les taux de rendements ont augmenté sur l'ensemble de la courbe, initialement en raison des craintes que la Banque du Japon n'intervienne pas sur son marché obligataire local, le Japon étant l'un des plus grands détenteurs d'obligations du Trésor américain au monde. Cette situation a été suivie par la proposition de Donald Trump d'adopter le « Big Beautiful Bill », considéré comme un projet visant à augmenter les dépenses budgétaires, ce qui entraînerait une hausse des déficits. Cela augmenterait la nécessité pour les États-Unis d'émettre davantage d'obligations, ce qui exercerait une pression supplémentaire sur les prix des obligations et entraînerait une hausse des rendements. En juin, la situation géopolitique au Moyen-Orient a alimenté davantage d'incertitude, mais à mesure que les tensions s'apaisaient, le marché a retrouvé son optimisme.

Les taux de rendements des obligations gouvernementales ont terminé le trimestre en légère hausse au Canada à la suite de l'assouplissement des droits de douane, les investisseurs étant moins pessimistes quant à leur impact potentiel sur l'économie canadienne. Ainsi, l'appétit des investisseurs pour les actifs plus risqués s'est accru de manière générale et les écarts de crédit sur les obligations corporatives se sont resserrés, ce qui s'est traduit par une hausse des prix des obligations pour une grande partie de notre portefeuille. Ainsi, pour le deuxième trimestre, nous sommes heureux d'annoncer que notre **Fonds à revenu fixe canadien LAM** a progressé de +1.5% en base brute, contre une perte de -0.6% pour l'indice obligataire universel FTSE Canada. Depuis le début de l'année, le fonds a enregistré un rendement brut positif de +3.6%, contre seulement +1.4% pour l'indice obligataire canadien.

Nos principaux contributeurs pour le trimestre ont été les obligations à haut rendement telles que **AutoCanada 5.75% 2029**, **Air Canada 4.625% 2029** et **Secure Waste 6.75% 2029**, ainsi que les actions privilégiées d'émetteurs tels que **Brookfield** et **Altagas**. Les obligations hybrides telles que **Northland Power 9.25% 2083/2028** et **Pembina 4.8% 2081/2030** ont également contribué positivement. Les titres à dividendes à haut rendement tels que **Capital Power** et **Telus**, que nous limitons à 5 % du portefeuille, ont également enregistré de bons résultats. Pour le futur, nous sommes optimistes quant aux marchés des titres à revenu fixe, car la Banque du Canada (BoC) adopte une attitude attentiste avant de réduire davantage ses taux, évaluant les données supplémentaires sur l'inflation et l'impact des droits de douane. Aux États-Unis, il existe une pression pour baisser les taux, mais la Réserve fédérale (Fed) attend également plus de clarté avant d'agir. L'inflation est plus élevée que prévu, en partie à cause des droits de douane et de la résilience de l'économie et du marché de l'emploi, tandis que les réductions d'impôts, l'augmentation des dépenses et le niveau de la dette publique assombrissent encore le tableau.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

La politique monétaire au Canada et aux États-Unis reste axée sur les mesures globales de l'inflation des prix, qui sont encore trop élevées mais en baisse, et sur le marché du travail tendu. La bonne nouvelle est que l'IPC est désormais tombé à 2.8% en rythme annualisé, tandis que l'IPC de base, corrigé de la hausse des taux hypothécaires, est inférieur à l'objectif d'inflation médian de 2%. Cela représente une forte baisse par rapport aux pics enregistrés en 2022. De plus, comme nous l'avons souvent souligné, il s'agit d'indicateurs retardés qui ne reflètent pas les progrès réalisés par les mesures plus sensibles et avancées. Par exemple, au Canada, l'indice des prix à la production (IPP) affiche actuellement une baisse de plus de 5% par rapport à l'année dernière.

