

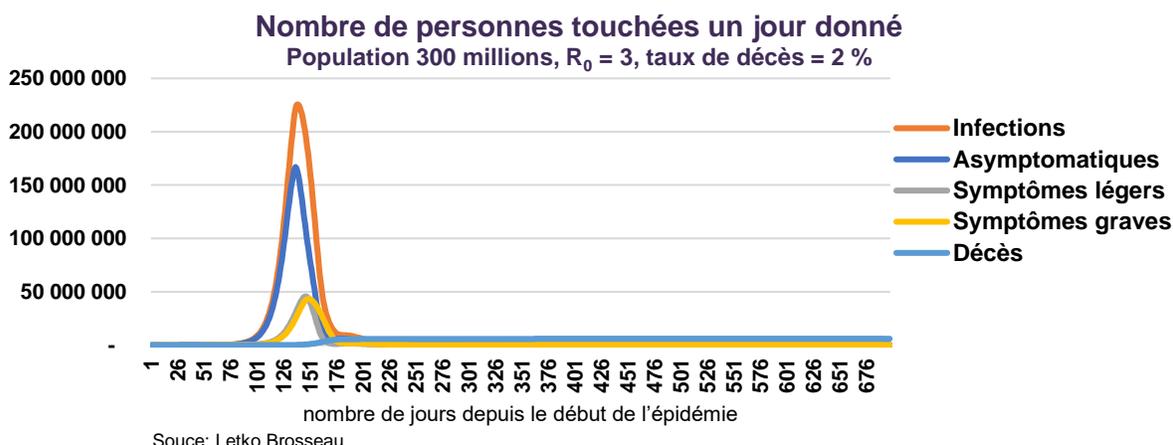
LBA répond à vos questions pressantes

De par son ampleur, l'actuelle épidémie de coronavirus fait figure d'événement ne survenant qu'une fois par siècle. Elle crée un stress sociétal considérable et bouleverse l'économie mondiale et les marchés financiers. La réaction des investisseurs a été d'une rapidité et d'une intensité stupéfiantes. La volatilité récente du marché boursier n'a pas été sans rappeler les mauvais souvenirs de la crise financière de 2008-2009. À l'époque, le système financier mondial avait été durement éprouvé et a mis plusieurs années à se rétablir. Dans le cas présent, nous nous attendons à ce que l'impact du virus se résorbe d'ici 12 à 18 mois. La maladie se dissipera, l'économie se remettra du choc, les entreprises se relèveront de cette perturbation et le marché boursier finira par rebondir.

Vous nous avez posé bien des questions sur la gravité et la durée des perturbations causées par la COVID-19 (la maladie) et sur la stratégie que nous adoptons pour permettre aux portefeuilles de traverser sans heurts cette période difficile. Nous avons déjà publié deux communiqués spéciaux sur la question et nous estimons que l'évolution de la situation justifie que nous fassions le point à nouveau. Nous saisissons cette occasion de répondre à vos grandes questions et nous vous invitons à communiquer avec nous si vous avez d'autres préoccupations.

Les renseignements provenant de sources publiques sont contradictoires. Qu'est-ce qui rend la COVID-19 aussi menaçante?

La vitesse de propagation d'une épidémie dépend en grande partie de l'infectiosité du virus, mesurée par le nombre de nouvelles infections générées par chaque personne infectée. C'est ce qu'on appelle le taux de reproduction de base, transcrit R_0 et prononcé « R nul ». Un pathogène ayant un R_0 élevé se propagera plus rapidement que celui dont le R_0 est plus bas. On estime que le R_0 du SARS-CoV-2 (le virus) se situe entre 3 et 5 si rien n'est fait pour le ralentir, de sorte que chaque personne infectée transmettra le virus à trois à cinq autres personnes. Ce taux est supérieur à celui de la grippe ($R_0 = 1,3$). Nous pouvons simuler la progression de la maladie en fonction de différents R_0 et d'hypothèses de base tirées de la littérature scientifique récente quant à la gravité des symptômes et au taux de mortalité (tout en reconnaissant que bon nombre de ces paramètres sont encore préliminaires). Par exemple, en supposant un $R_0 = 3$ et une population de trois cents millions d'habitants comme celle des États-Unis, ce modèle prévoit que le pic des infections surviendrait entre mai et octobre 2020, avec des conséquences dramatiques.

