

Rédigé par Geoff MacDonald

Alors que ce commentaire met l'accent sur la dernière année, nous ne crions pas victoire au sujet de résultats relatifs portant sur une période si courte. Notre objectif est d'offrir un rendement supérieur à celui des principaux indices du marché des valeurs mobilières, et ce, à long terme plutôt que sur une base annuelle. Toutefois, il ne s'agit pas là d'une excuse visant à camoufler un piètre rendement relatif. En fait, nous avons obtenu des résultats plutôt solides au cours de la dernière année et depuis la date de création.

Ne pas craindre de saisir les occasions, encore une fois

J'ai pensé amorcer ce commentaire en examinant comment nous avons terminé celui de l'année dernière. Le présent commentaire de fin d'exercice constitue en fait le troisième du genre où nous demandons à nos partenaires de placement de ne pas craindre de saisir l'occasion que fournit la morosité planant sur le marché. Nous avons écrit au sujet du pessimisme des investisseurs et de la façon dont il s'est traduit par une absence de volonté à payer le potentiel de croissance. Cette situation a offert aux investisseurs l'occasion d'acheter des actions de sociétés dont les cours ne tenaient pas compte des perspectives de croissance future. Nous avons suggéré que l'achat d'actions d'une société auprès d'un vendeur qui s'inquiétait de l'avenir et qui ne tenait pas compte du potentiel de croissance d'une entreprise était une très bonne façon de faire fructifier son argent.

Y a-t-il des fissures qui se développent dans l'impasse du pessimisme?

Il est difficile de croire que pour une troisième année consécutive, et avec un portefeuille dont la valeur s'est accrue d'environ 60 % depuis sa création il y a seulement deux ans, nous parlerions encore d'occasion de tirer profit du pessimisme enraciné dans le marché.

Alors que le pessimisme est de toute évidence moins présent actuellement (autrement, la valeur de nos actions n'aurait pas augmenté), et qu'il se trouve dans moins de sous-groupes du marché des valeurs mobilières, il a encore des racines profondes. Nul besoin de regarder plus loin que les flux record vers les fonds d'obligations et vers les fonds de rendement à la mode du type « recevez des paiements pendant que vous attendez des solutions de revenus de dividendes à tous vos problèmes ». La majorité des intervenants du marché ont décidé de se tourner vers des options prudentes après avoir subi des pertes financières!

Bien qu'il y ait quelques fissures dans l'impasse du pessimisme, celui-ci menace encore considérablement plusieurs sous-groupes du marché canadien. Le désir de certitude de l'investisseur moyen occasionne, dans le marché, des ruptures dont nous pouvons tirer profit.

Risque perçu par rapport au risque réel

Le mouvement prévisible vers les placements prudents, qui se produit généralement à la suite d'une crise, a eu lieu encore une fois et a causé une rupture entre le risque perçu et le risque réel. Cela se produit toujours pendant les périodes où le marché atteint des valeurs extrêmes (hausses du marché et baisses du marché). Il existe de nombreux exemples de cette situation.

Nifty Fifty (les 50 sociétés populaires de la Bourse de New York à une certaine époque) : Rappelez-vous le début des années soixante-dix, lorsque le risque perçu d'acheter les actions de ces 50 sociétés populaires était très faible. Elles étaient toutes de grandes sociétés et tout le monde en acquérait les actions. Celles-ci ont ensuite perdu la moitié de leur valeur. Même si le risque perçu était faible, quel était le risque réel?

Pétrole : Le risque perçu était faible quant à l'achat d'actions de sociétés pétrolières durant la période 1979–1980. Après tout, les experts avaient déclaré qu'il ne restait que 10 ans de réserves de pétrole. Une fois de plus, vous auriez perdu la moitié de votre argent en relativement peu de temps. Il y avait un risque important dans un secteur du marché pour lequel le risque perçu était pourtant faible.

Japon : On ne percevait certainement aucun risque à détenir des titres japonais en 1986. Les investisseurs lisaient des livres au sujet des brillants marchés japonais en essayant de reproduire leurs succès. Où se trouvait donc le risque dans un pays qui avait tout compris?

