

Lettre semi-annuelle 2020

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2020, l'indice S&P/TSX affiche un rendement de -7,46% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 1,80% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 21,40% avant frais et de 17,34% après frais.

La part du Fonds Barrage a terminé le premier semestre avec une valeur liquidative par part de 249,07\$ et était à 212,26\$ au 1^{er} janvier 2020.

Depuis la création du fonds en 2013, le rendement annualisé est de 18,52% après frais. Au moment d'écrire ces lignes, le portefeuille comporte 6 titres et dispose de 31% en encaisse.

L'indice américain S&P 500 a fortement fluctué lors des 6 premiers mois de l'année. Au 23 mars dernier, l'indice avait cédé 31% par rapport au 2 janvier. Un rebond spectaculaire l'a ramené en territoire positif.

Nous avons une couverture sur la devise américaine, à raison d'environ 50% du portefeuille. Nous avons opté pour le non-renouvellement de celle-ci, puisque nous estimons que le dollar américain devient en quelque sorte une valeur refuge en temps de crise. Étant donné nos sombres perspectives pour le futur à court et moyen terme, nous avons préféré profiter pleinement de l'appréciation du dollar américain, le cas échéant.

À noter que les réponses aux questions des investisseurs qui nous ont été soumises pour tenir lieu d'assemblée annuelle 2020, qui a été annulée, sont intégrées tout au long de cette lettre.

Commentaire sur les marchés

Notre section sur les marchés est beaucoup plus longue que d'habitude, étant donné la crise du coronavirus. Elle s'avère sans précédent; elle est venue perturber nos vies, autant en tant que citoyens qu'en tant qu'investisseurs. Bien que notre attention se soit principalement concentrée sur la sélection de titres, les effets de la crise ne pouvaient

pas être ignorés. Plusieurs stratégies et modèles d'affaires seront ou devront être changés de façon permanente. Selon nous, balayer du revers de la main ces effets pourrait nous conduire à de mauvaises décisions pour le portefeuille. Il nous incombe donc d'inclure tous les scénarios envisageables afin d'éviter le plus que possible les mauvaises surprises.

Pendant longtemps, l'arrivée de la prochaine récession constituait la principale crainte des investisseurs. Nous pouvons affirmer que cette récession a bel et bien lieu. Au début de l'année, nous ne nous doutions pas qu'elle serait causée par une pandémie. La COVID-19 a créé une situation fort problématique pour les dirigeants de notre société: forcer la fermeture de la plupart des commerces. Le but consistait à sauver le plus de vies possible ou à ne pas surcharger nos hôpitaux, et pour y arriver, on devait recourir à des mesures extraordinaires. Il s'agit d'un événement sans précédent, dont l'impact était difficile à prédire.

Nous disposions bien sûr de quelques indices sur ce qui allait se passer: une montée fulgurante du taux de chômage, des faillites d'entreprises et la montée en flèche de l'endettement de nos gouvernements. Tout nous laissait croire que l'économie allait s'effondrer à un degré plus sévère que ce à quoi nous avons assisté durant la crise financière de 2008-2009. Nous avons tout de même été surpris par la rapidité de la baisse boursière au mois de mars dernier.

Encore plus surprenant pour nous a été la remontée de ces mêmes marchés boursiers! Alors que la grande partie des dommages économiques causés par la distanciation sociale et les nombreuses fermetures d'entreprises n'étaient même pas encore survenus, les actions sont reparties rapidement vers le haut comme si la pandémie était sur le point d'être enrayée. Que s'est-il passé? Assistons-nous vraiment à une reprise en «V» plutôt qu'en «U»?

Revenons un peu avant la spectaculaire remontée des actions. Charlie Munger, le partenaire d'affaire de longue date de Warren Buffett, avait déclaré dans une entrevue avec le Wall Street Journal: «Et bien, je dirais essentiellement que nous sommes comme le capitaine d'un bateau lorsque le pire typhon jamais survenu en mer s'en vient. Tout ce que nous voulons, c'est passer à travers ce typhon.» Il a rajouté, en faisant référence à Berkshire Hathaway, qu'il préférerait conserver un maximum de liquidités plutôt que de plonger tête baissée à saisir des aubaines. Il a également mentionné que toute cette impression d'argent par le gouvernement pourrait commencer à causer des problèmes.