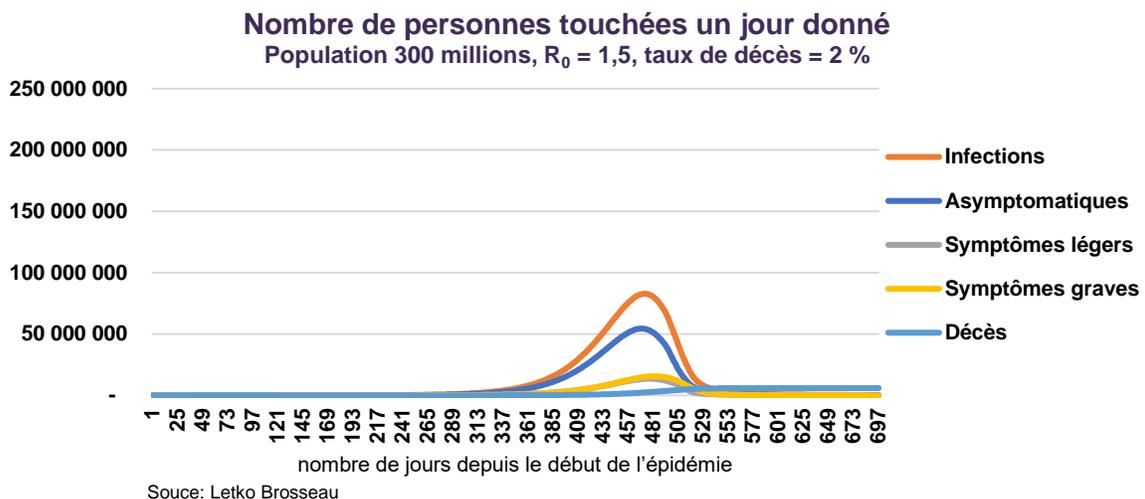




Au paroxysme de l'épidémie, des dizaines de millions de personnes seraient gravement malades et auraient besoin de soins médicaux faute desquels leur vie serait en danger. Rappelons que le réseau hospitalier américain dispose d'environ un million de lits dont la majorité sont déjà occupés par des patients souffrant de diverses maladies. Dans un tel scénario, les systèmes de santé seraient largement débordés à l'échelle mondiale.

Heureusement, des changements de comportement comme la distanciation sociale et une bonne hygiène peuvent réduire le R_0 . En Chine, les mesures fortes prises par les autorités pour imposer de tels changements semblent avoir abaissé le R_0 au-dessous de 1. Si les mesures qui ont fait passer le R_0 au-dessous de 1 sont maintenues, l'épidémie régionale est contenue et se résorbe. Par contre, si elles sont assouplies, le R_0 remonte. La population reste vulnérable à de nouvelles vagues d'infection jusqu'à ce qu'elle acquière une immunité collective (qu'on estime survenir lorsque l'infection a touché entre 60 % et 80 % de la population).

Avec un R_0 de 1,5, notre modèle prévoit que le pic de l'épidémie surviendrait entre mars et août 2021. Ce scénario nous permettrait de gagner le temps précieux nécessaire à l'élaboration d'un vaccin, qui pourrait devenir accessible en 2021. Il importe de noter que le pic des infections pourrait être évité si l'immunité collective est acquise par voie de vaccination plutôt que par les infections naturelles. Dans l'intervalle, le nombre de personnes hospitalisées reste à des niveaux plus gérables. C'est ce que les médias appellent « l'aplatissement de la courbe ». Un tel scénario conduit évidemment à des conséquences humaines plus souhaitables.



Nous croyons que les gouvernements et la société tenteront de réduire le R_0 à un niveau qui nous fera gagner le temps voulu pour élaborer un vaccin et préserver la stabilité des systèmes de santé. Ceci exigera hélas des sacrifices sur le plan économique, dont nous ignorons encore l'ampleur vu le caractère inédit de la pandémie.

Que prévoit LBA relativement au virus et à l'économie dans le meilleur et le pire des scénarios?

