

Lettre annuelle 2024

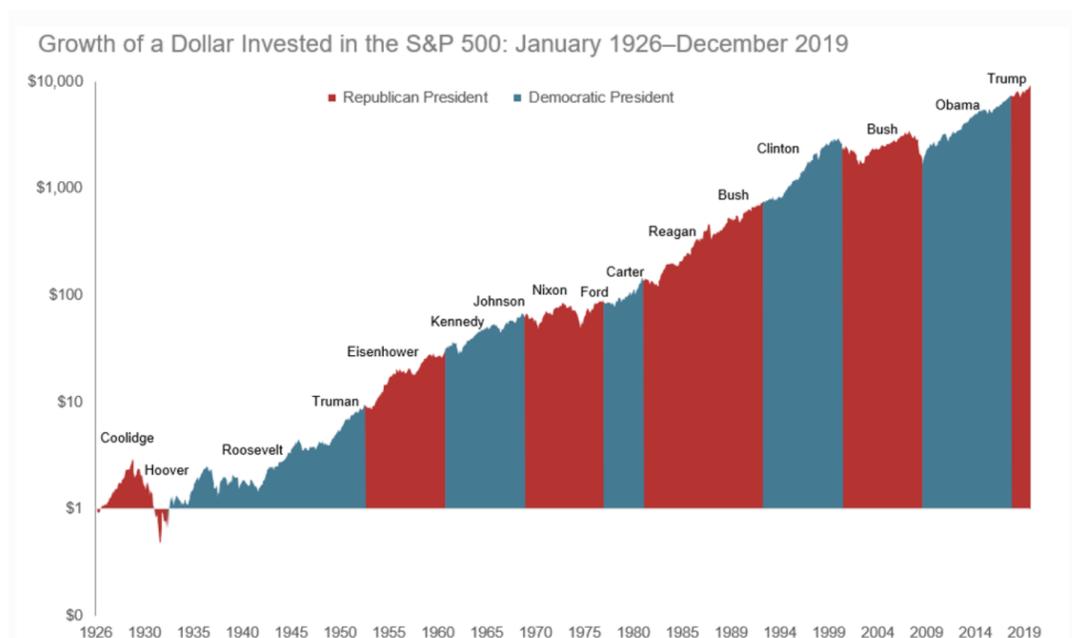
Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2024, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 21,55% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 36,35% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 59,63% avant frais et de 45,58% après frais.

Commentaire sur les marchés

Le 5 novembre dernier ont eu lieu les élections américaines tant attendues. Il y avait de l'inquiétude dans l'air, plus spécifiquement dans l'éventualité où Donald Trump serait élu pour un deuxième mandat. Comme avant chaque élection, l'incertitude a provoqué certaines remises en question chez plusieurs investisseurs. Le graphique ci-bas montre la performance boursière du S&P 500 lors des différents mandats présidentiels, de 1926 à 2019 aux États-Unis.



Source: <https://www.forbes.com/sites/kristinmckenna/2020/08/18/heres-how-the-stock-market-has-performed-before-during-and-after-presidential-elections/>

Dans la majorité des cas, les baisses ou les hausses boursières sont davantage justifiées par les conditions économiques (récessions et rebonds après récession) que par le choix du président en place. Cependant, le récent changement de direction préoccupe les investisseurs plus qu'à l'habitude, et la grande inquiétude de l'heure, ce sont les tarifs douaniers. Quels impacts prévoyons-nous pour le portefeuille? Nos entreprises risquent-elles un danger?

Le 1er février dernier, les Américains ont mis en place des tarifs de 25% sur tous les biens canadiens, à l'exception du pétrole qui avait été établi à 10%. Deux jours plus tard, on suspendait temporairement ces tarifs pour 30 jours. Le 10 février, Trump annonçait des tarifs de 25% sur les importations d'aluminium, incluant celles du Canada, à partir du 4 mars. Sommes-nous concernés pour le portefeuille?

Heureusement pour nos titres, ceux-ci sont très peu affectés par les tarifs. Que ce soit Meta, Alphabet (Google) ou Netflix, ces sociétés sont établies en sol américain et ne dépendent pas de l'industrie de l'import-export. Baser son modèle d'affaires sur le numérique comporte ses avantages! Quant à nos titres immobiliers au Canada, nous prévoyons peu de conséquences également.