Voilà un portrait bien sombre de la situation. Berkshire Hathaway jouit d'une position privilégiée pour sonder l'économie. Ses nombreuses filiales fournissent de précieuses informations en temps réel sur un grand nombre de secteurs. Berkshire est active dans le domaine du transport avec sa compagnie ferroviaire et son concessionnaire

automobile, dans le secteur de l'énergie avec ses centrales électriques et ses pipelines de gaz. Elle possède des filiales dans la vente au détail, la fabrication et vente de maisons, l'assurance et la distribution alimentaire, entre autres. Par conséquent, lorsque M. Munger ou M. Buffett parlent, nous tenons pour acquis qu'ils disposent de ce genre d'information en main, apportant ainsi beaucoup de crédibilité à leurs propos.

À peine deux semaines avant l'entrevue, nous avons appris que Berkshire s'était délestée d'une partie de ses actions de Southwest Airlines et Delta Air Lines. Ces deux titres avaient subi de lourdes pertes par rapport au début de l'année. Pourquoi vendre maintenant? Et pourquoi seulement une partie? Soulignons que la société avait augmenté sa position dans Delta Air Lines en février, à un prix bien supérieur!

Un règlement des autorités américaines dans les valeurs mobilières nous aidera peut-être à mieux comprendre la deuxième question. En vertu de l'«Exchange Act» aux États-Unis, tout actionnaire qui détient au moins 10% d'une classe actions d'une compagnie publique doit reporter ses transactions à l'intérieur de deux jours ouvrables. Or, les ventes partielles des deux actions des deux compagnies aériennes permettaient de passer sous la barre des 10%, et ainsi probablement poursuivre la vente du reste des actions dans le calme, sans alerter la communauté. Berkshire détenait des positions dans 4 compagnies aériennes (American, Delta, United et Southwest). Cette décision de vente partielle, jumelée aux propos peu rassurants de Charlie Munger, nous laissait croire que les ventes étaient en réalité bien plus importantes que celles annoncées.

Le 2 mai dernier, lors de la réunion annuelle de Berkshire, M. Buffett annonçait qu'il avait vendu l'entièreté de ses investissements dans les 4 sociétés aériennes, confirmant nos doutes. Il ne s'agit ici que d'un secteur. En effet, l'ensemble des propos tenus durant le discours de M. Buffett avait de quoi laisser songeur. L'entrevue de M. Munger deux semaines plus tôt ne semblait qu'être un préambule aux commentaires peu optimistes de son partenaire de longue date.

Nous avons toujours été habitués à un « Warren Buffett » optimiste, normalement avide lorsque les autres ont peur. Cette fois-ci, il nous a servi un discours qui semblait nous préparer pour des années plus sombres. Il s'est référé à la période de 1929 à 1951, soit les 22 ans qui ont été nécessaires au marché boursier pour rattraper le terrain perdu.

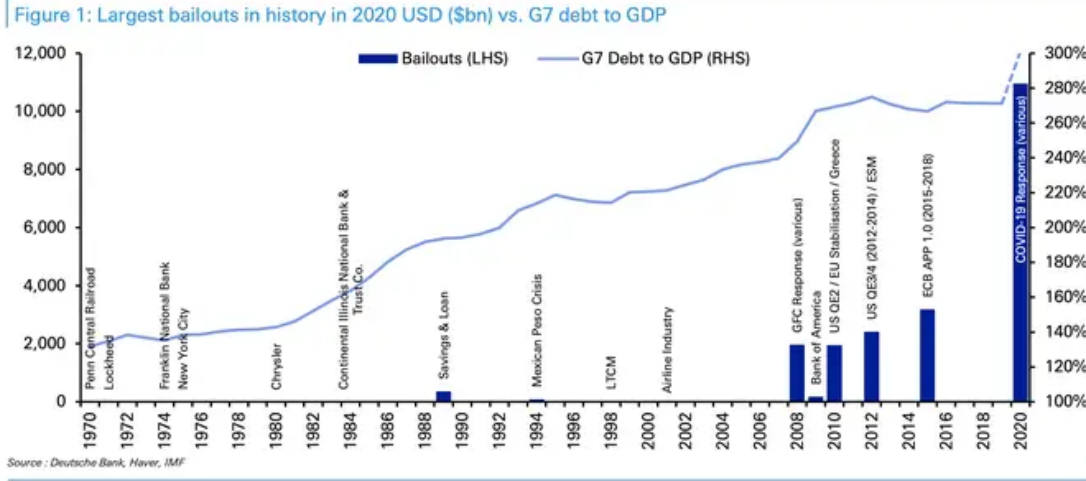
M. Buffett expliqua également son inaction à saisir le creux du marché ainsi: « Nous n'avons rien fait parce que nous ne voyions rien d'attrayant à faire ». À propos de la généreuse encaisse de la société, il a précisé que 137G\$US n'est pas tant d'argent si l'on songeait aux pires scénarios possibles.