Plus important encore, on observe une forte baisse des mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché. Celles-ci montrent que sur des horizons de 5, 10 et 20 ans, les anticipations d'inflation sont toutes inférieures à 2% et diminuent à mesure que l'horizon temporel s'allonge. Le resserrement actuel de la politique monétaire peut être observé de plusieurs manières. Par exemple, le taux directeur de la Banque du Canada est bien supérieur au taux d'inflation actuel, qui est toutefois en baisse. La courbe des taux (rendement des obligations du gouvernement canadien 10 ans moins celui des obligations 2 ans), qui est un indicateur fiable de la rigueur de la politique monétaire, est la plus négative depuis 20 ans. La Banque du Canada a rapidement réduit son bilan (resserrement quantitatif) et la croissance de la masse monétaire est négative après ajustement pour tenir compte de l'inflation. En bref, la politique monétaire, qui fonctionne toujours avec un décalage long et variable, continuera à faire baisser l'inflation. La détermination de la Banque du Canada et de la Fed à rétablir la confiance dans la valeur de la monnaie est un facteur clé dans l'espoir croissant que l'inflation future sera bien ancrée dans les objectifs des banques centrales. Cette dynamique aura un impact positif sur les taux d'intérêt et conduira à des rendements élevés dans les portefeuilles obligataires.

La politique monétaire restrictive a inévitablement pour effet non seulement de faire baisser l'inflation, mais aussi de refroidir l'économie nord-américaine en surchauffe. Cela se traduit par un affaiblissement de certains indicateurs du marché de l'emploi qui, associés aux chiffres positifs de l'inflation, sont ce dont les banques centrales ont besoin pour réduire davantage les taux d'intérêt à court terme. Cela permettra de soulager la pression sur les taux de rendements à long terme à mesure que les prix des obligations augmenteront. Cela pourrait prendre encore quelques mois, car la Banque du Canada et la Fed craignent toujours que l'inflation ne s'avère persistante. Au cours des 12 derniers mois, le rendement des obligations gouvernementales canadiennes 10 ans s'est maintenu entre 3.5% et 4%, malgré la forte baisse des taux à court terme. Il s'agit là d'un signe haussier si l'on tient compte de la baisse du taux d'inflation des prix, tant réelle que prévue. Le terrain est prêt pour un nouveau rebond des obligations.

Il convient également de noter que le déficit budgétaire du Canada en pourcentage du PIB est nettement inférieur à celui des États-Unis. Cela pourrait être un facteur important dans la surperformance du marché obligataire canadien par rapport à celui des États-Unis. L'économie nord-américaine, confrontée à un resserrement majeur de la politique

monétaire et à une forte hausse des taux d'intérêt, a fait preuve d'une résilience surprenante. Toutefois, elle ralentit et risque de créer des vents contraires pour les marchés boursiers. Si le marché obligataire pourrait bien surperformer les actions, il est inévitable que la baisse des taux d'intérêt compense largement les effets négatifs d'un affaiblissement temporaire de l'économie, ce que les marchés boursiers anticipent peut-être déjà en atteignant de nouveaux sommets. Néanmoins, les actions canadiennes continuent d'être sous-évaluées par rapport aux actions américaines, ce qui offre une certaine protection aux investisseurs contre les vents de face liés au ralentissement économique.

Le dollar canadien évolue dans une fourchette comprise entre 1.20 et 1.45 par rapport au dollar américain depuis 2014. Il a précédemment été confronté à des vents contraires importants en raison de la vigueur exceptionnelle du dollar américain par rapport à pratiquement toutes les devises (en hausse de près de 35% sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux au cours des dix dernières années), de la baisse des prix des matières premières (l'indice global des matières premières a baissé d'environ 30% depuis son pic en 2021), les dommages auto-infligés par les mauvaises politiques du gouvernement Trudeau et la crainte de l'impact des droits de douane depuis l'élection de Trump. Cependant, le dollar canadien s'est apprécié de +5.5% depuis le début de l'année, le dollar américain s'étant déprécié par rapport à la plupart des principales devises en raison de la perte de confiance dans les États-Unis due au comportement erratique de Trump. Nous pensons que cette tendance va se poursuivre, car un dollar canadien encore bon marché mais en hausse devrait rendre les actifs canadiens attrayants pour les investisseurs étrangers.

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.