La réponse se présente sous la forme d'un dilemme. Le meilleur scénario pour l'économie pourrait être de laisser le virus se propager aussi rapidement que possible. Dans ce cas, le pire de l'épidémie serait passé à la fin de l'été. La majorité des travailleurs ne ressentiraient que des symptômes légers et l'impact sur la production et la consommation serait négligeable, à peine quelques fois plus que celui de la grippe. Cependant, une telle approche aurait d'immenses conséquences sociales parce que le système de santé serait débordé et que le taux de mortalité serait considérable, notamment parmi les personnes âgées de plus de 60 ans. Par contre, si l'on réduit la progression de la maladie par des mesures actives de distanciation sociale, l'impact économique durerait plus longtemps mais le taux de mortalité serait moins élevé. Un effort vigoureux de ralentissement de la maladie coordonné à l'échelle mondiale pourrait nous donner le temps de créer un vaccin et des médicaments efficaces. Nous retenons ce second scénario comme hypothèse la plus probable, d'où une forte augmentation du risque de voir l'économie mondiale se diriger vers une récession.



Comment le virus peut-il être jugulé?

Le virus pourrait être jugulé de l'une des quatre façons suivantes :

- 1) Entre 60 % et 80 % de la population est infectée et la propagation générale est stoppée par l'acquisition d'une immunité collective.
- 2) Un vaccin est créé et administré à la population qui acquiert ainsi l'immunité. On s'attend actuellement à ce qu'un vaccin puisse être offert d'ici le milieu de 2021.
- 3) On trouve un médicament qui réduit au maximum les effets négatifs du virus et le rend inoffensif, allégeant ainsi le fardeau du système de santé. Deux candidats prometteurs sur ce plan sont le Remdesivir (mis au point par Gilead, société détenue dans le portefeuille d'actions non canadiennes de Letko Brousseau) et le Chloroquine (un médicament générique). Bien d'autres stratégies thérapeutiques sont actuellement à l'étude.
- 4) On élabore des tests si rapides et précis qu'il est possible d'identifier toutes les personnes infectées par le virus. Ces personnes peuvent alors être isolées jusqu'à ce que l'épidémie ait atteint son terme. Les choses progressent rapidement sur ce plan, mais pas encore au niveau requis. Par exemple, le 13 mars, la U.S. Food and Drug Administration a autorisé un nouveau test de dépistage de la COVID-19 créé par Roche (société détenue dans le portefeuille non canadien de Letko Brousseau), qui multipliera par dix le potentiel de dépistage (qui atteint actuellement 4 128 patients par jour).

Parmi ces quatre possibilités, la réalisation rapide de la première est socialement inacceptable parce qu'elle pénaliserait de façon disproportionnée les aînés et les personnes ayant des problèmes de santé préexistants; la deuxième exigera de 9 à 18 mois; et les deux dernières sont possibles, mais pas encore disponibles. Notre scénario de base actuel prévoit la réalisation progressive de la première possibilité, couronnée par la deuxième : des mesures sociales actives de retardement permettront d'arriver à une immunité collective jusqu'à ce qu'un vaccin soit créé, le tout exigeant entre 9 et 18 mois.

Nous dirigeons-nous vers une récession?

Dans notre communiqué précédent, nous avons souligné que le risque de récession avait beaucoup augmenté et que nous envisagions donc de modifier nos prévisions économiques. Depuis, le nombre de cas d'infection a augmenté considérablement à travers le monde et les É.-U. ainsi que d'autres pays ont déclaré l'état d'urgence. Étant donné l'adoption de plus en plus généralisée de mesures de limitation sous l'effet des ordonnances des gouvernements et des changements de comportement personnels, il semble probable que nous connaîtrons une récession mondiale en 2020. La gravité du recul reste un point d'interrogation parce que nous ignorons encore l'étendue des efforts à fournir pour contenir l'épidémie. Entre temps, les banques centrales mondiales ont réagi rapidement en réduisant drastiquement les taux d'intérêt et en annonçant l'injection de billions de dollars dans le système financier, alors que les autorités budgétaires se sont quant à elles engagées à adopter d'importants plans de relance budgétaire. Bien que ces mesures soient peu susceptibles de prévenir une récession, elles permettront de limiter l'ampleur du choc économique. Une fois la population immunisée par voie d'infection ou de vaccination, la demande et la production renoueront avec leurs niveaux antérieurs et le rebond pourrait être vif, vu la demande refoulée.

LBA a souvent soutenu que nous étions en présence d'une bulle obligataire. Quelle est l'incidence de la situation actuelle sur cette théorie?