Concernant les rachats d'actions, notons que la société a déboursé entre 214\$ et 226\$ par action de classe B durant les 3 premiers mois de l'année. Pourtant, à peine quelques semaines plus tard, on laisse passer l'opportunité d'en racheter davantage entre 160\$ et 180\$. Durant la réunion annuelle, Warren Buffett expliqua que la valeur relative à ce moment-là ne s'avérait pas si intéressante. En d'autres termes, la décision a été de mettre l'accent sur la conservation du capital plutôt que de saisir les actions à un prix d'environ 25% moins cher!

Parmi les personnalités que nous admirons, nous avons souvent retrouvé cette attitude pessimiste. Stanley Druckenmiller, un gestionnaire de fonds de couverture réputé, pensait que l'équation risque-rendement était rendue au pire niveau jamais vue de sa carrière. David Tepper, un autre gestionnaire de fonds de couverture, déclarait le 13 mars dernier que la surévaluation du marché boursier avait atteint le sommet le plus élevé de tous les temps à l'exception de l'année 1999 (bulle techno).

En toute humilité, nous avons nous aussi adopté une attitude pessimiste envers les marchés, malgré la baisse du mois de mars. Nos inquiétudes étaient alimentées par les pertes d'emplois prévues, les nombreuses faillites d'entreprises à venir ainsi que le changement permanent du comportement des consommateurs. Il nous était difficile de ne pas entrevoir une chute boursière beaucoup plus sévère, ce qui nous a amenés à favoriser la prudence. Pour cette raison, nous avons augmenté substantiellement l'encaisse, passant la barre des 30% du portefeuille. En conservant environ deux tiers du portefeuille en Bourse, nous estimions que nous étions bien positionnés peu importe le scénario prévu, soit des baisses plus marquées ou un rebond comme celui que nous avons connu.

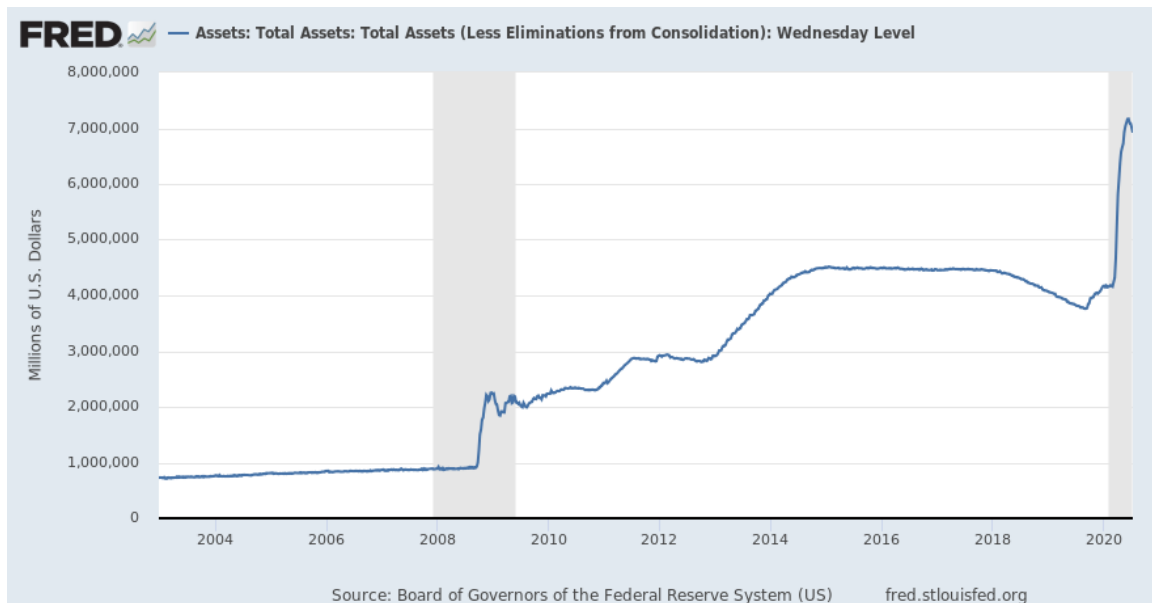
Que s'est-il passé ces derniers mois? Le président Trump a signé un plan d'aide de 2,2 billions \$US le 27 mars dernier, du jamais vu aux États-Unis. À ce jour en 2020, les différentes interventions américaines cumuleraient près de 4 billions \$US, et lorsque l'on inclut les autres pays du G7, ce montant atteint plus de 10 billions \$US! Pour se mettre en contexte, il suffit de jeter un coup d'oeil au graphique suivant:



Source: Business Insider, 22 avril 2020

Comme on peut le voir, ce qui s’est dépensé globalement pour contrer la pandémie ces derniers mois surpassent largement les interventions survenues lors de la grande récession.

