

# Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, commentaire du troisième trimestre de 2011

## La fin du monde arrive...encore une fois

Par Geoff MacDonald, gestionnaire de portefeuille

Voici mon 12e commentaire trimestriel depuis nos débuts, il y a presque trois ans. Mon tout premier commentaire avait donné le ton aux dix suivants, et tout vraisemblablement, aux dix qui suivront. Dans mon premier commentaire, j'avais suggéré aux investisseurs de ne pas craindre les occasions sous-jacentes aux titres à bas prix. J'ai répété ce message dans mes commentaires de fin d'année en 2009 et en 2010. Depuis trois ans maintenant, nous sommes comme un disque abîmé qui répète constamment comment le pessimisme a fait naître un refus à payer pour un potentiel de croissance, en donnant aux investisseurs des occasions d'acheter des titres de sociétés dont les perspectives de croissance future ne se reflètent pas dans le cours actuel de l'action. Depuis sa création, le portefeuille a gagné 40 % (série A), démontrant heureusement qu'un marché rempli de pessimisme n'est pas nécessairement un marché sans occasions de croissance.

Bien que désagréable, notre message n'a pas changé. Nous avons souvent prévenu que les choses seraient vraisemblablement plus lentes à long terme et nous le répétons encore aujourd'hui. Il ne faut pas se méprendre sur mon utilisation du mot « désagréable ». C'est seulement qu'à titre de rédacteur de commentaires trimestriels, ce serait bien parfois de parler d'autres choses. En fait, un marché rempli de pessimisme est une chose heureuse sur laquelle peut tomber un investisseur.

Depuis les trois dernières années, nous avons tiré profit de nombreuses occasions en achetant des entreprises auprès de gens ébranlés par le pessimisme, et ces occasions continuent de se présenter. Ces pessimistes sont ces gens que vous devez toujours chercher à trouver si vous souhaitez une carrière remplie de succès à acheter les titres des entreprises. Je ne veux pas minimiser les inquiétudes que nous avons tous quant à l'avenir. Toutefois, j'ai peur de perdre de vue le prix d'entrée qui dicte les rendements futurs et qui est plus facile à obtenir lorsque vous achetez auprès de vendeurs déprimés, apeurés, mal informés ou pessimistes.

C'est la quatrième fois en trois ans que les participants au marché des actions pensent que la fin du monde est arrivée (les trois fois précédentes ayant été novembre 2008, mars 2009 et l'été 2010). Chaque fin du monde nous a permis de sélectionner des entreprises qui, plus tard, ont affiché des rendements substantiels.



E D G E P O I N T

## **Les difficultés macroéconomiques encore et toujours. Y a-t-il encore quelqu'un qui se procure des titres de sociétés?**

Jamais les gens n'auront porté autant d'attention aux difficultés macroéconomiques, et c'est quelque chose que les investisseurs chevronnés aiment entendre.

J'imagine que c'est beaucoup plus amusant de se concentrer sur les difficultés macroéconomiques et de pontifier avec les autres sur le spectacle politique embarrassant aux États-Unis ou sur la direction que prendra vraisemblablement l'euro, ou encore si les banques françaises déclareront faillite, ou si le ralentissement de l'économie chinoise, ou la montée du cours de l'or, ou l'opération « twist », ou la probabilité d'une récession à double creux ou l'avenir de la Grèce dans l'Union européenne. Heureusement, presque tous les périodiques professionnels consacrent la majorité de leurs efforts aux mêmes sujets que tout le monde. C'est donc plus facile de lire et de parler des mêmes sujets que tout le monde.

Y a-t-il une personne dans cette immense foule qui croit avoir certaines perspectives que tous les autres qui lisent et parlent des mêmes sujets n'ont pas? Si c'est le cas, cette personne doit être exceptionnellement intelligente. Souvenez-vous, sans une idée unique, vos perspectives de placement sont faibles. Si les discussions sur les difficultés macroéconomiques sont divertissantes, il ne faudrait quand même pas oublier de ramasser les billets de cinq dollars sur les trottoirs pendant que nous émettons nos théories sur ces sujets.

C'est bien d'obtenir l'opinion du monde entier sur les difficultés macroéconomiques. Tout le monde le fait, y compris nous-mêmes. Mais il est aussi possible de se faire prendre dans ce brouhaha et de rater des occasions d'investissement merveilleuses en cours de route. Il faut surtout mettre en contraste ces opinions macroéconomiques avec ce que le marché a déjà pris en compte. Par exemple, en 2000, la foule prêchait sur les merveilleuses occasions d'investissement d'Internet. Si les investisseurs avaient convenu puis constaté que personne n'avait de perspective unique puisque tout le monde voyait le même futur, ils auraient alors évité des pertes de capital. Par exemple, c'est bien de s'entendre sur le fait qu'il y a une chance de récession à double creux aux États-Unis. Mais rappelez-vous que si tout le monde est d'accord avec vous, les actions vont fort probablement prendre en compte cette probabilité et vous devriez alors rechercher des achats potentiels, non des ventes. À titre d'exemple, le rendement des flux de trésorerie disponibles de l'indice S&P 500 relativement aux obligations du Trésor sur 10 ans n'a jamais été aussi important sur une période de 50 ans, soulignant ainsi le pessimisme pris en compte dans les cours actuels.