Cependant, nous restons à l'affût de ce genre de risque, car pour certaines sociétés, les impacts s'avèreront considérables. Par exemple, environ la moitié de la production de la minière australienne Rio Tinto se fait au Canada. Le fabricant de pièces d'autos canadien Magna International se retrouverait également affecté par les tarifs. D'autres risques politiques sont aussi à considérer. Par exemple, Palantir Technologies, une société américaine de logiciels fortement présente dans le secteur de la défense, doit composer avec la volonté du gouvernement de réduire progressivement le budget de la défense.

Les risques politiques font partie de l'ensemble des éléments que nous évaluons pour déterminer la valeur d'une entreprise. Ainsi, si l'une de nos sociétés était visée par ces nouvelles mesures, nous tenterions de déterminer les scénarios possibles. Notre prix estimé tiendrait compte de ces nouveaux éléments, et ainsi, nous serions en mesure de savoir si nous devrions vendre, réduire, ou maintenir notre position. Dans certains cas, la peur engendrée par ces risques va contribuer à la chute prononcée d'un titre et, si elle est exagérée (ce qui est souvent le cas), nous pourrions décider d'en racheter plutôt que de vendre.

Autrement dit, peu importe les risques auxquels nous faisons face, nous demeurons fidèles à notre philosophie. Céder à la panique nous amènerait à commettre des erreurs. Autant que possible, nous préférons profiter des erreurs des autres plutôt que de les commettre. Cela nous ramène à l'essence même de l'investissement valeur: lorsqu'on nous vend un titre à rabais, c'est parce que certains investisseurs commettent l'erreur de nous céder des actions qu'ils devraient conserver ou racheter. C'est pourquoi il s'avère

impératif de garder la tête froide, peu importe la situation. Moins difficile à faire ces temps-ci, étant donné les grands froids que l'on a connus récemment au Québec!

Même si les tarifs ne semblent pas un enjeu majeur pour notre portefeuille, nos compagnies font-elles face à des risques politiques quelconques? Il suffit de regarder du côté de l'une de nos compagnies, Meta, et toutes les poursuites qu'elle a eu à affronter dans le passé. La U.S. Federal Trade Commission est constamment sur le dos de la société, tentant d'invalider les bonnes acquisitions faites dans le passé (Instagram et WhatsApp). Le DOJ (Department of Justice) avait poursuivi Meta en 2022 pour discrimination. Un grand nombre d'États américains ont aussi poursuivi en lien avec la santé mentale des adolescents. On a assisté au grand scandale de la Cambridge Analytica, qui a mené à bien des poursuites dans plusieurs pays.

En août dernier, le fondateur Mark Zuckerberg avait admis avoir supprimé certains contenus sur la plateforme Facebook, suite à la pression de l'administration Biden durant la Covid. La société devait composer avec cette pression d'un côté, et maintenant, même scénario de l'autre côté! En effet, lorsque Donald Trump a pris connaissance de ses aveux, il a menacé publiquement d'envoyer Zuckerberg en prison à vie! D'autres commentateurs ont suggéré que la compagnie aurait dû plutôt poursuivre le gouvernement en place à l'époque au lieu de plier sous la pression. Nous pensons que la société aurait probablement gagné la bataille, mais pas nécessairement la guerre. Agir sans tenir compte des répercussions politiques peut avoir des conséquences néfastes pour les actionnaires. C'est notamment le cas pour les grandes sociétés qui sont constamment scrutées par les régulateurs, qui dépendent du gouvernement.

Avec le changement de direction à la tête du gouvernement, Meta a réajusté ses politiques. Le mois dernier, Trump a applaudi les changements effectués sur la plateforme. Il a même laissé sous-entendre qu'il s'agissait peut-être de la réponse à ses menaces proférées plus tôt! Dans un tel environnement, une grande société comme Meta peut-elle s'offrir le luxe d'agir indépendamment de toute influence politique?