Le bilan de la réserve fédéral a aussi drastiquement changé ces derniers 15 ans. Avant la crise financière de 2008-2009, l’actif était maintenu en deça de 1 billion \$US. Après la crise financière, on se situait entre 2 et 3 fois ce montant. Aujourd’hui, c’est 7 fois!



Source: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCI>

Nous croyons que l'intervention du gouvernement a joué un rôle clé dans la bonne tenue de la Bourse depuis mars dernier. Nous avons nettement sous-estimé l'ampleur de l'intervention et son impact. C'est pourquoi, bien que nous ayons effectué quelques achats intéressants au creux du marché, notre stratégie est demeurée plus défensive qu'agressive. Par exemple, après avoir réduit nos plus gros titres, notamment Facebook et Google, nous avons pris une petite position dans MasterCard à 200\$. Il s'agissait pour nous d'une position de départ, et nous pensions en acquérir beaucoup plus vers les 150\$. Nous étions loin de nous douter qu'à peine trois jours plus tard, le titre allait grimper de 30%, nous amenant à le vendre.

Il s'avère tout à fait inhabituel pour nous de détenir un titre seulement quelques jours. Nous avons cependant vécu des moments inhabituels! Et même si au creux de la tourmente boursière du mois de mars, nous commençons à voir des aubaines intéressantes, l'horizon économique nous semblait plus sombre pour les mois, voire même les années à venir.

Un grand nombre d'entreprises ne possèdent pas le coussin financier nécessaire pour absorber un arrêt presque complet des ventes sur une courte période de temps. Prenons le cas d'un petit restaurant dont le propriétaire retire un profit net de 50 000\$ par an. Avec ce profit, il contribue au foyer de sa famille, que ce soit en salaire ou en dividendes. Il a donc besoin de cet argent pour vivre. Le loyer typique pour un restaurant oscille entre 5% et 8% des revenus, et dans le cas d'un centre commercial bien achalandé, il peut atteindre 20% des revenus.

Supposons un revenu d'entreprise de 600 000\$ par année, avec 30 000\$ de loyer. Si le commerce ferme, les revenus chutent à 0\$. Par conséquent, le propriétaire ne peut plus compter sur ceux-ci pour se verser un salaire. C'est comme s'il perdait son emploi. Or, cela ne s'arrête pas là. Étant donné que le commerce doit continuer à s'acquitter de ses obligations, le propriétaire devra puiser dans l'encaisse de son commerce ou dans ses économies personnelles pour déboursier les 2 500\$ de loyer mensuel, en plus d'absorber probablement des pertes en nourriture dans son inventaire.

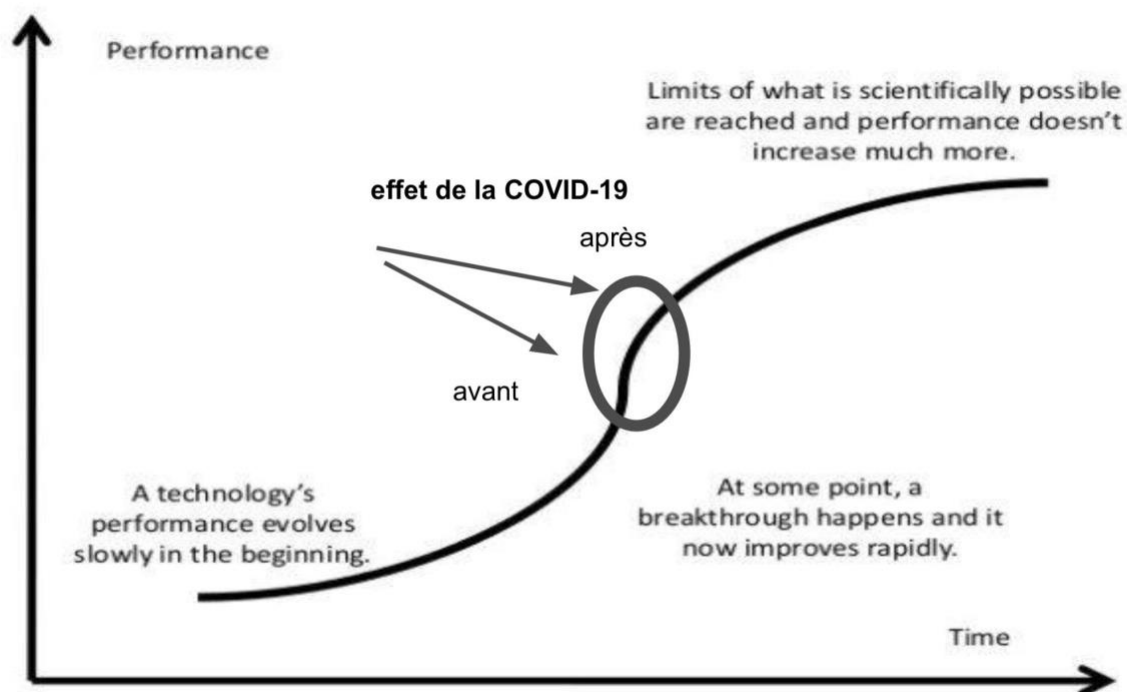
La plupart des commerces n'ont pas été structurés pour résister à une chute totale des revenus. En cas de récession, on prévoira évidemment une baisse des revenus, mais pas la disparition complète de ceux-ci! Howard Schultz, ancien chef de la direction de Starbucks, a prédit récemment que de 20% à 30% des petites entreprises pourraient fermer de façon définitive. Cela n'augure pas bien pour le taux d'emploi. Malheureusement, la fin du confinement ne se traduit pas par un retour vers la normalité. En fonctionnant à capacité réduite pour respecter une certaine distanciation sociale, les restaurants n'arriveront pas à renouer avec la rentabilité. Pour beaucoup d'entre eux, la situation était déjà difficile avant la pandémie.

D'autres changements à long terme devraient survenir. L'industrie du voyage a été affectée par la paralysie des déplacements aériens. Pendant ce temps, les entreprises qui avaient l'habitude de faire voyager leurs employés pour négocier des contrats à l'international, ou pour participer à des événements, ont probablement découvert les avantages de la téléconférence. L'utilisation de logiciels tels que Zoom ou Microsoft Teams a explosé ces derniers mois. Une fois habituées, les entreprises vont considérer ces alternatives peu coûteuses, et ce, bien après la fin de la pandémie. Par conséquent, il est difficile d'entrevoir un retour complet des voyageurs en classe affaires, alors qu'il s'agit de la catégorie la plus profitable pour plusieurs compagnies aériennes.

Performance de nos titres

Malgré notre prudence et notre généreuse encaisse, la performance du fonds a été relativement bonne. Parmi les questions obtenues de nos clients investisseurs, beaucoup se questionnaient face à ces résultats, et souhaitaient mieux comprendre notre processus d'achat et de vente durant ces temps tumultueux.

Le graphique suivant, que nous avons déjà reproduit dans une lettre antérieure, illustre ce qui s'est passé avec nos titres:



Avant la crise, nous étions quelque part dans le milieu de la courbe, en progression vers la numérisation globale, tant au niveau des entreprises qu'au niveau des consommateurs. Dans la vente au détail, Amazon prenait des parts de marché. Dans les

logiciels et le traitement des données, c'était Amazon, Microsoft et Google qui le faisaient. Dans le domaine du divertissement, on voyait s'implanter Netflix, Spotify, Apple et Microsoft. En publicité, citons Google et Facebook. Finalement pour les réseaux sociaux, la même chose est arrivée avec Facebook et Tencent.

La pandémie de la COVID-19 a nécessité des mesures drastiques, comme la distanciation sociale, qui a simplement occasionné une accélération dans la courbe. Nous ne serions point étonnés si nous apprenions que cette accélération ait devancé le phénomène de deux ou trois ans, voire cinq ans dans certains cas. Les entreprises citées ci-haut bénéficient toutes, à divers degrés, de cette transition, et donc, de cette accélération. Comme notre portefeuille ne comprenait que de 6 à 8 titres, tous des bénéficiaires de la transition en ligne à long terme, la performance s'explique facilement. Plusieurs d'entre eux sont devenus en quelque sorte des titres « défensifs ».

Un grand vent de dos à court terme pour deux de nos entreprises

À l'apogée de la crise au mois d'avril dernier, Amazon a dû embaucher 175 000 personnes pour satisfaire la demande. La situation devenait critique: la direction avait décidé temporairement de compléter uniquement les commandes des produits essentiels de base. Sans surprise, les ventes au détail en Amérique du Nord ont crû de 29% au 1er trimestre 2020.

Quant à Netflix, le confinement a bien évidemment favorisé le divertissement à domicile. Les cinémas, restaurants et parcs d'attractions étant fermés, les consommateurs disposaient de beaucoup plus de temps pour regarder un film ou une série captivante sur Netflix. Les résultats du premier trimestre ont été concluants. La direction avait prévu 7 millions de nouveaux abonnés payants, mais le chiffre réel a été de 15,8 millions, soit plus du double.