Il était peut-être prématuré de notre part d'annoncer l'éclatement de la bulle obligataire. De fait, les taux d'intérêt pourraient encore fléchir ou rester bas tout au long d'une récession, puisqu'ils sont le seul instrument





d'intervention principal dont dispose la Réserve fédérale. Cependant, bien des livres ont été écrits sur les causes et la dynamique des bulles. Ils concluent tous que les bulles sont chaotiques et ont tendance à mal finir. Si le taux d'intérêt d'une obligation à 30 ans est de 1 %, cette obligation se négocie à 100 fois son revenu, lequel ne peut augmenter puisqu'il a été fixé dans le contrat obligataire. Par contraste, les actions que nous détenons se négocient à moins de 10 fois les bénéfices et tout porte à croire que ces bénéfices vont augmenter au cours des 30 prochaines années. Les entreprises peuvent créer de nouveaux produits, pénétrer de nouveaux marchés, profiter de nouvelles technologies et contribuer à l'avancement de l'humanité. Nous choisissons de ne pas spéculer sur l'ampleur de la baisse des taux. Notre approche consiste à investir dans des actifs qui offrent un rendement ajusté en fonction du risque intéressant à moyen terme. La bulle obligataire est toujours là et elle continue de gonfler. Le fait qu'elle gonfle signifie que son éclatement sera d'autant plus douloureux pour les investisseurs qui n'ont pas su s'éloigner à temps.

Qu'est-ce qui explique la rapidité et l'ampleur de la chute du marché?

La rapidité et l'ampleur de la chute du marché boursier indiquent probablement que des facteurs très techniques sont en jeu. Il importe de noter que 40 % des actions sont détenues dans des fonds négociés en bourse (FNB) qui sont des substituts des indices du marché. Les détenteurs de ces FNB se montrent largement indifférents à la véritable valeur des sociétés dans lesquelles ils investissent – si tant est qu'ils la connaissent. Ceci peut les amener à réagir de façon plus primitive et instinctive mais erronée à la volatilité du marché. De plus, nous avons vu proliférer les stratégies de placement automatisées qui font intervenir des règles techniques d'achat et de vente mettant l'accent sur l'exposition à la volatilité à court terme. Cette façon d'investir est insensible aux critères clés de notre approche de gestion des portefeuilles, à savoir la sensibilité aux cours, la valeur intrinsèque des sociétés sous-jacentes et l'adoption d'un horizon à long terme. La négociation quantitative et à haute vitesse pouvant représenter jusqu'à la moitié des opérations sur actions aux États-Unis (souvent au moyen de FNB) tandis que les investisseurs traditionnels comme nous ne comptent que pour environ 10 % du marché, elle peut déstabiliser les cours bien en deçà de la juste valeur durant des périodes de forte volatilité. Ajoutons à cela les stratégies de portefeuille à effet de levier et de vente d'options, et nous obtenons un effet combiné susceptible de renforcer la pression à la baisse sur les cours boursiers. Bien que déplaisant, ce genre de perturbation du marché est de nature temporaire. Dans nos portefeuilles, nous nous attachons à faire la différence entre le risque de perte permanente de capital (sociétés que nous ne voulons pas détenir) et le recul temporaire du cours d'une société fondamentalement solide (que nous désirons détenir). Le marché redécouvrira les vertus de la valeur une fois dissipée l'incertitude entourant les coûts humains et économiques du virus, d'où un potentiel de hausse significatif.

Quelles mesures avez-vous prises à l'égard du portefeuille dans ce contexte difficile pour les marchés?

Rappelons que l'année avait débuté sous des auspices favorables. Tous les ingrédients étaient réunis pour une accélération de l'activité mondiale : les tensions commerciales se résorbaient, les politiques budgétaires et monétaires étaient très accommodantes, le marché du travail était robuste et les consommateurs dépensaient. Nous avons structuré nos portefeuilles en vue de profiter de cette croissance. Fin janvier, à peine sept semaines avant d'écrire ces lignes, la Chine a reconnu qu'elle avait un problème avec le coronavirus. Notre équipe responsable du secteur de la santé a signalé le danger possible de ce virus pour la vie humaine et l'économie mondiale et notre équipe de placement a entrepris de réévaluer les risques des titres en portefeuille. Cependant, à partir de la mi-février, le marché boursier n'a cessé de baisser. Nous avons déjà entrepris concrètement de réduire notre exposition aux sociétés vulnérables à une longue période de difficultés économiques et nous étions en train d'étoffer nos positions en liquidités. Néanmoins, lorsque le marché a chuté brusquement en mars, il a pu sembler que nous n'en avons pas fait assez. À nos yeux, le principal critère qui doit présider à nos décisions de vente, de conservation et d'achat de titres est de nous assurer que les sociétés en portefeuille seront toujours là dans trois ans. Avec le recul, nous nous rendons compte que le marché regorgeait d'occasions intéressantes durant la période trouble que nous traversons.