Il y a deux problèmes majeurs avec les opinions macroéconomiques. Le premier est que vous pouvez vous tromper. Qu'arrive-t-il si vous concevez un portefeuille en vous appuyant uniquement sur une opinion macroéconomique ou sur une crainte et, qu'en fin de compte, ce n'est pas la bonne? L'ensemble de votre portefeuille pourrait effectivement être mauvais et vous pourriez encourir votre propre perte. Le deuxième est que même si votre vision descendante du monde est exacte, elle peut vous éloigner d'occasions de placement incroyables.

Par exemple, nous sommes très déçus de l'Europe puisqu'elle se retrouve en grande panique depuis la crise du crédit de 2008. D'une façon disproportionnée, les gestionnaires de fonds mondiaux ont effectué très peu de placements en Europe au cours des trois dernières années. L'Europe n'a pas saisi la chance de recapitaliser ses banques lorsque l'occasion s'est présentée. Non seulement cela, mais ces banques n'ont pas changé la nature de leur financement (elles dépendent toujours autant d'un financement de gros à court terme). L'Europe a maintenant des banques faiblement capitalisées, dont les avoirs sont suspects et auxquelles le financement a été retiré. Est-ce que quelqu'un devrait être ébranlé par le potentiel de défaillance des banques européennes? Et par-dessus le marché, il y a 17 pays intéressés qui recherchent une solution unifiée. Et en ajoutant au portrait le fait que bon nombre de ces pays étaient en guerre l'un contre l'autre il n'y a pas si longtemps, la situation devient pratiquement humoristique. Puis en faisant entrer en jeu une banque centrale qui n'a pas de mordant, des pays qui s'endettent davantage pour sauver des pays plus faibles qui augmentent leur dette, et en tenant compte de l'énorme écart de productivité entre les nations, vous comprenez pourquoi nous sommes témoins d'un spectacle fantastique qui, dans sa presque totalité, devrait être observé en marge.

Peut-être que tout le monde ressent le même découragement devant les perspectives de l'Europe. Si c'est le cas, cela ne veut pas dire que n'importe quoi devient une grande occasion de placement en Europe, mais cela signifie probablement que les entreprises, pour la plupart, présentent des prix intéressants. Étant donné notre perception de l'ensemble du problème, nous allons continuer de rester sagement à l'écart des banques européennes. Nous devrions aussi éviter les entreprises établies dans les pays les plus faibles, comme la Grèce. La nature du capitalisme en Grèce au cours des dix prochaines années pourrait être bien différente de ce qu'elle a été dans les dix dernières années, caractérisée par d'imposantes augmentations fiscales, des nationalisations ou même une dépression. Allez savoir!

Néanmoins, existe-t-il des entreprises exerçant leurs activités dans les territoires européens pour lesquelles la nature du capitalisme ne changera pas tellement dans la prochaine décennie? Des entreprises qui peuvent connaître une croissance en dépit des nombreux

obstacles en Europe? Peuvent-elles s'approprier une part du marché, lancer de nouveaux produits ou investir de nouveaux marchés malgré les turbulences économiques? Si cela ne décrit qu'une minorité d'entreprises, même les gens qui soutiennent entièrement les données macroéconomiques admettront qu'elles existent probablement. Puisque ces entreprises existent et que nous avons déjà reconnu que leur prix ne devrait pas être élevé, nous devons donc converger vers celles-ci pour déceler des occasions et non nous en éloigner. Vous ne devriez pas être surpris d'apprendre que nous avons commencé récemment à établir une participation dans une société en Europe, et nous devrions être en mesure de vous en dire davantage à ce sujet bientôt.

L'objectif de cette discussion sur l'Europe n'a rien à voir avec l'Europe en tant que telle. Elle visait à mettre en relief la notion selon laquelle même si les investisseurs peuvent se montrer inquiets et entretenir une perception négative du monde, il est toujours possible de trouver de bonnes occasions de placement. À condition que le capitalisme ne change pas de façon trop radicale dans votre territoire de placement, l'achat à un prix raisonnable du titre d'une société qui montre des possibilités de croissance est toujours une bonne idée. Selon votre perception, des entreprises de la sorte peuvent être rares. Mais elles existent. Ne laissez pas toutes ces distractions entourant la macroéconomie vous faire rater des pierres précieuses. Ces pierres précieuses ont gagné en valeur au cours des six derniers mois, et nous ne le disons pas du bout des lèvres. Au cours de la même période, les employés d'EdgePoint ont placé bien au-delà de 1 M\$ de leurs épargnes dans des portefeuilles gérés par EdgePoint. Ces achats sont bien au-delà des cotisations mensuelles de l'entreprise au régime de retraite.

