

Taux négatifs, argent facile et économie numérique sur les stéroïdes

Chères clientes, chers clients,

Nous vivons des temps sans précédent qui alimentent non seulement l'incertitude, mais entraînent également des distorsions importantes sur les marchés.

Dans notre lettre du 1^{er} trimestre de 2020 publiée il y a six mois, vous avez pu constater que nos entreprises étaient pour la très grande majorité en excellente posture afin de tirer avantage d'une conjoncture défavorable. Soit grâce à des gains de parts de marché, soit en réalisant des acquisitions intéressantes.

Près de sept mois après que les indices boursiers ont touché leur creux, nous pouvons affirmer que tout se passe comme prévu. Le portefeuille dans son ensemble a en effet affiché une résilience hors pair. Si nous en sommes satisfaits, il n'en demeure pas moins que des changements importants ont lieu sur les marchés. Depuis l'éclatement de la pandémie, nous observons trois phénomènes uniques :

- un écart grandissant entre la performance boursière des entreprises gagnantes et des perdantes;
- l'arrivée massive de petits investisseurs faisant leurs premiers pas en Bourse;
- une baisse marquée des taux d'intérêt à des niveaux jamais vus dans l'histoire moderne.

Ces trois phénomènes contribuent parfois à rendre notre travail de gestionnaire plus difficile. Voyons de plus près ces éléments et la façon dont nous composons avec chacun.

Écart grandissant entre les gagnants et les perdants

Contrairement aux récessions habituelles, les mesures de confinement ont pour effet de creuser l'écart entre les entreprises dites de la nouvelle économie et celle de l'ancienne économie. Par « nouvelle économie », nous entendons les entreprises qui offrent un bien ou service de nature numérique où, généralement, aucune présence physique n'est requise et où un achat peut se faire dans le confort de son salon ou du bureau.

Par exemple, Zoom Video Communications, une société qui offre un populaire service de téléconférence, a enregistré au plus récent trimestre une hausse de 350% de ses revenus par rapport à la même période l'an dernier. Son titre a grimpé de plus de 600% en Bourse.

« Certaines entreprises que nous suivons sans toutefois les détenir en portefeuille ont vu leur évaluation doubler, voire tripler durant la crise. Si certaines nous apparaissaient déjà généreusement évaluées avant la pandémie, la valeur qui leur est accordée par le marché aujourd'hui nous appelle encore plus à la prudence. »

DocuSign, spécialisée dans les solutions de signature numérique et à distance de documents, a vu ses revenus augmenter de 45 % à son plus récent trimestre. Son titre, lui, a progressé de près de 200 % en 2020. Malgré sa taille déjà considérable, le géant du commerce en ligne Amazon.com a réussi à accroître ses revenus de 41 % à son plus récent trimestre, contribuant au bond de 60 % de son titre depuis le début de l'année. Endettées ou non et peu importe leur rentabilité, la pandémie n'y change rien : ces entreprises doivent composer avec une croissance inattendue. Voilà un beau problème ! On peut toutefois se demander quel pourcentage de l'augmentation du volume d'affaires demeurera dans un univers post-pandémie.

Certaines entreprises que nous suivons sans toutefois les détenir en portefeuille ont vu leur évaluation doubler, voire tripler durant la crise. Si certaines nous apparaissaient déjà généreusement évaluées avant la pandémie, la valeur qui leur est accordée par le marché aujourd'hui nous appelle encore plus à la prudence.

À l'autre bout du spectre, il y a les grands perdants. Bien souvent, il s'agit d'entreprises qui doivent soit mobiliser des capitaux dans des actifs tangibles comme des bâtiments et du matériel roulant, soit répondre à des engagements futurs importants comme le paiement de loyers. Les sociétés lourdement endettées ont particulièrement souffert depuis mars dernier.

Pensons par exemple à Air Canada, qui doit financer sa flotte d'avions tout en traînant une dette de plus de cinq milliards de dollars nette de l'encaisse. Ceci, alors que ses revenus ont chuté de presque 90 % au 2^e trimestre de l'année. Résultat : son cours boursier a dégringolé d'environ 70 % depuis le début de l'année.

Même s'il n'avait aucune dette financière à son bilan, le détaillant bien connu Reitmans a été contraint de se placer à l'abri de ses créanciers. Ses engagements futurs sur les baux et l'accumulation de stocks invendus combinée à une baisse dramatique de ses

revenus durant les mesures de confinement ont forcé l'exploitant de boutiques de vêtements fondé il y a près de 100 ans à restructurer ses activités.

Boom d'investisseurs débutants sur les marchés boursiers

Il y a quelques semaines, le *Wall Street Journal* rapportait que durant les six premiers mois de 2020, les transactions effectuées par les investisseurs individuels représentaient 20 % du volume de négociation sur les marchés, soit le double du niveau de 2010. Au sommet de la vague, ces investisseurs généralement peu expérimentés ont même représenté le quart de l'activité des marchés.

Ce phénomène a selon nous pour effet d'entraîner une exubérance boursière irrationnelle. L'actualité nous a d'ailleurs servi plusieurs exemples frappants.

Par exemple, le 11 août dernier, Tesla a annoncé un fractionnement de ses actions à raison de 5 nouvelles pour une ancienne. Du 11 au 28 août, moment où les investisseurs recevaient le produit du fractionnement, le titre a explosé de 61%. Pourtant, Tesla n'a publié aucun résultat durant cette période. Doit-on rappeler qu'un fractionnement ne crée absolument aucune valeur pour les actionnaires ? Un fractionnement, c'est l'équivalent de recevoir par exemple quatre quartiers de pomme plutôt qu'une pomme

« Un fractionnement, c'est l'équivalent de recevoir par exemple quatre quartiers de pomme plutôt qu'une pomme complète. Le résultat net est que vous recevez une pomme, peu importe le nombre de fois qu'on l'a coupée. »

complète. Le résultat net est que vous recevez une pomme, peu importe le nombre de fois qu'on l'a coupée.

Il y a pire encore! Même si elle était en plein processus de faillite, la société de location de véhicules Hertz a vu en juin son titre passer de 0,81\$ à 5,53\$... une hausse de près de 600%. La raison de ce rebond? Tout simplement l'effet d'entraînement lié à des achats par des investisseurs débutants. Dès les débuts de sa montée spéculative, le titre a attiré l'attention d'autres novices qui ont décidé d'acheter simplement parce que le titre montait. L'action de Hertz est depuis retournée au tapis et le processus de faillite suit son cours normal. Les actionnaires vont fort probablement tout perdre. Ce dénouement était évident avant la hausse du titre et pendant sa remontée. Le même phénomène a été observé avec le titre d'Eastman Kodak en juillet. Le cours boursier du géant déchu de la photographie est en effet passé de moins de 3\$US à plus de 33\$US après l'annonce d'un prêt octroyé par le gouvernement américain pour la production d'ingrédients pharmaceutiques.

Il faut reconnaître que les plans de sauvetage gouvernementaux, mis en oeuvre en même temps que les mesures de confinement, ont eu pour effet de remettre du capital et de donner beaucoup de temps libre à une partie de la population nouvellement sans emploi. La multiplication des plateformes transactionnelles très accessibles et exemptes de frais directs de négociation aux États-Unis, telle Robin Hood, contribue aussi à alimenter ce phénomène. Plusieurs investisseurs du dimanche ont décidé de transformer leur poste de travail en station de *day trading*, poussant les évaluations de certaines entreprises très connues à des niveaux anormalement élevés.

Baisse marquée des taux d'intérêt

Nos observations seraient incomplètes sans parler de la baisse substantielle des taux d'intérêt. Cela a également pour effet d'accroître la valorisation de tout type de placement, incluant les titres à revenus fixes et les actions d'entreprises.

Les actifs communément appelés « sûrs », comme les obligations canadiennes et américaines, ne rapportent plus rien. Au moment d'écrire ces lignes, les obligations canadiennes échéant dans dix ans procurent un maigre 0,54%. Après déduction de l'inflation, des frais de gestion et des impôts à payer sur les intérêts obtenus, le rendement réel net est négatif d'au moins 1%. Ceux qui pensent s'en tirer en investissant plutôt dans les obligations américaines seront tout aussi déçus avec un taux de rendement à maturité de 0,66%, toujours sur dix ans. Dans les deux cas, les investisseurs sont prêts à payer l'équivalent de plus de 150 fois les bénéfices pour ces obligations, alors que les intérêts reçus sont certains de ne pas augmenter.

« Les actifs communément appelés sûrs, comme les obligations canadiennes et américaines, ne rapportent plus rien. Au moment d'écrire ces lignes, les obligations canadiennes échéant dans dix ans procurent un maigre 0,54%. Après déduction de l'inflation, des frais de gestion et des impôts à payer sur les intérêts obtenus, le rendement réel net est négatif d'au moins 1%. »

Vous comprendrez que les taux d'intérêt réels négatifs ont aussi considérablement gonflé l'évaluation des actions. Si une telle hausse de la valeur des actions a amoindri l'effet négatif de la pandémie, il n'en demeure pas moins que nous trouvons aujourd'hui moins d'entreprises se négociant à des évaluations raisonnables. Medici, comme tous les autres gestionnaires, ne peut ignorer cette nouvelle réalité.

Comment nous réagissons à ces trois phénomènes

Dans le contexte, que fait Medici pour éviter de tomber dans ces pièges tendus par les marchés depuis l'éclatement de la pandémie ?

D'abord, l'économie numérique tourne à plein régime et compose avec des défis d'hypercroissance, tandis que l'économie traditionnelle peine à joindre les deux bouts. Notre travail de gestionnaire nous incite à nous montrer prudents envers l'évaluation des entreprises numériques florissantes, déjà très prisées par les investisseurs. Le contexte nous amène par ailleurs à nous questionner sur le modèle d'affaires de certaines entreprises traditionnelles.

Cela dit, il demeure crucial de continuer à suivre de près ces « grands gagnants ». Même si la majorité d'entre eux se négocient à des prix exorbitants, on peut facilement s'imaginer que leur offre révolutionnaire demeurera pertinente dans plusieurs années. Nous estimons que le temps de recherche que nous consacrons pour approfondir nos connaissances de leurs activités et raffiner le prix que nous sommes prêts à payer pour leur titre représente un excellent investissement. Un recul de marché est si vite arrivé...

D'autre part, il faut éviter de s'emballer à la découverte d'apparentes aubaines que l'on retrouve chez les grands perdants. Avant de considérer tout achat d'un de ces titres, nous devons entre autres bien évaluer leur capacité à retourner à des activités normales dans un univers post-pandémie.

Taux d'intérêt anormalement faibles obligent, le rendement espéré d'un portefeuille de placements est moindre que par le passé. S'adapter à cette conjoncture et accepter un rendement espéré un peu moins élevé est primordial. Ignorer ce phénomène nous obligerait en effet à prendre beaucoup plus de risques pour obtenir le même rendement que ce que vous avez obtenu dans le passé. Réaliser les

meilleurs rendements possible sans prendre de risques additionnels est –et restera toujours– une priorité pour nous.

À défaut de sonner comme un vieux disque qui saute, la stratégie Medici demeure. Nous souhaitons acheter des actions d'entreprises qui possèdent des avantages concurrentiels durables, dont la performance économique est exceptionnelle même lors de récessions et qui sont gouvernées de façon exemplaire. C'est seulement lorsque de telles entreprises se négocient à une évaluation que nous estimons raisonnable que nous serons prêts à procéder à un achat. À l'inverse, si l'évaluation d'une entreprise que nous détenons atteint un seuil plus élevé, voire déraisonnable, nous n'hésiterons pas à réduire ou à vendre complètement la participation. Enfin, rappelons-le, notre désir de « surfer » sur les dernières modes demeure comme toujours inexistant.

« Taux d'intérêt anormalement faibles obligent, le rendement espéré d'un portefeuille de placements est moindre que par le passé. S'adapter à cette conjoncture et accepter un rendement espéré un peu moins élevé est primordial. »

Cette approche nous a bien servi depuis la fondation de Medici il y a plus de dix ans. Nous avons connu la crise financière de 2008-2009, la crise de la dette grecque en 2010, le Flash Crash de mai 2010, la crise du plafond de la dette américaine de 2011, la récession « pétrolière » canadienne de 2015, le marché baissier survenu à la fin de 2018 et la pandémie de cette année. Malgré toutes ces embuches, les résultats ont été probants. À ce jour, les rendements réalisés pour un portefeuille investi à 100 % en actions depuis la fondation de Medici ont permis de multiplier le capital initialement investi par plus de cinq fois.

REVUE DES TRANSACTIONS - actions**[Version abrégée, la version complète est réservée aux clients]****REVUE DES TRANSACTIONS
– titres à revenus fixes****Conversion des débetures convertibles de GDI Services aux immeubles (GDI.DB)**

Suite à l'annonce d'un éventuel rachat de la débenture convertible par GDI, nous avons opté pour convertir les débetures en actions ordinaires.

De l'achat initial, il y a près de quatre ans, à la conversion, le titre a procuré un rendement annuel de 11,1%. Nous pouvons conclure que cet investissement dans un titre à revenu fixe aura procuré un rendement similaire à celui que l'on espère obtenir avec une action ordinaire.

Activité subséquente à la fin du trimestre – placement privé dans les débetures d'IBI Group

Groupe IBI est spécialisé dans les services d'architecture et d'ingénierie de bâtiment, du design intérieur, de planification urbaine, de gestion du trafic et des péages.

Son modèle d'affaires présente des caractéristiques que nous apprécions, dont une majorité de revenus venant de contrats gouvernementaux, ainsi que des coûts fixes relativement bas. Nous croyons qu'IBI est injustement boudée par les investisseurs. Avant 2013, l'entreprise versait un dividende exagéré, présentait un

lourd endettement et réalisait des acquisitions qu'elle ne prenait pas le temps d'intégrer adéquatement. Après avoir connu une restructuration ardue, IBI présente aujourd'hui une nouvelle équipe de dirigeants, ne verse plus de dividende et jouit d'un excellent bilan.

Lors d'une conversation avec les dirigeants plus tôt cette année, nous avons signifié notre intérêt à financer une partie de leur dette. De cette offre s'en est suivie une ronde de négociations ayant abouti à une participation dans le placement privé d'une nouvelle débenture non convertible, versant 6,5% d'intérêt. Ce titre est maintenant négocié à la Bourse de Toronto.

« Nous croyons qu'IBI est injustement boudée par les investisseurs. Avant 2013, l'entreprise versait un dividende exagéré, présentait un lourd endettement et réalisait des acquisitions qu'elle ne prenait pas le temps d'intégrer adéquatement. Après avoir connu une restructuration ardue, IBI présente aujourd'hui une nouvelle équipe de dirigeants, ne verse plus de dividende et jouit d'un excellent bilan. »

Au cours des négociations dans le cadre de ce placement, Medici s'est vu offrir une commission de 1% sur la somme que nos clients investissent dans ce placement privé. L'entente contractuelle avec IBI indique de façon élégante que cette commission constitue un « remboursement de dépenses au gestionnaire de portefeuille par l'émetteur ». Cet incitatif nous semble opaque et pernicieux ! Malheureusement, il s'agit d'une pratique courante dans l'industrie du placement privé qui vise selon nous à inciter les conseillers à allouer plus de titres que nécessaire dans

les comptes des clients, plaçant ainsi leurs intérêts avant ceux de leur clientèle. C'est le genre de pratique qui nuit à la confiance du public envers l'industrie du placement et que Medici désapprouve depuis ses débuts. Nous avons certes engagé des dépenses juridiques lors de la négociation de l'entente, mais les frais de gestion que vous versez à Medici couvrent selon nous déjà ces dépenses. Nous sommes d'avis que ce remboursement vous appartient. Par le fait même, nous avons décidé de reverser les sommes à vos comptes dès que Medici les a reçues. Au moment de lire cette lettre, les clients qui détiennent des titres à revenus fixes ont déjà été crédités de la totalité des montants reçus en proportion de leur participation dans ce placement.

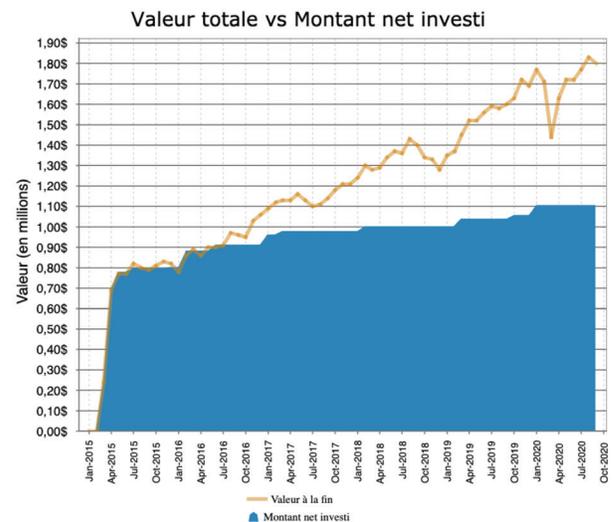
Les signatures électroniques désormais disponibles chez Medici

Dans le contexte de la pandémie, Medici et BNRI ont accéléré les projets en cours afin d'autoriser la signature électronique des divers documents pour la gestion de vos portefeuilles. Que ce soit pour une ouverture de compte, une demande de transfert ou un changement d'adresse, le processus sécurisé via le fournisseur DocuSign est facile et rapide. Depuis la mise en place de cet outil, nous avons reçu plusieurs commentaires d'appréciation de la part de nos clients.

Du nouveau dans votre Accès client

Tel que mentionné dans notre courriel du mois d'août, les indicateurs de rendement de votre accès client en ligne se retrouvent maintenant sous l'onglet Analytiques. En plus de l'affichage de vos rendements, il est désormais possible de comparer l'évolution de la valeur marchande de votre portefeuille au montant net que vous avez investi depuis le début de la gestion de vos comptes par Medici. Afin que ce nouveau graphique s'affiche, il suffit de sélectionner l'option « Valeur totale vs Montant net investi ».

La ligne dorée représente l'évolution de la valeur de votre portefeuille, tandis que la surface bleue représente le montant net investi. Une augmentation de la surface en bleu signifie qu'il y a eu des ajouts au capital géré par Medici, alors qu'une diminution indique qu'il y a eu des décaissements du portefeuille.



En ces temps d'« alerte rouge » et de confinement, nous espérons que toute votre famille demeure en bonne santé. Souhaitons que cette pandémie soit derrière nous rapidement pour notre santé collective, sur les plans tant physique, que psychologique et économique.

Sincères salutations,



—
Carl SIMARD, B.SC.Act., MBA, CFA
Président – Gestionnaire de portefeuille
carl.simard@gpsmedici.ca



—
Karine TURCOTTE, B.A.A., D.Fisc., CFA, ASC
Gestionnaire de portefeuille – Associée
karine.turcotte@gpsmedici.ca



—
Pierre-Olivier LANGEVIN, CFA
Gestionnaire de portefeuille – Associé
po.langevin@gpsmedici.ca



—
Eddy CHANDONNET, B.A.A., CIM
Gestionnaire de portefeuille – Associé
eddy.chandonnet@gpsmedici.ca



—
Aaron LANNI, B.A.A., CFA
Gestionnaire de portefeuille – Associé
aaron.lanni@gpsmedici.ca

Les commentaires, analyses et opinions contenues dans ce document ne représentent en aucun cas une recommandation d'achat, de vente ou de conserver et ne devraient pas être interprétés ainsi. Gestion de Portefeuille Stratégique Medici (ci-appelé « Medici ») se dégage de toute responsabilité quant à la mise à jour des informations contenues dans ce document. Ce document est destiné aux clients de Medici. Toute(s) reproduction(s) sans le consentement explicite de Medici est strictement interdite. Si vous recevez ce document par erreur, veuillez le supprimer immédiatement et aviser Medici par courriel au info@gpsmedici.ca.