Le prix du pétrole peut-il encore baisser?

Au début de l'année, la demande de pétrole s'annonçait forte à l'échelle mondiale. L'AIE estimait qu'elle augmenterait de 1,3 million de barils par jour, soit 1,3 % sur un an, chiffre comparable à son taux de croissance moyen de la dernière décennie. Deux chocs majeurs sont venus invalider cette prévision. Premièrement, le coronavirus a provoqué un choc de la demande de pétrole. Pour ralentir la progression du virus, les gouvernements du monde entier ont restreint les déplacements et imposé des quarantaines. Le ralentissement de l'activité économique a réduit les besoins en pétrole. Il est difficile de déterminer à quel point, mais l'AIE estime que la demande mondiale a chuté de 2,5 millions de barils par jour (mb/j) au premier trimestre, et nous croyons qu'elle pourrait diminuer encore fortement à mesure que les efforts visant à contenir le virus s'intensifient dans différents pays. Deuxièmement, la Russie et l'Arabie saoudite ont provoqué un choc de l'offre en signifiant haut et clair qu'elles n'avaient pas l'intention d'absorber l'essentiel de la baisse de la demande si les autres producteurs du monde n'assumaient pas leur part du fardeau. Ces deux chocs simultanés ont fait plonger le prix du pétrole WTI qui est passé d'environ 60 \$ le baril au début de l'année à un creux de 31 \$ le baril.

Il est possible qu'à court terme les cours du pétrole poursuivent leur tendance à la baisse, mais les prix actuels ne sont pas viables pour des pans entiers de l'industrie. Le marché pétrolier réagira forcément par des baisses de production afin de rééquilibrer la situation. De fait, au Canada et ailleurs dans le monde, des sociétés ont déjà annoncé une première série de compressions radicales dans leurs budgets d'immobilisations de 2020 – souvent de l'ordre de 20 % à 40 %. Si les prix restent bas, ces compressions s'accroîtront. Nous croyons que la baisse de production mondiale pourrait atteindre 1,5 mb/j au quatrième trimestre de l'année et 2,5 mb/j au premier trimestre de 2021. Lorsque la demande rebondira, il sera vraisemblablement impossible pour l'industrie d'augmenter rapidement la production après une longue période de quasi-absence d'investissements. Les prix du pétrole pourraient donc bénéficier d'un bon soutien lorsque nous sortirons des difficultés actuelles.

Quelle stratégie adoptez-vous à l'égard de votre portefeuille de titres énergétiques face à la dislocation des marchés de l'énergie? Combien de temps faudra-t-il pour que le cours des actions des producteurs de pétrole et de gaz regagne le terrain perdu?

Puisqu'il est possible que les prix du pétrole restent bas jusqu'en 2021, nous avons soumis nos positions énergétiques à un test de résistance pour évaluer le risque de perte de valeur permanente. Nous croyons que 95 % des sociétés énergétiques que nous détenons se montreront très résilientes face à la modicité des prix des matières de base et ne risquent pas d'éprouver des problèmes de crédit ou de liquidité. Les sociétés pétrolières et gazières ne feront pas d'argent aux prix actuels, mais elles tireront profit de la remontée des prix qui accompagnera la reprise. Parallèlement, nous surveillons de près la petite minorité de sociétés faisant courir un risque de perte permanente et nous discutons avec leurs dirigeants.

En réaction au choc pétrolier, la composante énergétique du MSCI a baissé de 46 % entre le début de l'année et le 13 mars, contre un recul de 20 % pour l'ensemble de l'indice. Au Canada, le secteur énergétique a chuté de 55 % alors que le TSX a perdu 20 %. Nous sommes très réticents à nous départir d'actifs qui se négocient temporairement très en deçà de leur valeur économique et qui offrent un important potentiel haussier futur.