Cordialement,

Geoff

## **Commentaires sur les titres à revenu fixe**

Par Frank Mullen, analyste d'actions et de titres à revenu fixe

La tranche des titres à revenu fixe du portefeuille a connu un trimestre extrêmement mouvementé. La grande volatilité combinée au fléchissement des actions a eu une incidence défavorable sur les marchés nord-américains du crédit. Les écarts sur les titres à rendement élevé se sont élargis de plus de 200 points de base (pb – un point de base étant 1/100 d'un point de pourcentage) au cours du trimestre (selon l'indice Citigroup du marché des obligations

à rendement élevé). En moyenne, les écarts des titres à revenu fixe canadiens de qualité supérieure se sont élargis d'environ 50 pb. Cette volatilité nous a donné l'occasion d'acheter plusieurs nouvelles positions et d'ajouter à des obligations existantes que nous surveillons, mais qui deviennent de plus en plus chères. Le pessimisme a entraîné l'effondrement des cours de nombreuses obligations, malgré la vigueur de leurs données fondamentales sous-jacentes, ce qui a fait grimper les rendements à des niveaux que nous jugeons attrayants.

Le rendement du portefeuille de titres à revenu fixe a augmenté considérablement alors que nous avons injecté davantage de capitaux dans des obligations à rendement élevé et de grande qualité ainsi que dans des titres de créances convertibles. Cette hausse a été obtenue sans accroître le risque correspondant lié à la durée, également appelé le risque de taux d'intérêt. Nous avons établi une nouvelle position dans les obligations de Newalta, qui arrivent à échéance en 2017, à un taux de 7 %. Nous détenons l'action de cette entreprise et nous sommes sûrs qu'elle pourra s'apprécier malgré les turbulences de l'économie. Newalta est l'un des plus importants fournisseurs de services pour les champs pétroliers et les résidus industriels au Canada, affichant la capacité d'investir de nouveaux marchés et de générer des rendements vigoureux sur le capital investi.

Nous avons aussi augmenté considérablement nos positions dans les obligations d'Aleré, qui arrivent à échéance en 2016 à un taux de 8 %, en tirant profit d'une occasion créée par une liquidation de l'action qui, pensons-nous, était injustifiée étant donné la qualité des données fondamentales de l'entreprise. Voici un autre exemple de la façon dont nous tirons profit de nos recherches sur actions puisque nous détenons les actions ordinaires de la société.

Nous avons attendu patiemment pour ajouter à nos pondérations en titres à revenu fixe, et la volatilité du marché au début du mois d'août a créé pour nous d'excellentes occasions pour répartir nos fonds dans des idées de placement de grande qualité. Le fait d'avoir une solide compréhension des données fondamentales sous-jacentes du crédit des entreprises nous permet de réagir rapidement aux faiblesses du marché. La volatilité peut devenir l'ami des investisseurs qui connaissent la véritable valeur d'une entreprise.

Cordialement,

Frank

Les entreprises précitées sont sélectionnées à titre d'exemples seulement et ne sont pas destinées à servir de recommandations d'investissement. Groupe de placements EdgePoint peut acheter ou vendre des positions dans les titres précités. Des commissions, commissions incitatives, frais de gestion et frais d'investissement peuvent tous être associés aux opérations touchant des fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant de procéder à tout investissement. Des exemplaires du prospectus peuvent être obtenus auprès de votre conseiller financier ou à l'adresse [www.edgepointwealth.com](http://www.edgepointwealth.com). Sauf indication contraire, les taux de rendement pour les périodes de plus d'un an sont des taux de rendement antérieur, composés sur une base annuelle, et tiennent compte des changements de la valeur unitaire et du réinvestissement de toutes les distributions. Ils excluent les frais de souscription, de rachat, de distribution, et les frais optionnels et impôts à payer par tout titulaire de titres qui réduiraient les rendements. Le rendement des fonds communs de placement n'est pas garanti, leur valeur évolue rapidement dans le temps et aucun rendement antérieur ne garantit de résultat ultérieur. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par l'entremise d'un courtier inscrit et ne sont offerts que dans les territoires où leur vente est légale. Le présent document ne donne aucun conseil, que ce soit sur le plan juridique, comptable, fiscal ou propre aux investissements. Les renseignements inclus dans le présent document ont été obtenus de sources que nous croyons crédibles, mais EdgePoint n'assume aucune responsabilité pour les pertes, qu'elles soient directes, particulières ou accessoires, pouvant résulter de l'utilisation de la présente information. Les titres du portefeuille sont fournis sous réserve de toute modification possible. Les fonds communs d'EdgePoint sont gérés par Groupe de placements EdgePoint inc., une société affiliée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint® et « Des propriétaires-exploitants investisseurs<sup>MC</sup> » sont des marques de commerce du Groupe de placements EdgePoint inc.

Publication le 5 octobre 2011.