La plupart des grandes entreprises doivent veiller à protéger leurs intérêts (lire ici: indirectement les intérêts des actionnaires). Le chef de la direction de Rio Tinto s'est récemment déplacé à Washington pour tenter d'influencer favorablement l'administration Trump, pour ne citer qu'un exemple. Les décisions du gouvernement produisent parfois de lourdes conséquences et elles doivent malheureusement être prises au sérieux.

Nous comprenons bien la stupéfaction de bien des gens, qui ont réagi à la présence de plusieurs dirigeants à l'inauguration de Donald Trump en janvier! Lorsque Jeff Bezos (Amazon), Mark Zuckerberg (Meta), Sundar Pichai (Google), Tim Cook (Apple) et Bernard Arnault (LVMH) se sont présentés à l'inauguration, c'était dans l'intérêt de leur compagnie respective de le faire. Quant à Satya Nadella (Microsoft), nous ne pouvons

pas attester de sa présence à cet événement, mais notons qu'il était allé rencontrer Donald Trump et Elon Musk à Mar-a-Lago le 16 janvier. Quant à Jensen Huang (Nvidia), il n'a pas participé à l'inauguration, mais il s'est rendu à la Maison Blanche le 31 janvier, pour y rencontrer Trump pour la première fois.

Nous sommes quelque peu rassurés par la proactivité des dirigeants de nos compagnies. Plusieurs d'entre eux avaient exprimé leur désaccord avec Trump dans le passé, créant des tensions entre eux. Les dirigeants de nos sociétés n'ont pas à affronter de lourds tarifs douaniers comme dans d'autres industries, mais ils savent bien que régler les différents désaccords, ou du moins, les prévenir, pourrait éviter des désagréments pour leur société dans le futur.

Résultats de nos compagnies

Vente de Starbucks

Dans notre lettre précédente, nous avons discuté de cette chaîne de restaurant. Nous voyons toujours l'arrivée de Brian Niccol à la tête de la direction comme étant un élément positif dans le revirement de la société. Cependant, à la lumière des bons récents résultats de certains compétiteurs aux États-Unis, nous manquons de conviction quant à la vitesse et l'ampleur de leur redressement stratégique. Nous avons préféré vendre la petite position que nous avons prise dans ce titre.

Allied Properties

La banque du Canada continue de baisser ses taux, totalisant 1,5% de réduction depuis notre dernière lettre. Un taux d'intérêt plus bas signifie, d'une part, de meilleurs taux d'emprunt dans le futur pour les sociétés. D'autre part, les titres à revenus fixes deviennent plus attrayants pour les investisseurs. Allied Properties paie un dividende mensuel dépassant les 10% de rendement annualisé. Chaque fois que la banque du Canada abaisse son taux, l'écart entre le rendement de notre titre et celui des obligations canadiennes augmente. Par exemple, entre les obligations du Canada 5 ans et Allied, l'écart surpasse maintenant les 7%.

La tendance du retour au bureau au Canada se poursuit. Certaines sociétés, comme Amazon et Blackrock, exigent le retour sur les lieux de travail à temps plein, alors que d'autres, comme Apple, Deloitte et Google, ont adopté le modèle hybride. La tendance demeure nettement positive depuis la Covid, ce qui augure bien pour le taux d'occupation d'Allied à moyen et long terme.