Malgré ce vent de dos, mentionnons que pour certains de nos investisseurs l'endettement de la société soulève une certaine inquiétude. Or, voici un commentaire intéressant tiré de la publication des résultats du 1er trimestre en avril dernier: « Étant donné la cessation de la production (de contenu), certaines dépenses seront repoussées, améliorant notre flux de trésorerie. » Autrement dit, l'endettement et les dépenses en contenu de la société découlent directement du désir de la direction à demeurer une plateforme dominante dans son secteur. Au besoin, Netflix pourrait ralentir sa cadence, et se concentrer sur sa dette et sa profitabilité.

Au 4e trimestre de l'an dernier, Netflix mentionnait dans la lettre aux actionnaires que 2019 constituerait la pire année en termes de flux de trésorerie, avec un montant négatif de 3,3G\$US. À partir de ce point, la société comptait améliorer ces flux et se diriger vers un montant légèrement positif, sans préciser toutefois le nombre d'années

pour y arriver. En résumé, la stratégie consiste à conserver l'avance dont l'entreprise jouit sur le plan de variété de contenu, pour ensuite aller vers la profitabilité une fois sa dominance assurée.

Le nuage: secteur avec un vent de dos à long terme

Microsoft et Amazon possèdent toutes les deux la filiale idéale pour profiter de la transition en ligne. Azure et AWS (Amazon Web Services) connaissent une croissance hors du commun. Au premier trimestre, elles ont enregistré une hausse des revenus de 59% et 33% respectivement. Au début de la crise, nous nous demandions si ces filiales allaient être affectées temporairement, étant donné l'important ralentissement économique. Nous pensons que la transition en ligne, accélérée par la pandémie, joue nettement en leur faveur. Disposant d'une vaste gamme de produits à travers le nuage (infrastructure, intégration des données, programmation et logiciels), nous ne nous attendons pas nécessairement à un ralentissement passager en cas de sévère récession. Cependant, même si c'était le cas, nous aimons beaucoup les perspectives à long terme.

Un nouveau titre

Nous avons commencé à acquérir des actions de Spotify en novembre 2019. Cette société suédoise constitue le leader mondial de musique en continu. Elle comptait 286 millions d'utilisateurs au 31 mars dernier, dont 130 millions pour son service premium, pour lequel les membres doivent payer un frais mensuel. Il s'agit d'une augmentation de 31% par rapport à l'an passé.

Bien qu'elle domine dans son secteur, face à ses principaux concurrents tels qu'Apple Music, Google Music et Amazon Music, la musique en diffusion continue revêt un peu l'aspect d'une commodité. D'une plateforme à l'autre, la musique qu'on écoute demeure la même. Spotify peut se distinguer par son système de recommandations, mais nous considérons que cela n'est pas suffisant pour assurer sa dominance dans le futur. En outre, malgré un modèle de distribution basé sur l'internet, les marges brutes ressemblent peu à ce que l'on observe chez Facebook ou Alphabet. En effet, environ 3/4 des revenus que Spotify récolte sont remis aux géants de l'industrie de la musique (Sony, Warner et Universal).

Nous aimons bien le fondateur, Daniel Ek, car il a en tête une stratégie bien spécifique: devenir le leader dans l'audio, plutôt que seulement au niveau de la musique. L'an passé Spotify procéda à l'acquisition d'Anchor et Gimlet. La première possédait environ 40% de son marché, et offrait les outils nécessaires aux utilisateurs pour créer leur propre balado (podcast). Quant à la deuxième, il s'agit d'une firme new-yorkaise qui produisait des balados narratifs. Ces deux acquisitions démontrent l'ambition d'Ek à faire de Spotify un joueur important dans ce secteur. Notons qu'aux États-Unis seulement, nous

estimons que le marché publicitaire de la radio s'élève à 18G\$US; les balados constituent de plus en plus une alternative attrayante, alors que les utilisateurs peuvent écouter ce qu'ils veulent quand ils veulent.

Tout récemment, la société a clairement dévoilé au grand jour à quel point elle est sérieuse dans son objectif de dominer le monde de l'audio, en procédant à deux nouvelles transactions clés. Le 19 mai dernier, elle a signé une entente exclusive avec Joe Rogan, un géant du balado. Il a été estimé qu'en avril 2019, on comptait 190 millions de téléchargements de ses balados tous les mois.