Si l'offre et la demande de pétrole s'équilibrent par des baisses de production ou par le retour de la demande, les cours des actions rebondiront. Même dans le scénario pessimiste où les prix du pétrole resteraient extrêmement bas pendant un ou deux ans et ne remonteraient progressivement qu'à un niveau très inférieur à leur moyenne de la dernière décennie, nous ne changerions pas grand-chose à notre évaluation de la valeur à long terme des sociétés de ce secteur, tandis que leurs valorisations sont actuellement déprimées. En supposant que le prix du WTI s'établisse à 60 \$ le baril à long terme, nos positions énergétiques se négocient à un escompte de 40 % à 50 % par rapport à leur valeur liquidative. Le marché finira par anticiper une hausse des prix du pétrole et le cours des actions pourrait alors remonter encore plus rapidement.





Pourquoi LBA détient-elle des actions minières alors qu'une récession se profile à l'horizon?

Nous avons décidé de ne pas vendre nos positions dans les producteurs de métaux de base à la mi-février, parce que nous étions d'avis que leurs valorisations correspondaient déjà aux prix des produits de base dans un contexte de forte récession. Dans le cadre de notre analyse continue, nous avons pris en compte la courbe des coûts de l'industrie et les tendances de compression des coûts dans une conjoncture de détérioration des prix des produits de base, les déclinés historiques de la demande, les stocks actuels de l'industrie et la nouvelle offre possible. Nous avons testé la valeur de nos sociétés minières dans un scénario économique défavorable. Nous avons conclu que leur cours risquait peu de baisser encore davantage de façon durable. La demande de produits de base comme le cuivre, le zinc et le minerai de fer n'a pas été anéantie, mais simplement reportée. Lorsque l'économie mondiale se relèvera, le monde aura davantage besoin de ces produits de base ce qui se traduira par une augmentation de leurs prix. Quand les investisseurs commenceront à pressentir la fin imminente de la récession, les actions des producteurs de métaux de base seront parmi les premières à remonter.

Les sociétés aériennes et touristiques seront le plus durement touchées par le virus. Comment entrevoyez-vous les perspectives de ce secteur?

Dans le secteur des voyages, les sociétés que nous détenons en portefeuille ont affiché d'excellents résultats en 2019 et notre exposition au secteur avait été réduite, réalisant des profits substantiels. Le rebondissement économique largement attendu en 2020 aurait assuré la continuité de cette tendance. Cependant, la COVID-19 a changé du tout au tout les perspectives du secteur. Le transport aérien a diminué de 88 % en Chine en février. Depuis lors, la propagation du virus a entraîné des interdictions de voyage et des annulations de vols à travers le monde. L'impact de cette épidémie sur le secteur aérien s'annonce évidemment sévère à court terme. Quel regard devons-nous porter sur ces sociétés? Le premier effet de cette crise sera une perte de revenus. Avec un grand nombre d'appareils cloués au sol, la principale préoccupation de ces sociétés sera de préserver leur trésorerie tout en s'acquittant de leurs obligations de service envers leurs clients. Chaque société aérienne a son propre profil financier, mais les coûts d'exploitation sont les mêmes partout dans le monde. La grande différence réside dans la façon dont ces sociétés financent leurs activités, et surtout leur flotte d'avions principalement acquise dans le cadre d'accords de crédit-bail. Au final, la survie de l'industrie pourrait passer par des concessions des syndicats et des bailleurs et par un soutien gouvernemental.

Bien que nous ayons proactivement réduit notre exposition au secteur des voyages, nous conservons des placements dans cette industrie. Pour évaluer les perspectives de ces sociétés, nous devons déterminer si leur bilan résistera à la pression d'une diminution de la demande et quel niveau de rentabilité elles pourront atteindre lorsque les conditions reviendront à la normale. À notre avis, les investisseurs finiront par se concentrer sur le potentiel considérable de ces sociétés et se rendront compte que l'effet du virus sur les voyages est un événement ponctuel qui ne détruira pas des sociétés par ailleurs solides.

Combien de temps les actions mettront-elles à se remettre de leur recul?

Il est toujours difficile de prédire jusqu'où les cours vont baisser ou à quel moment ils vont amorcer leur remontée. Cependant, nous pouvons affirmer que le cours d'une grande partie des actions en portefeuille intègre déjà beaucoup de mauvaises nouvelles. Les valorisations actuelles reflètent un net pessimisme quant aux perspectives des sociétés. De fait, avec un ratio cours-valeur comptable autour de 0,7 à 0,9, notre portefeuille se négocie meilleur marché de 20 % par rapport au plus bas de la grande récession en mars 2009. Lorsque les investisseurs commenceront à « voir la lumière au bout du tunnel » et à anticiper la fin de la crise, ils reviendront à la bourse. Et les cours boursiers peuvent monter rapidement et fortement. Nous sommes convaincus que nos positions offrent un bon potentiel de création de valeur quand les conditions se normaliseront.



Est-ce le bon moment pour acheter? Si oui, qu'achetez-vous?

Actuellement, notre scénario de base prévoit que la progression du virus sera ralentie par des mesures de retardement. Il est possible qu'on trouve un médicament capable d'atténuer les conséquences d'une infection virale, mais cela nous paraît moins probable à brève échéance. Nous concluons donc que l'épidémie pourrait mettre des mois à se résorber. Dans l'intervalle, l'ampleur de la correction du marché fait penser que les investisseurs anticipent déjà un scénario très défavorable. Nous avons levé de l'encaisse dans les portefeuilles et notre équipe de placement se penche sur de nombreuses sociétés vedettes qui ont vu leur cours baisser et que nous aurions intérêt à ajouter à nos portefeuilles. Les dislocations de marché comme celle que nous connaissons actuellement offrent généralement des occasions d'investissement qui ne se présentent qu'une fois par décennie. Nos décisions d'achat dépendront d'une plus forte conviction quant à l'effet du virus sur l'économie et de ses effets croisés sur différents secteurs, mais nous sommes confiants que la patience sera largement récompensée lorsque nous surmonterons cette crise sévère mais temporaire.

LBA a eu tendance à regarder le monde « à travers des lunettes roses »; pourtant, vous nous parlez maintenant de mois difficiles à venir. Où est passé votre optimisme légendaire?

Nous sommes réalistes quant au coût social et économique de la pandémie, qui sera significatif à court terme, mais nous restons optimistes quant à la force sous-jacente et à la résilience de la communauté mondiale. La demande et la production seront certes interrompues en 2020 et pendant une partie de 2021. Dans l'intervalle, des efforts immenses sont déployés pour soigner les malades, trouver des médicaments et des vaccins et atténuer les perturbations des activités quotidiennes, dans un remarquable élan de solidarité. La maladie sera passagère et sa disparition libérera une forte demande refoulée. Il y a des forces structurelles à l'œuvre qui soutiennent la croissance et l'avancement de la société. Tous les jours, les gens ont de nouvelles idées et agissent pour améliorer leur avenir et celui de leurs enfants. Nous sommes persuadés que l'humanité va traverser cette mauvaise passe temporaire et retrouver le chemin de la croissance.

Pour conclure

Nous vous avons fait part de ce que nous comprenons de l'épidémie, en sachant qu'il subsiste bien des zones d'ombre quant au virus et à son impact social et économique. Quoique décousue à l'occasion, la réaction mondiale a été dans l'ensemble remarquablement cohérente. Le partage de l'information mérite des éloges, tout comme la collaboration dans le domaine de la recherche, l'intervention vigoureuse des gouvernements et les efforts déployés par le personnel de première ligne du secteur de la santé.

Alors que les événements se bouscuaient, nous avons mis le plus grand soin à protéger votre capital avec prudence et jugement. Hélas, nous n'avons pu mettre nos portefeuilles à l'abri du recul du marché. Nous avons bien agi à certains égards, mais nous reconnaissons que nous aurions pu en faire davantage. Nous avons investi votre capital dans des sociétés qui offrent une valeur considérable et que nous jugeons très prometteuses. Au final, c'est là que réside la clé du succès du portefeuille à la longue. Soyez assurés que nous avons agi et pris des décisions en pensant d'abord à protéger vos intérêts.

Nous vous remercions de votre confiance et sommes convaincus que des jours meilleurs nous attendent.

L'équipe de Letko Brousseau

Le présent document a été préparé par Letko, Brousseau & Associés Inc. à titre indicatif seulement et ne vise pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal ou des recommandations en matière de placement, et ne doit pas être utilisé comme tel.

Lorsque les renseignements contenus dans le présent document proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources dont ils proviennent sont considérées comme étant fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations contenues dans le présent rapport constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs.

Le présent document peut contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances pouvant faire en sorte que les événements, résultats, performances ou perspectives réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.