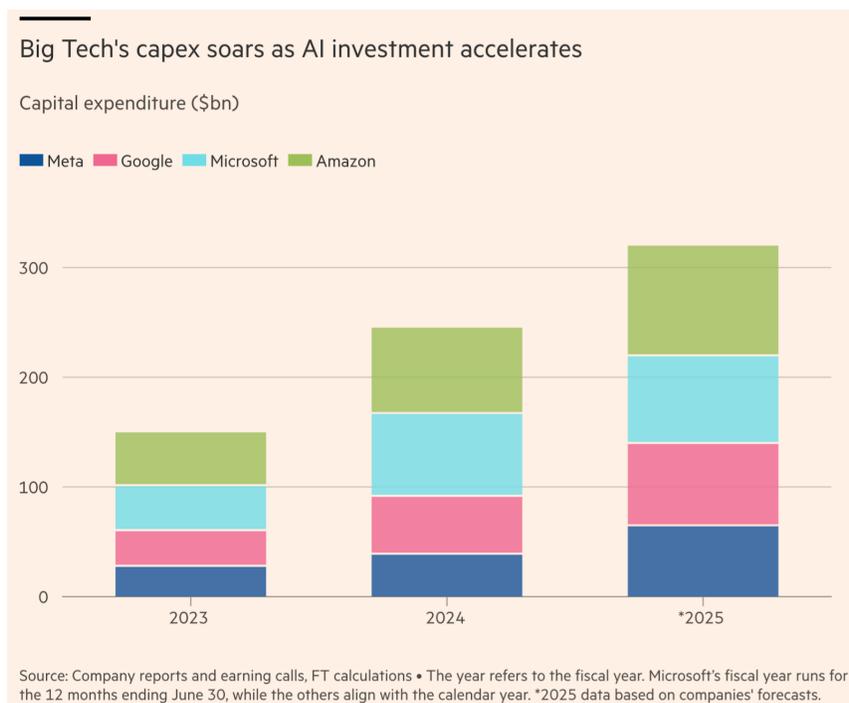
Amazon, Alphabet, Microsoft et Meta

Le fameux historien Yuval Noah Harari, auteur du livre *Sapiens: Une brève histoire de l'humanité*, a affirmé en octobre dernier que « nous sommes dans un point tournant de l'histoire », faisant référence à l'intelligence artificielle (IA). Il la décrit comme suit:

« Et maintenant, nous avons sur la planète quelque chose qui n'est pas humain, qui n'est même pas organique, qui fonctionne selon une logique complètement étrangère et qui est capable de générer de telles choses à grande échelle, dans de nombreux cas mieux que la plupart des humains, peut-être même bientôt mieux que les meilleurs humains. »

Cette intelligence soulève de nombreuses questions, comme sur l'automatisation des tâches humaines, les codes éthiques à respecter et la sécurité nationale. En tant qu'investisseurs, notre travail n'est pas de répondre à ces questions, mais plutôt d'étudier les compagnies qui développent ces nouvelles technologies.

Au cours des dernières années, nous avons vu les dépenses en capital croître rapidement auprès de nos entreprises, qui tentent de saisir les opportunités de l'intelligence artificielle. Les prévisions indiquent que le total des investissements de Meta, Google, Microsoft et Amazon dépassera les 320 milliards de dollars US en 2025, alors que le total s'est élevé à 151 milliards en 2023.



Parmi ces entreprises, Amazon est celle qui prévoit investir le plus d'argent en 2025, notamment sur le développement de l'infrastructure AWS et les capacités de l'IA.

Dans la même lignée que Yuval Noah Harari, le PDG d'Amazon Andy Jassy a affirmé lors du dernier appel aux investisseurs que l'IA représente « la plus grande opportunité depuis l'infonuagique et probablement le plus gros changement technologique et la plus grande opportunité d'affaires depuis internet ». Il croit également que « leurs clients et actionnaires seront heureux, à moyen et long terme, de leur poursuite de l'opportunité en capital et l'opportunité commerciale dans l'IA ».

En 2024, les revenus de AWS ont crû de 18,5% et la division a obtenu une marge opérationnelle de 37%. Ces résultats sont impressionnants, mais selon Andy Jassy, la croissance aurait été plus élevée s'ils n'avaient pas été limités par leurs fournisseurs:

« Nous continuons de croître à un rythme assez raisonnable, comme je l'ai mentionné plus tôt, mais je pense que nous pourrions croître plus rapidement si nous n'étions pas contraints. Je prédis que ces contraintes commenceront à se relâcher dans la seconde moitié de 2025. »

DeepSeek

On ne peut parler d'IA sans faire la mention de DeepSeek, un modèle chinois d'intelligence artificielle qui a récemment fait son apparition. Selon les informations données par l'entreprise, le modèle aurait coûté seulement 6M\$US à développer, soit bien moins que les centaines de millions de dollars utilisés pour développer les modèles des concurrents américains.