La deuxième transaction a été conclue le 17 juin, avec Kim Kardashian, pour un balado sur la justice criminelle. Encore une fois, il s'agit d'une entente exclusive qui rehausse fortement la présence de Spotify dans le monde de l'audio. Ces deux transactions ne sont pas passées inaperçues en Bourse. En seulement deux mois, le titre de Spotify a grimpé de 70%.

La publicité numérique: victime de la crise?

Au coeur de la tourmente boursière du mois de mars, nous avons bien des interrogations. Nos entreprises profitaient de la tendance à long terme vers le numérique, mais avec une cessation complète ou presque de l'économie, comment prévoir l'impact d'un tel événement sans précédent?

Prenons le cas de Facebook, qui jouit d'une grande diversité de clients, avec 8 millions d'annonceurs. Si les entreprises, autant les grandes que les petites, coupent dans leur budget de publicité, un impact direct sur les revenus est à prévoir.

Nous avons donc géré le portefeuille avec prudence, étant prêts à toute éventualité. Cependant, nous avons été agréablement surpris lors de la sortie des résultats à la fin d'avril. La direction a émis un commentaire indiquant que les ventes se sont maintenues par rapport à l'an passé pour les 3 premières semaines d'avril. Comme il s'agissait d'une courte période complètement affectée par les fermetures de commerce, c'était vraiment une bonne nouvelle.

Quant à Alphabet, il pourrait être davantage affecté par la crise. Les profits d'opération ont crû de 20% au 31 mars, mais la pandémie a commencé ses effets négatifs à partir du mois de mars seulement. L'industrie du voyage, durement touchée par la crise, compterait pour environ 15% des revenus de la société. Selon certains estimés, Bookings Holdings devrait réduire son budget publicitaire sur Google de 4G\$US à entre 1G\$US et 2G\$US. Barry Diller, chef du conseil d'administration de Expedia, prévoyait que sa compagnie allait consacrer moins de 1G\$US en publicité cette année, comparativement à 5G\$US en 2019.

Malgré ces impacts, qui sont bien prévisibles, nous demeurons optimistes pour le long terme, et nous serons opportunistes si le titre est malmené à nouveau en Bourse. Alphabet dispose de 117G\$US net en caisse, profite de la transition vers le nuage (Google Cloud) et tout comme Facebook, va bénéficier de la transition vers la publicité en ligne.

Vente d'Apple et commentaire sur Shopify

Deux questions des investisseurs concernaient ces titres. Nous avons vendu Apple l'an passé, pour des raisons d'évaluation. Peut-être trop rapidement? Il s'agit bien d'une possibilité. Les entreprises extraordinaires possèdent des caractéristiques qui les distinguent normalement de toutes les autres. Parfois, il nous arrive de les sous-évaluer et de laisser passer des opportunités. Ce genre d'erreur, nous tentons d'en commettre le moins souvent possible, mais nous pouvons vous assurer que malgré notre travail acharné, elle se répètera de temps en temps dans le futur. Savoir quand vendre s'avère beaucoup plus difficile que de connaître le bon moment pour acheter.

Quant à Shopify, il nous est difficile d'arriver à une valeur juste. La société demeure déficitaire en ce moment. Il est vrai qu'elle a fortement bénéficié de la tendance, tout comme nos compagnies. Cette société cherche à offrir une alternative aux commerçants, par rapport à Amazon, le géant de l'industrie. Elle possède un bon modèle d'affaires et semble bien gérée. Toutefois, l'évaluation nous semble exagérée. La valeur en Bourse par rapport aux ventes des 12 derniers mois se situe à 63 fois au moment d'écrire ces lignes, comparativement à 10 fois pour Facebook et Alibaba, ainsi que 5,5 fois pour Amazon. Nous pensons donc que malgré les perspectives de croissance, la société est surévaluée.

Ventes de Alibaba et Tencent

Nous avons éliminé ces deux positions du portefeuille. La raison principale repose dans notre faible confiance envers la façon de faire des affaires en Chine. Tout récemment, nous avons eu un exemple de manipulation de chiffres chez le restaurateur Luckin Coffee. Les ventes ont été manipulées et les investisseurs ont perdu 92% depuis son sommet du début de l'année. Comme la société est basée en sol chinois, il s'avère difficile d'obtenir justice dans de tels cas. Ajoutons à cela la tension grandissante entre les États-Unis et la Chine, ainsi que les rumeurs de fraudes au sujet d'Alibaba, qui perdurent depuis un certain temps. Nous avons préféré éviter ces risques, et investir dans des titres que nous jugeons plus sécuritaires.