Technologie : Peu d'investisseurs nieraient que le risque perçu associé aux actions des sociétés technologiques et aux actions Internet au cours des années 1999 et 2000 était faible. Leur croissance était une certitude...

À de nombreuses reprises, l'histoire a prouvé que lorsque nous percevons un risque faible, les rendements potentiels sont faibles et bien souvent négatifs. Les cours acheteurs des titres correspondent au niveau de certitude perçu, et même davantage.

Selon nous, dans chaque situation où le risque perçu est faible, un risque réel important nous menace. La raison pour laquelle ce phénomène se reproduit est probablement évidente pour les lecteurs des présents commentaires. Bien qu'il ne soit pas nécessaire d'expliquer ce phénomène, il convient très certainement d'en tirer profit.

Les investisseurs deviennent prudents... et prennent ainsi des risques réels

Que percevons-nous comme comportant un faible risque aujourd'hui? Formulons autrement : « Où se trouve le risque réel élevé actuellement? »

Les investisseurs sont déçus des actions ces jours-ci. Les années 2000 n'ont pas été fructueuses pour l'investisseur en actions moyen, et les investisseurs s'attendent pour cette raison à ce que la prochaine décennie leur permette de dégager le même piètre rendement que celui de la dernière décennie. Comme nous l'avons mentionné à maintes reprises, c'est la valeur d'entrée d'un placement qui détermine le rendement. Quelle était la valeur d'entrée il y a dix ans? Pour l'investisseur moyen qui recherchait une certaine certitude en acquérant des actions de sociétés technologiques parce qu'il croyait à la croissance d'Internet, la valeur d'entrée était incorrecte. Quoiqu'il n'y ait probablement rien eu d'incorrect concernant un grand nombre de ces sociétés, la valeur d'entrée était quant à elle incorrecte.

De nombreux investisseurs jugent que les actions comportent aujourd'hui un risque élevé, et qu'elles sont un type d'actif offrant un faible rendement parce qu'ils s'en remettent aux résultats de la dernière décennie. Comme les investisseurs sont inquiets de l'avenir ou qu'ils ont eu de mauvaises expériences de placement, ils se sont envolés massivement vers la douceur et le réconfort qu'offre la certitude – un endroit où le risque perçu est le plus faible.

Dans le marché des titres à revenu fixe, le fait que les gens affluent vers la sécurité se répercute dans les très faibles taux des obligations d'État. Il se pourrait que les gouvernements ne puissent pas vous rembourser, que d'autres gouvernements vous remboursent dans une devise dépréciée, tandis que d'autres investisseurs chanceux récupéreront leur capital. Les finances de nombreux gouvernements versant des taux se situant entre 1 % et 3 % semblent aussi faibles que celles de ceux qui accordent un taux se situant entre 5 % et 8 %. Bien sûr, le risque perçu doit être faible pour que les investisseurs acceptent de recevoir des rendements si peu élevés. Bonne chance aux investisseurs qui devront décider lesquelles de ces obligations à faible risque ils devraient acheter! Nous aimerions aussi rappeler aux investisseurs que même s'ils récupèrent le capital investi, leur placement ne leur semblera pas très fructueux si l'inflation s'avère dans les limites de la normale.

Le risque perçu est de toute évidence très faible et il apparaît évident que les rendements potentiels seront aussi très faibles (dans le meilleur des cas).

L'envol vers la certitude peut aussi être repéré aujourd'hui dans le désir insatiable de détenir des sociétés à faible croissance, des sociétés à croissance nulle ou des sociétés enregistrant une baisse fondamentale, tant que ces sociétés paient des dividendes. Cette approche de placement ne sera avantageuse que si la valeur des actions ne s'accroît plus jamais. Puisque la plupart des gens croient qu'il est improbable que les actions s'apprécient parce qu'elles ne l'ont pas fait au cours de la dernière décennie, les investisseurs ont décidé qu'ils devraient être payés pendant qu'ils détiennent un titre. À nouveau, les investisseurs s'en remettent à l'expérience qu'ils ont vécue au cours de la dernière décennie, plutôt que de s'enquérir de la valeur d'entrée des divers titres qu'ils pourraient acquérir.

Voyons un exemple :

Il y a deux grandes sociétés d'exploitation de pipeline au Canada actuellement (TransCanada Corp. et Enbridge Inc.). Toutes deux sont des sociétés de services publics réglementées, offrant quelque certitude aux investisseurs inquiets au sujet de l'avenir. Il est juste de dire que les sociétés d'exploitation de pipeline sont des sociétés à faible croissance. Le ratio cours/bénéfice moyen de ces deux sociétés, si l'on utilise les profits de 2010, était d'environ 20 – un ratio généralement réservé aux actions de croissance. Cela s'explique par le fait que si vous payez un ratio de 20 pour une société à faible croissance, vos rendements seront fort probablement faibles ou même négatifs.

Les sociétés d'exploitation de pipeline ont la cote ces jours-ci parce qu'elles offrent la certitude d'une société réglementée, en plus d'un rendement boursier. Le rendement boursier moyen de TransCanada et d'Enbridge est d'environ 3,5 %. Puisque les cours des actions pourraient rester inchangés durant la prochaine décennie comme cela s'est produit pendant la dernière décennie, les sociétés d'exploitation de pipeline permettent aux investisseurs d'« obtenir un paiement pendant qu'ils attendent ». Les fonds productifs d'intérêt qui sont si populaires actuellement regroupent tous un grand nombre de titres de ce genre.

Réfléchissons un peu à la logique qui sous-tend ce raisonnement.

- Les investisseurs ont été échaudés sur le marché des valeurs mobilières.
- Les investisseurs se demandent pourquoi ils devraient détenir des actions compte tenu du faible rendement qu'elles ont dégagé au cours de la dernière décennie.

- Les craintes des investisseurs sont amplifiées par toutes les incertitudes dont il est question dans les médias chaque jour. Cela s'ajoute à leurs incertitudes à l'égard des actions.
- Peu d'investisseurs comprennent que le problème était lié aux cours des actions qu'ils ont acquises il y a 10 ans. Par conséquent, la majorité des investisseurs restent vulnérables à l'égard d'un autre maître mot en matière de placement qui ne tient pas compte de la valeur d'entrée.
- Les sociétés de placement convainquent les investisseurs d'acheter des fonds de « revenu ». Un nouveau maître mot ne tenant pas compte du cours a vu le jour.
- Compte tenu du fait qu'il y a tant d'incertitudes, « obtenir un paiement pendant qu'on attend » est un concept génial. Les investisseurs se demandent pourquoi cette approche de placement n'a pas été inventée il y a 100 ans.
- Si les actions ne donnent aucun résultat intéressant durant la prochaine décennie, les investisseurs vont tout de même « être payés ».
- Les sociétés d'exploitation de pipeline qui offrent des actions assorties d'un rendement boursier énorme de 3,5 % sont acquises par des fonds de placement axés sur le revenu. Vu les ratios de frais de gestion (RFG) généralement considérables de l'industrie des fonds de placement, soyons généreux et présumons qu'il en restera 1 % par année pour l'investisseur (un rendement en revenu de 3,5 % moins un RFG de 2,5 %), avant les taxes, bien sûr.
- Les investisseurs croient que le risque perçu est faible en ce qui concerne les actions productives de dividendes. Cela entraîne de piètres prévisions de rendement.
- Si la valeur des actions remonte (c'est-à-dire, comme elles l'ont fait durant les deux dernières années), combien peut-on obtenir en détenant des titres de sociétés d'exploitation de pipeline dont le ratio est de 20?

Tandis que cette surévaluation des sociétés à croissance plutôt faible est un phénomène qui se produit à l'échelle internationale, elle est certainement plus prononcée dans le marché canadien. Nous croyons qu'il est préférable d'observer ce phénomène de loin.

Le marché des valeurs mobilières canadien – un marché trop concentré?

L'une des habiletés associées à la gestion de portefeuille est la construction du portefeuille. Il est beaucoup plus facile de bien choisir les actions que de bien gérer un portefeuille. Plusieurs aspects doivent être pris en considération lorsqu'on construit un portefeuille qui « a du sens ». L'un des éléments les plus importants consiste à s'assurer que le portefeuille correspond à diverses approches de placement. Il est fatal pour un portefeuille d'investir dans un ensemble de titres qui ne représentent qu'une seule idée. Ces types de portefeuilles et de gestionnaires de portefeuille vont et viennent, mais il est rare qu'ils restent populaires longtemps. La viabilité, le bon équilibre, une diversification appropriée et des rendements adéquats en fonction du risque peuvent être atteints lorsque l'on détient un ensemble de titres correspondant à divers concepts d'affaires qui ne sont pas étroitement apparentés entre eux au sein du portefeuille. Cela est plus facile à dire qu'à faire, encore plus lorsque l'on investit dans le marché des valeurs mobilières canadien d'aujourd'hui.

Non seulement le marché des valeurs mobilières canadien est-il petit, représentant seulement 3 % à 4 % de la capitalisation boursière mondiale, mais il regroupe aussi un très petit nombre d'industries. Par exemple, l'indice composé S&P/TSX, l'indice de référence pour les actions au Canada, se compose à plus de 50 % de sociétés liées au secteur des ressources. Pour cette raison, dans le cas du Canadien moyen qui investit

dans les actions canadiennes, 50 % des investissements correspondent probablement à des actions de sociétés liées au secteur des ressources. Si la proportion des placements de l'investisseur correspondant aux actions canadiennes était de seulement 3 % ou 4 % de sa valeur nette (c.-à-d., une valeur équivalant à la part du Canada dans le marché mondial), cela ne poserait vraiment aucun problème.

Cependant, parce que les actions canadiennes ont affiché des rendements grandement supérieurs aux actions mondiales au cours de la dernière décennie, l'investisseur canadien moyen présume sans doute que la prochaine décennie sera très semblable. Par conséquent, la majorité de sa valeur nette pouvant être investie fait probablement l'objet de placements dans les actions canadiennes. Cela signifie malheureusement que près de la moitié de cette valeur nette se trouve investie dans des actions de sociétés liées au secteur des ressources.

Est-ce que cela a du sens d'un point de vue financier? Si les cours de ces genres d'actions continuent d'augmenter, je suppose que la réponse pourrait être « oui ». Toutefois, comme je l'ai mentionné plus tôt, un portefeuille adéquat présente un ensemble de titres obtenus en recourant à divers concepts. J'aimerais faire valoir que les actions de sociétés liées au secteur des ressources représentent généralement un vaste concept et qu'un vaste concept est fortement associé à un pays situé à l'autre bout du monde que peu de Canadiens ont déjà visité. En d'autres mots, les problèmes dans ce pays (comme un ralentissement de sa croissance) pourraient avoir des conséquences négatives sur toutes les actions de sociétés liées au secteur des ressources.

Les investisseurs pourraient croire que leur portefeuille est diversifié parce qu'ils détiennent 40 titres canadiens ou un ensemble de six ou sept fonds de placement canadiens. Cependant, si ces actions ou ces fonds de placement ressemblent au portefeuille canadien type, cela signifie que 50 % de ces portefeuilles « diversifiés » sont investis en suivant un seul concept. Que ce concept soit très solide change-t-il quelque chose à la situation? En fait, existe-t-il un concept suffisamment solide pour justifier que l'on s'y fie pour investir 50 % de sa valeur nette? Si ce concept ne fonctionnait pas comme prévu, quelles seraient les conséquences?

Ce n'est pas parce que 50 % de notre indice est composé d'actions de sociétés liées au secteur des ressources que c'est forcément une bonne chose. Était-il adéquat d'investir plus de 50 % de notre indice dans le secteur technologie, médias et télécommunications en 2000? L'indice de référence canadien est rarement une juste représentation des concepts de placement réels d'un marché. Les investissements dans le secteur technologie, médias et télécommunications correspondaient à **un** concept en 2000, même s'il représentait 50 % de notre indice et un ensemble de titres différents. Actuellement, les sociétés liées au secteur des ressources représentent un concept et elles correspondent malheureusement à environ 50 % de notre indice de référence.

Si vous êtes un optimiste quant aux ressources, cela signifie que vous devez être optimiste quant à la Chine. Est-ce qu'un pessimiste concernant la Chine devrait décrire la bulle en Chine et parler de ce qui fait que les prix des habitations sont 22 fois plus élevés que le revenu disponible à Beijing? Ou du fait que le Fonds monétaire international a déclaré que les ventes de terrains représentaient 30 % des recettes du gouvernement de Beijing, ou de la façon dont Fitch Inc., une agence de notation d'obligations internationale, a récemment fait remarquer que le crédit privé en Chine correspond maintenant à 148 % du PIB? Deviez-vous rappeler à tous ceux qui croient au potentiel de la Chine qu'une politique d'enfant unique est un moyen

infaillible de réduire sa population de moitié (vous lirez davantage au sujet de ce problème au cours de la prochaine décennie)?

En fait, rien de tout cela n'a vraiment d'importance. Même si vous étiez confiants et que vous ne pensiez pas que la Chine connaît actuellement une énorme bulle, devriez-vous risquer 50 % de votre valeur nette en misant sur le fait que la prochaine décennie sera en Chine comme la précédente? La prudence devrait inciter le plus grand optimiste à répondre « non ». Dans ce cas, pourquoi donc l'investisseur moyen du Canada détient-il une pondération si élevée de ces titres?

Nous sommes satisfaits de nos résultats de placement au cours des deux premières années. Pas simplement parce qu'ils nous ont bien positionnés pour atteindre nos objectifs à long terme, mais aussi parce que nous avons obtenu ces résultats au moyen d'un ensemble de concepts différents et non uniquement en détenant une pondération de certains titres qui étaient populaires au sein du marché.

Cordialement,

Geoff

Commentaires sur les titres à revenu fixe

Par Frank Mullen

Si le bilan du gouvernement semble toujours en difficulté, de nombreuses sociétés ont amélioré le leur en 2010 en refinançant leur dette et en générant d'importants soldes de trésorerie. À un moment où nous pensions que les rendements des obligations d'État ne fournissaient pas aux investisseurs une contrepartie adéquate pour les risques inhérents encourus, nous avons trouvé beaucoup plus favorables les occasions présentées par le marché des obligations de sociétés. Nous avons décelé bon nombre de sociétés vigoureuses, présentant un dossier éprouvé de génération de flux de trésorerie constants et offrant des rendements nettement plus élevés que ceux des obligations d'État ayant une échéance similaire. Au moment d'amorcer l'année 2010, le ratio risque-rendement du marché des obligations de sociétés était particulièrement attrayant.

À mesure que l'année progressait et que les sociétés prouvaient qu'elles avaient la capacité de survivre à la conjoncture et de se mettre en bonne position pour l'avenir, nos placements dans des obligations de sociétés se sont avérés payants. Nous continuons de croire que les rendements supplémentaires générés par les obligations de sociétés permettent de contrebalancer les risques connexes encourus par les investisseurs. Par conséquent, le volet à revenu fixe du portefeuille demeure entièrement investi dans des obligations de sociétés.

Étant donné que les rendements des obligations d'État ont atteint un creux historique, nous sommes profondément conscients du risque de taux d'intérêt dans nos placements à revenu fixe. Puisque nous ne savons pas à quel moment les taux d'intérêt vont commencer à se redresser, nous ne souhaitons pas courir un trop grand risque lorsque ce redressement se produira. À titre de gestionnaires de titres à revenu fixe, nous utilisons la durée du portefeuille comme une mesure du risque de taux d'intérêt. Dans un contexte de taux d'intérêt haussier, un portefeuille assorti d'une durée élevée est assujéti à un risque plus important

qu'un portefeuille comportant une courte durée. La durée de notre portefeuille à revenu fixe tout au long de 2010 a été relativement courte. Actuellement, le risque de taux d'intérêt de notre portefeuille représente environ la moitié du risque couru par l'indice canadien des titres à revenu fixe (indice obligataire universel DEX). Ceci ne nous a pas bien servi en 2010 puisque les taux d'intérêt ont poursuivi leur tendance à la baisse; cependant, nous avons été en mesure de présenter un rendement supérieur à celui de l'indice en raison de notre pondération en obligations de sociétés et de notre capacité à choisir les bons placements en appliquant une analyse de crédit rigoureuse. En ce qui a trait aux placements à revenu fixe, nous continuons de croire qu'il est prudent de maintenir une durée prudente.

Calfrac Well Services Ltd.

Nous étions très optimistes quant à l'avenir de Calfrac et pour la majorité de 2010, nous avons détenu autant leurs titres de créance que leurs titres de participation. En décembre 2009, nous avons participé à la réouverture de leurs obligations portant intérêt à 7,75 % au prix d'achat de 94,50 \$. En raison des conditions favorables du marché du crédit, la société a décidé de refinancer sa dette et d'en prolonger l'échéance. Elle a racheté les obligations que nous détenions à un peu plus de 105,50 \$ tout juste un an plus tard, ce qui s'est traduit par un rendement pour la période d'environ 20 %. Même si nous continuons de considérer très favorablement les perspectives des activités sous-jacentes de Calfrac, nous n'avons pas participé au refinancement puisque nous ne croyons pas que le rendement vient contrebalancer adéquatement le risque de taux d'intérêt supplémentaire.

En 2011, il y a plusieurs signes qui nous préoccupent :

- Les niveaux de rendement absolu sur les nouvelles émissions de première qualité atteignent des creux records (p. ex., Walmart, IBM, McDonald's)
- Les écarts de taux pour certains émetteurs de dettes souveraines, de titres de première qualité et de titres à rendement élevé ne sont pas représentatifs du risque de crédit connexe
- Les contrats obligataires deviennent de moins en moins restrictifs pour les emprunteurs et les politiques de répartition du capital sont moins strictes, ce qui leur permet de contracter un endettement plus important
- Après 99 semaines consécutives de rentrées de fonds aux États-Unis (au 17 novembre 2010), les fonds obligataires ont été confrontés à plusieurs semaines de rachats nets. La semaine terminée le 15 décembre 2010 présentait les sorties de fonds les plus importantes depuis novembre 2008, alors que les investisseurs liquidait leurs obligations en raison de la crise du crédit. Est-ce que ces sorties de fonds viendront nuire aux cours sur le marché obligataire?

Les éléments mentionnés ci-dessus indiquent que les investisseurs se concentrent sur le rendement potentiel et portent moins attention au risque. À EdgePoint, notre priorité est d'assurer la préservation du capital en nous concentrant d'abord sur le risque inhérent d'un placement et en analysant ensuite le rendement potentiel.

Au 31 décembre 2010. Les entreprises mentionnées ci-dessus ont été choisies uniquement aux fins de cet article et ne font pas l'objet d'un conseil en placement. Groupe de placements EdgePoint inc. pourrait accroître ou réduire ses pondérations dans les titres mentionnés ci-dessus.

Des commissions, commissions de suivi, 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 partir de notre site Web à l'adresse www.edgepointwealth.com. Le rendement des fonds communs de placement n'est pas garanti, leur valeur fluctue fréquemment et le rendement passé peut ne pas se reproduire. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre de vente ni une sollicitation d'achat. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par le biais d'un courtier dûment inscrit et sont seulement offerts dans les territoires où une telle offre de vente est légale. Le présent document ne donne aucun conseil juridique, comptable ou fiscal, ni aucun conseil précis sur les placements. Les renseignements inclus dans le présent document ont été obtenus de sources que nous croyons crédibles, mais Gestion de patrimoine 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 en portefeuille peuvent changer. Les fonds communs d'EdgePoint sont gérés par Groupe de placements EdgePoint inc., une société apparentée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint® est une marque déposée de Groupe de placements EdgePoint inc. Des propriétaires-exploitants investisseurs^{MC} est une marque de commerce de Groupe de placements EdgePoint inc.

Publié le 6 janvier 2011