Cependant, plusieurs incertitudes demeurent. Les coûts précis n'ont pas été entièrement dévoilés par l'entreprise, ce qui soulève des interrogations. Selon l'investisseur américain Brad Gerstner, les 6 millions de dollars annoncés ne couvriraient que l'entraînement du modèle, et non pas le coût total du système. Pour bien comparer, il faut utiliser uniquement le coût de cette étape chez OpenAI (développeur de ChatGPT), qui aurait été inférieur à 20 millions de dollars pour l'un de leurs modèles récents, selon Gerstner.

De plus, le PDG de la compagnie américaine Anthropic, Dario Amodei, a affirmé que « La tendance historique de la diminution de la courbe des coûts est d'environ 4 fois par an. » Il est donc normal que les nouveaux modèles coûtent de moins en moins cher à entraîner pour chaque année qui s'écoule.

« Je ne considère pas DeepSeek comme des adversaires » - Dario Amodei

Les mêmes doutes ont été soulevés chez Alphabet. Le chef de l'IA de Google, Demis Hassabis, aurait mentionné que certaines des affirmations de DeepSeek sont « exagérées ». Il croit que les produits de Google demeurent « plus efficaces et plus performants que DeepSeek » et il ajoute également:

« Nous sommes donc très calmes et confiants dans notre stratégie, et nous avons tous les ingrédients pour maintenir notre leadership cette année. »

Les marges opérationnelles de Google Cloud se sont fortement accrues, passant de 5,2% pour l'année 2023 à 14,1% pour 2024. Comme pour Amazon, Google a connu une grande demande pour ses produits:

« Nous constatons et avons constaté une très forte demande pour nos produits d'IA au quatrième trimestre 2024 et nous avons terminé l'année avec une demande supérieure à notre capacité disponible. [...] Comme je l'ai mentionné, nous avons augmenté nos dépenses en capital en 2024, continuerons de les augmenter en 2025 et nous apporterons plus de capacité tout au long de l'année. » - Anat Ashkenazi, CFO d'Alphabet.

Durant le dernier appel aux investisseurs, Satya Nadella, PDG de Microsoft, a indiqué qu'il est optimiste face à la nouvelle menace chinoise. Selon lui, les innovations vont permettre de diminuer les coûts, causant une augmentation de l'utilisation de ces nouvelles technologies et il considère cela comme une bonne nouvelle:

« Ainsi, pour un hyperscaler et un fournisseur de plateforme PC comme nous, tout cela est une bonne nouvelle en ce qui me concerne. » - Satya Nadella

Il a même fait une comparaison entre l'IA et le passage des serveurs physiques à l'infonuagique:

« Si vous y réfléchissez bien, quelle a été la grande leçon tirée du passage du client-serveur à l'infonuagique ? Davantage de gens ont acheté des serveurs, sauf que cela s'appelait *infonuagique*. »

Aux derniers résultats, Microsoft continuait de démontrer une bonne performance, notamment dans l'infonuagique, leur segment le plus performant. Les revenus d'Azure ont augmenté de 31% par rapport à l'année dernière et les revenus totaux de l'entreprise ont crû de 12%.

Nous avons également entendu des propos positifs de Mark Zuckerberg, PDG de Meta Platforms. L'entreprise développe des codes publics, comme *Llama*, qui favorise la transparence et l'innovation, contrairement à des codes privés comme ChatGPT et

Gemini, qui sont seulement accessibles par leurs propres développeurs et qui permettent de mieux contrôler la sécurité et la monétisation.

Pour Zuckerberg, DeepSeek est en quelque sorte une confirmation « qu'il y aura des normes de codes publics à l'échelle mondiale. » Il ajoute: « Nous prenons donc cela au sérieux et nous voulons construire le système IA que les gens autour du monde entier vont utiliser et je pense que, au contraire, certaines des nouvelles récentes n'ont fait que renforcer notre conviction que c'est la bonne chose sur laquelle nous devons nous concentrer. »

Ce fut une autre bonne année pour Meta. Ils comptent désormais plus de 3,35 milliards d'utilisateurs actifs par jour et par rapport à l'année dernière, les bénéfices par action ont augmenté de 60% et les revenus ont crû de 22% (23% en devise constante).

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière