

Quand Warren Buffett vend ses actions...

Pourquoi notre positionnement est toujours défensif

"While the crash only took place six months ago, I am convinced we have now passed the worst, and with continued unity of effort, we shall rapidly recover." -Herbert Hoover, mai 1930

L'assemblée générale annuelle de la société Berkshire Hathaway a toujours été divertissante. J'ai eu le grand privilège d'y assister au printemps 2008 et j'en conserve un souvenir indélébile. Plus de 20 000 personnes remplissant un auditorium de la taille du Centre Bell et posant des questions en rafale à Warren Buffett et Charles Munger sur les marchés et l'économie bien sûr, mais aussi sur des sujets divers dont les relations humaines et la philosophie. En parallèle à cette conférence, une immense foire est organisée mettant en vedette les dizaines de compagnies détenues par Berkshire Hathaway.

Cette année, ce fut un événement aux proportions bien plus modestes, distanciation sociale oblige, et au ton relativement discret. M. Buffett a passé la plus grande partie des deux premières heures de l'événement à exprimer son sentiment sur la pandémie du COVID-19 et ses impacts économiques possibles dans tous les domaines, depuis la politique monétaire et fiscale jusqu'au comportement du consommateur et des entreprises.

Le point principal qui ressort de cette assemblée, c'est que Berkshire est extrêmement prudent en ce moment en raison des incertitudes portant sur la pandémie du COVID-19 et de la fermeture de l'économie ou de la récession qui en a résulté. S'inscrivant en faux contre la célèbre maxime de M. Buffett (« Avoir peur quand d'autres sont cupides et être cupide quand d'autres ont peur »), Berkshire s'est en fait débarrassée de certaines actions, n'a conclu aucun accord commercial et a laissé ses soldes de liquidités s'accumuler pendant le premier trimestre.

Ce ne fut certes pas une surprise de voir Berkshire se débarrasser des compagnies aériennes. Il est l'auteur de l'expression « La façon la plus rapide de devenir millionnaire est de commencer comme milliardaire et d'investir dans les compagnies aériennes ». Mais nous avons été tout de même étonnés de voir que M. Buffet avait cessé de racheter des parts de Berkshire. Le sentiment général, c'est qu'avec des réserves liquides sous bonne garde, des occasions rares de profiter des sociétés en difficulté et des actions qui ont beaucoup de mal avec la pandémie du COVID-19 et l'arrêt de l'économie ou la récession qui en a résulté, la meilleure option offerte à Berkshire pour investir ses liquidités excédentaires pourrait bien être celle de ses propres actions ordinaires.

Autrement dit, Berkshire n'a pas été un acheteur opportuniste durant ce temps, et ce, malgré les 133 milliards \$ USD en caisse dans ses filiales d'assurance. De plus, Warren Buffett a depuis longtemps une grande admiration pour Jeff Bezos, le fondateur d'Amazon, déclarant il y a un an « Il est incroyable ». En 2019, Berkshire a acquis des actions d'Amazon pour la première fois, et Buffett a mentionné qu'il avait été « idiot » de ne pas le faire plus tôt. Il nous semble d'autant plus surprenant que malgré le recul significatif de ce titre en mars dernier, Berkshire n'ait pas ajouté un sou à sa position existante.

Warren Buffett n'est pas le seul gestionnaire d'impact à exprimer sa prudence face à la crise actuelle et à la soutenabilité du rebond que nous avons observé depuis le 23 mars. En effet, plusieurs légendes de Wall Street et de la finance, dont Paul Tudor Jones, Howard Marks et Carl Icahn sont sceptiques et conservent des niveaux de liquidités élevés. En observant la hausse récente des marchés, qui stagne toutefois depuis plusieurs semaines, ont-ils tort ? Avons-nous manqué le fameux « creux » du marché boursier ?

Des rallyes fréquents dans les marchés baissiers

Voici quelques données tirées de l'article sur la stratégie mensuelle d'avril de *Gavekal Research*, portant sur la question de savoir si le creux a été atteint en mars : « Les marchés sont rarement évidents après une chute massive. Au cours de 15 marchés baissiers depuis 1950, un seul n'a pas vu le pire creux initial éprouvé en dedans de trois mois... Dans tous les autres cas, le creux a été éprouvé une ou deux fois. Étant donné que le flot de nouvelles économiques de cette crise va

1/9/2000 - 4/4/2001	-27%
4/4/2001 - 21/5/2001	19%
21/5/2001 - 21/9/2001	-26%
21/9/2001 - 19/3/2002	22%
19/3/2002 - 9/10/2002	-33%
9/10/2007 - 10/3/2008	-18%
10/3/2008 - 19/5/2008	12%
19/5/2008 - 20/11/2008	-47%
20/11/2008 - 6/1/2009	25%
6/1/2009 - 9/3/2009	-27%

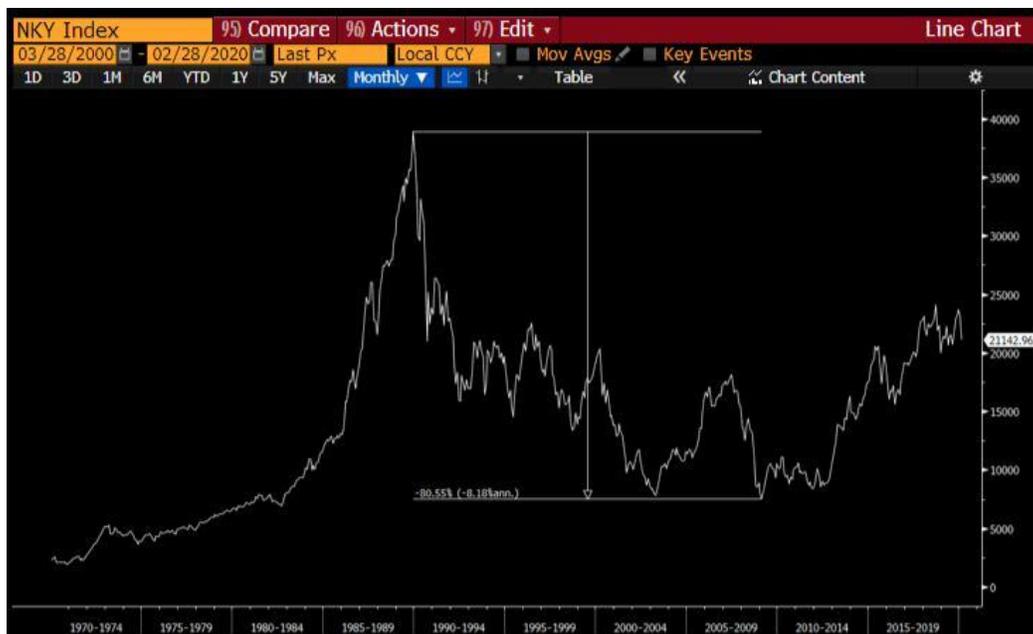
probablement s'aggraver avant qu'il ne s'améliore, une répétition semble probable. »

La première et la deuxième baisse ont été suivies de reprises substantielles . . . qui ont ensuite cédé la place à des déclinés encore plus importants. **Les données de Gavekal nous indiquent que les marchés se redressent rarement en ligne droite.** Au contraire, leurs mouvements représentent un bras de fer continu entre les haussiers et les baissiers et le résultat va rarement dans une seule direction. Lors de baisses initiales, après que les acheteurs optimistes aient réagi aux faibles prix et acheté, les pessimistes trouvent que les nouveaux prix plus élevés sont intenable et s'engagent dans une autre série de ventes. Et il en est ainsi pendant un certain temps.

En remontant au Krach boursier d'octobre 1929, l'importance d'être patient lors des périodes de volatilité semble encore plus marquée. Le rallye de novembre 1929 a vu une progression de la bourse de 47,34 % et a duré près de six mois. La suite fut douloureuse pour les investisseurs ayant misé sur une reprise rapide de l'économie, le creux du marché n'ayant été atteint qu'en juillet 1932, avec un recul total de 89,2 %.

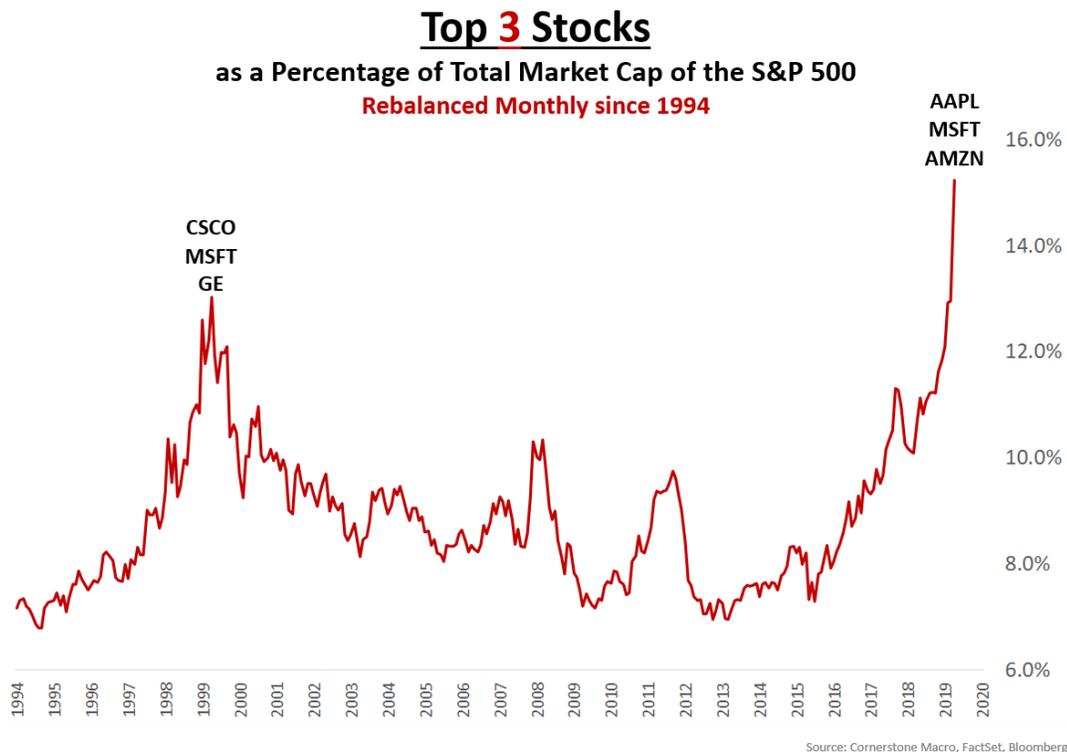


Plus près de nous, l'indice-repère du Japon, le Nikkei n'a jamais retouché le sommet de 38 957 atteint en décembre 1989 et ce malgré des rallyes importants au cours des trois dernières décennies.



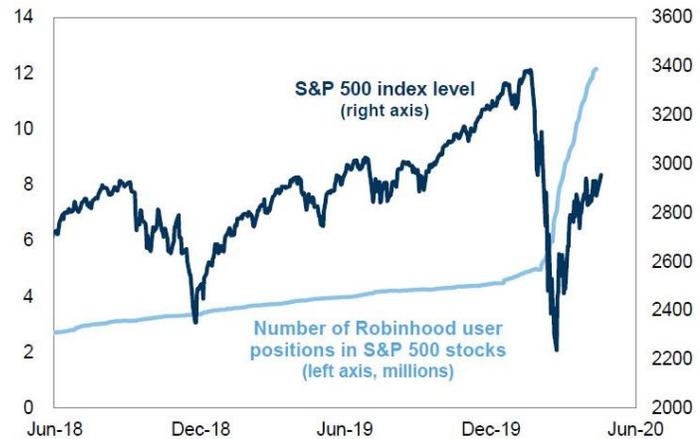
Évidemment, la crise actuelle est unique et les parallèles avec les corrections, récessions et dépressions passées sont parfois difficiles à établir. D’abord, l’intervention massive et rapide des banques centrales a probablement évité une dislocation beaucoup plus importante des marchés financiers et a offert un soutien aux ménages et aux entreprises qui n’a aucune commune mesure avec ce qui a été fait durant la Grande Dépression. Les progrès de la technologie ont permis à des pans entiers de l’économie de continuer à fonctionner malgré la distanciation sociale. Au Canada, le gouvernement détient toujours une excellente cote de crédit et, malgré les déficits accumulés lors de la dernière expansion économique, possède une marge de manœuvre avantageuse par rapport aux gouvernements européens.

Finalement, il y a eu une accélération de tendances lourdes, bénéficiant aux secteurs des technologies, de l’infonuagique, et des soins de la santé notamment. D’ailleurs, ces entreprises expliquent une grande partie de la remontée récente des marchés boursiers aux États-Unis, alors que ce fort niveau de concentration est inquiétant. **En effet, les seuls titres d’Apple, de Microsoft et d’Amazon représentent à eux seuls 14,9 % de la capitalisation totale de l’indice S&P 500, soit plus que les 300 dernières compagnies de l’indice combinées, dépassant le précédent niveau de concentration atteint en l’an 2000 avec Cisco, Microsoft et GE.**



Un autre signe rappelant la bulle technologique : plus de 609 000 comptes de boursicoteurs ont été ouverts chez le courtier Schwab seulement au premier trimestre de 2020, générant une hausse de 300 % des transactions en mars seulement. L'application transactionnelle *Robinhood* a aussi explosé en popularité. D'où vient cet intérêt ? Beaucoup de temps libre, l'absence de paris sportifs et l'aide gouvernementale. En effet, les individus dont le salaire se situe entre 35 000 \$ et 75 000 \$ ont transigé 90 % plus souvent après la réception des chèques d'aide d'urgence du gouvernement américain que la semaine avant. **Il n'y a rien de rassurant à lire ces chiffres, d'autant que les initiés des compagnies publiques, généralement mieux informés sur la valeur intrinsèque de leur firme, vendent leurs actions à un rythme soutenu.**

Robinhood data show a leap in retail investor equity trading activity



Source: Company data, Robintrack, Goldman Sachs Global Investment Research

Pourquoi nous sommes toujours défensifs ?

Il existe, selon nous, d'autres facteurs justifiant encore de la patience et surtout une grande prudence. Le niveau d'endettement au début de l'année 2020 était sans précédent, atteignant près de 50 % du PIB aux États-Unis. Cette dette devra être purgée, la Réserve fédérale ne pouvant racheter toutes les obligations corporatives en défaut. Une grande partie de la hausse des actions américaines des deux dernières années était attribuée aux rachats d'actions alimentés par cette dette corporative à faible taux d'intérêt. Cette stratégie sera beaucoup moins répandue, les sociétés viables voulant conserver davantage de liquidités et celles qui nécessiteront une aide gouvernementale n'y auront plus droit. Pour les individus, les 36 millions d'américains ont appliqué pour l'assurance emploi aux États-Unis depuis mars dernier et ne retrouveront pas tous leur emploi en sortie de crise. Le haut niveau de dette pré-COVID-19 explique aussi les défauts de paiement sur 15 millions de cartes de crédits, 3 millions de prêts auto et 1,6 millions d'hypothèque en avril seulement. De plus, avec la bonification de 600 \$ par semaine, 40 % des chômeurs gagnent davantage que lorsqu'ils étaient actifs. Seront-ils motivés à retourner travailler ? Devant un avenir incertain, avec 47,5 % des ménages ayant vécu une baisse de revenu et 37 % qui en anticipent une prochainement, le taux d'épargne pourrait se situer à plus de 10 % et donc réduire substantiellement les dépenses discrétionnaires,

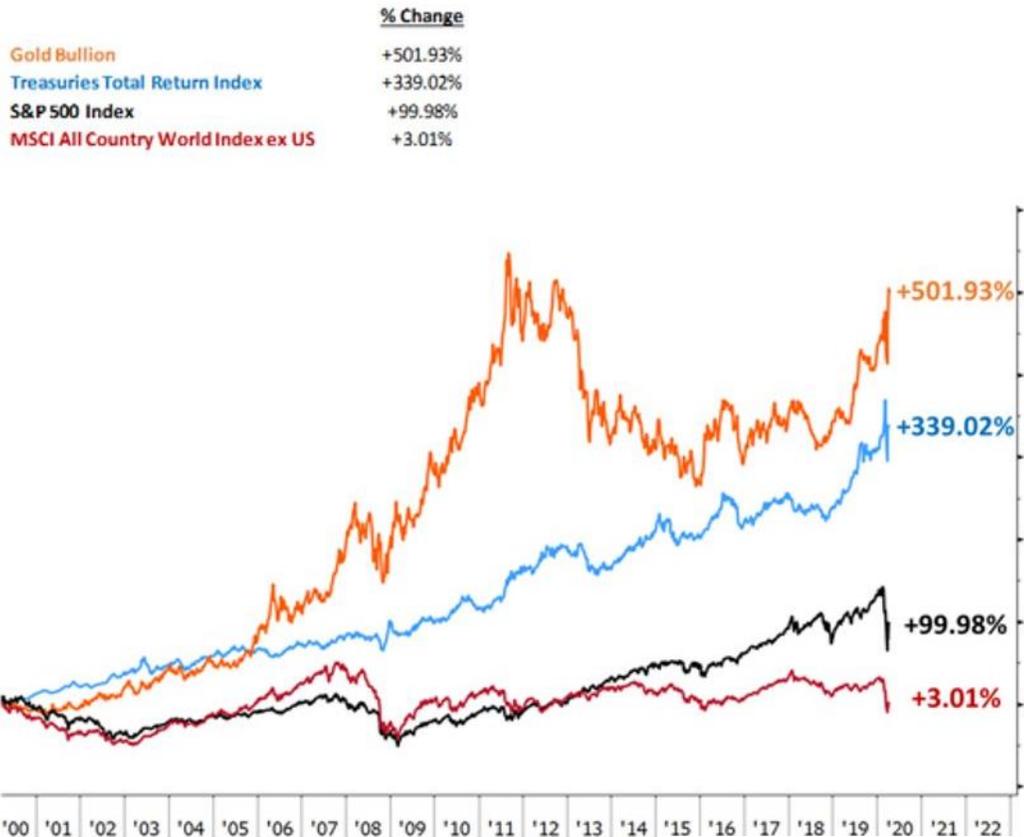
sans compter le financement d'une dette des ménages en croissance. La confiance des consommateurs et des entrepreneurs est en chute libre, alors que des vagues de faillites et de fermetures de petites et moyennes entreprises américaines, représentant le cœur de l'emploi aux États-Unis, se multiplient. Certains changements de comportement des employeurs et des consommateurs pourraient être durables, dont le télétravail, le loisir, le voyage, les restaurants. La chaîne d'approvisionnement, mise à dure épreuve depuis février, sera revue et misera sur un « onshoring » avec les avantages mais aussi les défis logistiques que l'on connaît à miser sur les économies locales. La mobilité de la main d'œuvre et l'immigration réduites exacerberont le problème du vieillissement de la population, sans compter que les risques géopolitiques et climatiques sont toujours bien présents. **Finalement, sans la production et la distribution massive d'un vaccin, la possibilité d'une seconde vague de COVID-19 causée par le déconfinement représente un risque majeur pour la santé des individus et la reprise économique.**

Rappel de nos principales thèses d'investissement

- Nous anticipons une augmentation de la volatilité et un recul des classes d'actifs à risque. Nous détenons toujours des actions mais aux limites inférieures des marges qui sont permises, et avec une forte surpondération en titres technologiques et de consommation de base.
- Les taux d'intérêt des obligations fédérales devraient tomber à zéro pour l'ensemble des échéances, et même tomber en territoire négatif. C'est ce que l'on observe en Allemagne et au Royaume-Uni notamment. Il est d'ailleurs toujours possible de profiter de baisses additionnelles, avec une durée suffisamment longue dans le portefeuille obligataire.
- Le dollar américain devrait poursuivre son ascension : même avant la crise pétrolière, nous estimions que le dollar canadien serait sous pression à cause de la faible productivité de l'économie canadienne et une forte concentration dans certains secteurs dont l'immobilier et les ressources naturelles.
- L'or devrait poursuivre son ascension : rarement les conditions ont été réunies de cette façon pour soutenir le prix du métal précieux : baisse marquée des taux d'intérêt, réduisant ainsi le coût d'opportunité de détenir l'or, augmentation exponentielle de la masse monétaire et explosion du bilan de la Réserve Fédérale, incertitude économique et géopolitique grandissante et demande historique pour les lingots d'or en grande partie soutenue par les fonds négociés en bourse.

Enfin, nous misons sur une appréciation de plusieurs classes d'actifs à long terme au sein des portefeuilles et non seulement sur les actions. **Il est en effet important de briser le « mythe » des actions et de se rappeler que l'or et les obligations gouvernementales ont enregistré de meilleures performances que les actions (indice S&P 500 ex-dividendes) depuis les 20 dernières années.**

Mar 11, 2000 Bull Market peak to present: 20 years, 1 month, 1 week



Source : Factset, Cornerstone Macro

Ce que nous avons fait depuis la mi-avril

- Nous avons ajouté comme prévu des actions internationales gérées activement mais qui contiennent une couverture active en cas de volatilité des marchés.
- Nous avons acheté la compagnie Shopify, devenue maintenant la plus grande société canadienne, dépassant la Banque Royale en capitalisation boursière. Nous avons acheté le titre à 497 \$ et avons vendu 50 % de notre position à 819 \$ pour un gain de 65 % en trois semaines, notre cible étant à 800 \$. Nous conservons la position résiduelle étant donné le fort momentum de la compagnie, qui a dépassé les 1150 \$ aujourd'hui, mais nous restons

vigilants. Le temps nous dira s'il s'agit d'un rappel des épisodes des Nortel, Research in Motion et Valeant, alors que chaque titre ayant pris la pôle position dans le marché canadien a connu une fin peu glorieuse.

- Nous avons échangé un fonds négocié en bourse d'actions à faible volatilité (ZLB) pour un fonds commun canadien, géré activement, plus exposé aux titres de consommation discrétionnaire et industriels.
- Nous avons vendu Dollarama : nous sommes déjà surpondérés en titres de consommation de base (Métro, Couche-Tard et Saputo) et la compagnie pourrait souffrir d'une augmentation de ses coûts à court terme et de problèmes dans ses chaînes d'approvisionnement très concentrées en Asie.
- Nous avons acheté des positions indicielles dans les matériaux et les aurifères. Nous sommes conscients de la volatilité de ces secteurs, mais il s'agit de l'extension de notre thèse sur une augmentation soutenue du prix de l'or.
- Nous avons pris, puis fermé une position indicielle en énergie. Notre thèse misait sur une stabilisation de l'offre et donc du prix, mais l'annonce du fonds souverain de la Norvège de plus de 1000 milliard délestant tous ses titres énergétiques canadiens, imitant ainsi Blackrock, la remet en question. Nous avons préféré orienter ce budget de volatilité vers d'autres thèses.

Plusieurs signes qui indiquent historiquement une stabilisation des marchés et l'amorce d'un nouveau cycle haussier n'ont pas encore été observés. Ces facteurs sont, entre autres, la réduction soutenue de la volatilité (indice VIX), la stabilisation du prix des matériaux, le leadership en bourse passant des secteurs défensifs (consommation de base, technologie, soins de santé) vers les secteurs cycliques (financières, consommation discrétionnaire, énergie) et la sous-performance des classes d'actifs défensives (obligations gouvernementales, or, dollar américain). La situation pourrait changer rapidement, mais d'ici là, nous continuerons de miser sur nos thèses principales. Nous prévoyons, le temps venu, ajouter des actions américaines mais dotées du même mécanisme de protection contre la volatilité. Ces actions répondent aux critères de faible dette, de haute visibilité des bénéfices et de croissance supérieure qui, nous le croyons, leur permettront de passer plus aisément au travers des difficultés économiques que nous anticipons.

Nous en profitons pour vous souhaiter un très bon week-end.

Vincent Boucher et l'Équipe Crescendo

Sources: Wall Street Journal, Bloomberg, Oaktree Capital, Morningstar, Factset.

Nous avons rédigé le présent commentaire afin de vous donner notre avis sur différentes solutions et considérations en matière d'investissement susceptibles d'être pertinentes pour votre portefeuille de placements. Ce commentaire reflète uniquement nos opinions et peut ne pas refléter celles de Banque Nationale Groupe financier. En exprimant ces opinions, nous nous efforçons d'appliquer au mieux notre jugement et notre expérience professionnelle du point de vue d'une personne appelée à suivre un vaste éventail de placements. Par conséquent, le présent rapport représente notre opinion éclairée et non une analyse de recherche produite par le Service de recherche de la Financière Banque Nationale. Financière Banque Nationale – Gestion de patrimoine (FBNGP) est une division de la Financière Banque Nationale inc. (FBN) et une marque de commerce appartenant à la Banque Nationale du Canada (BNC) utilisée sous licence par la FBN. FBN est membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE) et est une filiale en propriété exclusive de la BNC, qui est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX). Les titres ou les secteurs d'investissement mentionnés aux présentes ne conviennent pas à tous les types d'investisseurs. Veuillez consulter votre conseiller en placement afin de vérifier si ces titres ou secteurs conviennent à votre profil d'investisseur et pour avoir des informations complètes, incluant les principaux facteurs de risques, sur ces titres ou secteurs.