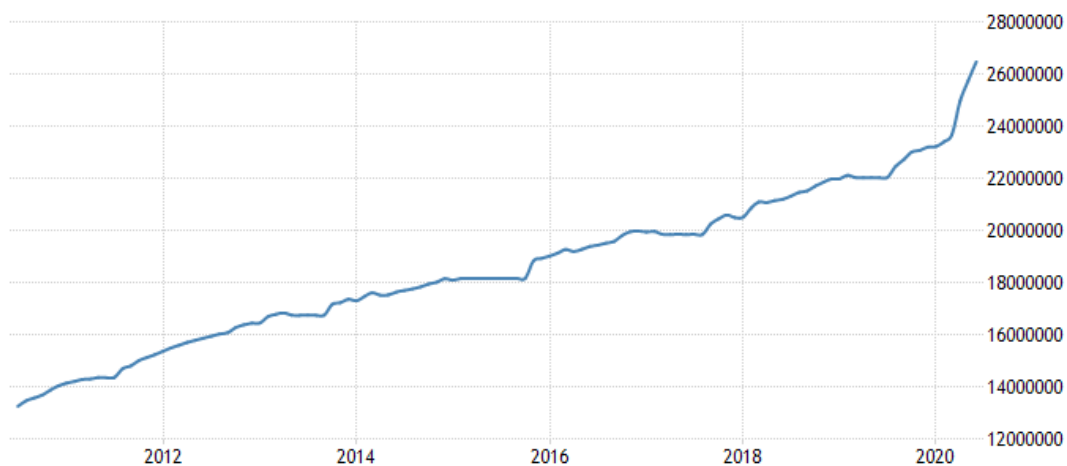
Conclusion: la prudence est de mise

Nous sommes toujours pessimistes pour les marchés en général. Nous pensons qu'en ce moment, l'économie se détériore, et si nos gouvernements n'étaient pas intervenus, ce serait la catastrophe. Malheureusement, cette intervention pourrait avoir un effet éphémère. L'administration Trump semble prête à tout pour soutenir l'économie et le marché boursier, au moins jusqu'aux prochaines élections (en novembre). Il ne faut donc pas s'étonner d'assister à des fluctuations boursières plus ou moins rationnelles. Il est rendu difficile pour nous de prendre des décisions avec un gouvernement aussi actif dans le marché.

En effet, on pourrait comparer l'investissement en Bourse actuel avec le tennis de table extérieur. Le moindre coup de vent propulse la petite balle dans une direction imprévisible. Tout porte à croire qu'elle tombera sur le sol, et soudainement, elle bifurque d'un côté pour atterrir plutôt sur la table. Dû à des circonstances externes, l'appréciation de la situation peut être facilement brouillée.

Nous bénéficions toutefois d'un puissant vent de dos avec nos compagnies. Peu importe la direction à court terme, nous sommes confiants par rapport à l'endroit où nous atterrirons dans le futur. Leurs modèles d'affaires inébranlables nous permettent d'être optimistes sur leurs perspectives. En outre, la plupart de nos compagnies sont des forteresses financières. Leur bilan affiche d'importantes liquidités, et le recours à la dette est minime.

Actuellement, nous traversons la crise de la pandémie. Nous tentons toutefois d'anticiper déjà la prochaine crise, celle qui pourrait être beaucoup plus dommageable financièrement pour l'ensemble de l'économie. Nous parlons ici d'une crise de l'endettement, dont le risque s'est accru suite à la pandémie. Le tableau qui suit donne un aperçu de l'évolution de la dette américaine lors des 10 dernières années:



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY

Nous avons déjà atteint un niveau que nous jugeons très élevé. Or, les conséquences économiques de la pandémie ne font que commencer à se faire sentir. Le gouvernement devra-t-il intervenir à nouveau? Lorsque la présente crise sera terminée, commencerons-nous à nous inquiéter de l'endettement des gouvernements partout à travers le monde?

Sans tenter de prédire quand les marchés vont baisser, nous restons à l'affût de ce risque. Les bas taux d'intérêt et l'augmentation fulgurante de la dette souveraine partout à travers le monde seraient censés créer de l'inflation, mais on peut attendre bien longtemps avant que quoi que ce soit ne se produise. Nous sommes cependant rassurés par le choix de nos titres. Nos compagnies ne dépendent pas ou peu du marché de la dette. Les clients de ces compagnies n'ont pas besoin de s'endetter pour s'offrir leurs produits, contrairement à, par exemple, un concessionnaire automobile ou un fabricant de moteurs d'avions. Nous ne pourrions espérer mieux pour notre portefeuille!

Administration

Le montant minimum pour investir dans le Fonds est maintenant de 150 000\$.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière