

L'ACTUALITÉ DES MARCHÉS

2e trimestre | 30 juin 2021

DANS CE NUMÉRO:

- 1** Ce qui s'est produit sur les marchés au cours du deuxième trimestre de 2021
- 5** Investissement pour les milléniaux : Repérer les faiblesses des rendements des fonds communs de placement
- 7** Du plaisir avec les maths : Manipuler les bénéfices pour obtenir une hausse du marché boursier
- 11** Réponses aux questions des clients : David Driscoll répond à vos questions

Tendances macroéconomiques au cours du deuxième trimestre de 2021 :

- Aplatissement de la courbe des rendements, le marché ayant écarté les craintes relatives à l'inflation à long terme
- Les investisseurs font la rotation des actions de croissance aux actions de valeur, puis aux actions cycliques
- Recherche accrue de revenus plus élevés sous forme d'actions privilégiées et d'obligations de pacotille, ce qui fait grimper les cours et baisser les rendements

Rendements totaux des indices de référence (dividendes réinvestis) en dollars canadiens

(du 1er janvier au 30 juin 2021)

	RENDEMENTS DU T1	RENDEMENTS DU T2	RENDEMENT DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE
<i>Actions</i>			
Canada (indice composite TSX)	8,06 %	9,55 %	17,61 %
Petite capitalisation (indice Russell 2000)	10,97 %	2,92 %	13,89 %
É.-U. (indice S&P 500)	4,54 %	7,12 %	11,66 %
<i>Revenu fixe</i>			
Monde (indice MSCI Global)	3,45 %	6,46 %	9,91 %
Indice technologique du NASDAQ (CCMP)	1,38 %	8,24 %	9,62 %
Europe (indice Euro 600)	2,64 %	6,25 %	8,89 %
Marchés émergents (MXEF)	0,68 %	3,70 %	4,38 %
Indice des obligations de sociétés canadiennes à moyen terme	-3,76 %	1,47 %	-2,29 %
Indice des obligations de sociétés canadiennes à long terme	-8,59 %	2,92 %	-5,67 %
Indice obligataire canadien à rendement réel	-7,62 %	3,09 %	-4,53 %
Indice des actions privilégiées canadiennes	12,12 %	5,68 %	17,80 %
Indice des obligations de sociétés américaines à long terme	-9,79 %	5,07 %	-4,72 %
Indice des actions privilégiées américaines	0,42 %	1,23 %	1,65 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

Actions

Au deuxième trimestre de 2021, l'indice composite TSX a enregistré les meilleurs rendements parmi les indices mondiaux mentionnés ci-dessus. Trois des sous-indices du TSX, représentant 55 % de l'ensemble de l'indice (services financiers, énergie et technologie) sont à l'origine de 83 % du rendement global (14,54 % du total de 17,61 %). Pour ceux qui n'étaient pas investis dans ces trois secteurs, le reste du TSX n'a progressé que de 3,84 %.

L'indice américain S&P 500 a présenté des caractéristiques similaires. Les dix secteurs ayant obtenu les meilleurs rendements, incluant principalement des titres technologiques, mais aussi des titres du secteur des services financiers et du secteur des soins de santé, représentent 45 % de l'indice et ont obtenu un rendement de 16 %, qui est supérieur au rendement de 15 % de l'indice S&P 500 en dollars américains. Les secteurs représentant le reste de l'indice, soit 55 %, ont reculé de 1 %.

Selon ces chiffres, il s'agit d'un marché favorable aux investisseurs actifs et c'est pourquoi nous ne préconisons pas particulièrement les fonds négociés en bourse (FNB). C'est un parfait exemple de la raison pour laquelle il est toujours préférable de choisir des sociétés de qualité plutôt que le mélange de bonnes et mauvaises sociétés qu'offrent les FNB. Vous trouverez plus de précisions à ce sujet plus loin, dans l'article de Brett Girard.

Cela dit, les investisseurs ne doivent pas se contenter de rechercher les rendements les plus élevés du marché. Lorsqu'ils sont extrapolés sur 10 ou 15 ans, ces rendements ont tendance à s'estomper. Il n'y a aucune garantie que ce qui fonctionne aujourd'hui fonctionnera demain.

Par exemple, le sous-indice TSX Énergie a connu un rendement remarquable au cours du premier semestre de 2021, avec une hausse de 37 %, tandis que le sous-indice des services publics n'a progressé que

de 5 %. Sur 15 ans, cependant, les actions des services publics ont représenté un meilleur placement. Les actions des services publics ont offert un meilleur rendement que celles du secteur de l'énergie, soit 9,7 %, comparativement à 6,5 %.

Si vous aviez placé 100 000 \$ en 2006 dans chacun de ces secteurs, les actions du secteur de l'énergie vaudraient aujourd'hui 258 272 \$, tandis que celles du secteur des services publics, 404 813 \$. Comme les actions du secteur des services publics sont environ deux fois moins risquées que celles du secteur de l'énergie, la différence de rendement ajustée selon le risque est énorme.

La morale de l'histoire : ne vous attardez pas aux secteurs en effervescence. Il y a de fortes chances que les titres de ces secteurs reviennent à des rendements plus raisonnables dans le futur. Ce phénomène est connu sous le nom de « retour à la moyenne ».

Obligations

Par Merab Nathaniel-Alam, MFin, FRM, CFA, CIPM

À la fin du deuxième trimestre, le marché obligataire mondial, en dollars canadiens, représentait une capitalisation boursière de 143 billions de dollars. Ce chiffre éclipse le PIB mondial, qui s'élève à environ 107,78 billions de dollars (au 31 décembre 2020), et met en lumière l'importance des marchés obligataires dans le paysage global des placements.

Par ailleurs, la capitalisation du marché mondial des actions est d'environ 144 billions de dollars. Cela se traduit par une répartition des actifs mondiaux de 50 % en actions et 50 % en titres à revenu fixe.

Chez Liberty, nous en sommes conscients et nous élaborons notre stratégie obligataire avec minutie, tout comme nous le faisons pour nos placements en actions. Nos clients peuvent alors bénéficier d'un rendement ajusté selon le risque, après les frais, pour maintenir leur niveau de vie au fil du temps.

Si les inquiétudes liées à l'inflation s'ancrent davantage dans l'esprit des investisseurs, le marché obligataire devrait réagir avec un risque de baisse plus important. Afin d'atténuer cette pression, Liberty a mis en place une stratégie obligataire échelonnée comportant un bon mélange d'obligations de sociétés aux notations de crédit variées.

Au fil du temps, les obligations à coupon élevé sont plus stables dans un contexte de hausse des taux d'intérêt que les obligations à coupon plus bas; nous

Par exemple, l'émission de 30 ans achetée il y a cinq ans est aujourd'hui une émission de 25 ans; l'obligation de 10 ans devient une obligation de 5 ans, et ainsi de suite. Cela signifie que si vous avez payé en dessous de la valeur nominale (100 \$) et que vous prévoyez conserver le titre jusqu'à l'échéance, les effets du marché s'amenuiseront avec le temps. Cela dit, les événements propres à la société doivent toujours être suivis de près pour être en mesure de gérer le risque idiosyncratique et, par conséquent, la probabilité de défaut.

Rendement total des obligations souveraines canadiennes											
2001-2020											
Échéance	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
2 ans	7.70%	3.60%	3.40%	3.20%	2.20%	3.60%	4.10%	6.30%	1.50%	2.40%	
5 ans	8.80%	7.50%	5.00%	5.40%	3.00%	3.70%	4.40%	11.40%	-0.10%	4.90%	7.00%
7 ans	7.80%	9.10%	5.60%	6.50%	4.40%	3.60%	4.50%	13.30%	-1.40%	5.80%	9.10%
10 ans	5.80%	9.50%	6.20%	7.50%	6.60%	3.30%	4.70%	14.60%	-2.80%	7.80%	12.60%
20 ans	4.30%	10.50%	7.70%	9.60%	11.70%	3.20%	4.80%	10.50%	-2.40%	12.50%	17.50%
30 ans	4.60%	9.50%	7.40%	10.00%	15.40%	2.70%	4.40%	12.90%	-6.10%	12.80%	23.10%

Échéance	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Période totale	Par année
2 ans	0.90%	1.30%	1.30%	1.60%	0.30%	0.20%	1.60%	2.00%	3.00%	166.08%	2.57%
5 ans	1.20%	0.50%	4.70%	3.90%	-0.20%	-1.30%	1.80%	2.60%	6.60%	218.78%	3.99%
7 ans	2.00%	-0.80%	6.20%	4.50%	0.00%	-1.20%	2.20%	3.10%	8.40%	244.29%	4.57%
10 ans	3.90%	-4.30%	11.20%	5.60%	-0.40%	-0.70%	2.80%	3.90%	10.40%	280.76%	5.30%
20 ans	5.10%	-7.90%	16.00%	4.90%	-0.20%	3.30%	3.30%	6.90%	12.40%	353.13%	6.51%
30 ans	5.40%	-12.10%	19.30%	6.00%	-0.90%	3.30%	4.00%	11.00%	14.30%	390.03%	7.04%

Données fournies par Bloomberg L.P.

recherchons donc ce type de transactions. En outre, à des fins tactiques, notre proportion d'obligations protégées contre l'inflation est passée de 5 % à 10 % en mai.

Un des aspects positifs de la hausse des taux, c'est que les investisseurs peuvent réinvestir leurs revenus et leurs titres arrivés à échéance à un taux plus élevé (toutes choses étant égales par ailleurs). Cela s'explique par le coût croissant de la dette auquel les sociétés doivent faire face; à mesure que leurs passifs arrivent à échéance, ceux-ci doivent être reportés à un taux d'intérêt plus élevé.

Au deuxième trimestre, le rendement des obligations souveraines à plus longue échéance a été positif, mais dans l'ensemble, le rendement des obligations reste négatif en 2021. Cependant, à mesure que l'obligation se rapproche de l'échéance, cette fluctuation du prix à court terme perd de l'importance.

Le tableau ci-contre présente les rendements des obligations souveraines canadiennes de 2, 5, 7, 10, 20 et 30 ans, entre 2001 et 2020. Les obligations de 30 ans ont

obtenu les meilleurs rendements, soit un rendement cumulatif d'environ 290 %. Si vous aviez placé 100 \$ dans une émission de 30 ans le 31 décembre 2000, ce placement aurait atteint environ 290 \$, soit près de trois fois le placement initial. Bien qu'il y ait eu trois périodes de rendements négatifs dans cette catégorie, les revenus générés ont compensé.

Au deuxième trimestre, toutes les catégories d'obligations se sont redressées. En effet, la courbe de rendement s'est aplatie, ce qui signifie que les taux d'intérêt à court terme ont augmenté alors que les taux à long terme ont baissé, signe que les investisseurs du marché obligataire ne croient pas à l'expansion économique future. Le rendement des obligations dans les années à venir sera déterminé par le caractère transitoire ou non de l'inflation.

Dans ce cas, les taux pourraient rester les mêmes et les obligations pourraient conserver leur valeur.

Si la Réserve fédérale américaine est contrainte de relever les taux d'intérêt pour contrer l'inflation, le prix des obligations chutera. Nous utiliserions alors les paiements d'intérêts et le produit des titres arrivés à échéance pour acheter d'autres obligations à échéances diversifiées, dont le coupon et les revenus seront plus avantageux.

Si les taux augmentent, cela devrait avoir des répercussions négatives sur les titres technologiques, en particulier ceux des sociétés à petite capitalisation, pour qui la faiblesse des taux d'intérêt permet de compenser le taux faramineux d'épuisement des fonds. Il devrait également y avoir des répercussions sur les investissements en placement privé et les placements immobiliers, car des taux d'intérêt plus élevés ralentiraient la demande et diminueraient les rendements.

Actions privilégiées

Les actions privilégiées ont connu un premier semestre exceptionnel, le rendement total moyen des actions privilégiées à taux révisable étant de 17,80 %. Notons toutefois que l'indice des actions privilégiées (voir page 1) se compose exclusivement d'actions privilégiées à taux révisable et ne comprend pas d'actions privilégiées perpétuelles. Les rendements de ces dernières n'ont été que la moitié de ceux obtenus par les actions privilégiées à taux révisable.

Comme nous l'avons mentionné, les actions privilégiées à taux révisable ont obtenu un bon rendement pour les raisons suivantes :

- Les taux d'intérêt à 5 ans sont plus élevés, ce qui signifie que si le taux est révisé, le coupon et le revenu subséquent seront plus élevés, faisant grimper le prix.
- Les actions privilégiées à taux révisable des banques et des sociétés d'assurance sont rachetées à leur valeur nominale de 25 \$ et sont remplacés par des billets avec remboursement de capital à recours limité (billets ARN). Ces institutions économisent de l'argent sur les

impôts, car les billets ARN sont déductibles de leur revenu imposable alors que le versement de dividendes antérieur ne l'était pas.

Étant donné que la plupart des actions privilégiées se négocient à leur valeur nominale de 25 \$, il ne reste pas beaucoup de possibilités de gains en capital. Chez Liberty, nous ne payons jamais plus de 25 \$ pour une action privilégiée, car, bien que vous puissiez obtenir un bon revenu, vous pouvez être exposé à des pertes en capital.

Parmi les investisseurs qui cherchent toujours à obtenir un revenu supérieur à la moyenne, beaucoup ont effectué des placements dans des obligations de pacotille, c'est-à-dire des instruments dont la notation de crédit est inférieure à la moyenne.

Selon un article de Joe Rennison et Eric Platt paru dans le *Financial Times* du 18 juin, « quelque 373 sociétés classées dans la catégorie pacotille ont emprunté près de 11 billions de dollars sur le marché de la dette des sociétés américaines depuis le début de l'année, y compris des sociétés durement touchées par la pandémie comme American Airlines et Carnival. »

« Alors que l'optimisme est grand quant à la reprise américaine, l'intérêt continu pour les titres de créance des sociétés de moindre qualité a provoqué la consternation à certains trimestres. Les investisseurs s'inquiètent de voir les sociétés précaires obtenir des prêts à des taux qui ne reflètent pas les niveaux de risque élevés. »

Résumé des marchés

De nombreux investisseurs ont des attentes qui dépassent de loin ce que les marchés boursiers peuvent raisonnablement offrir au fil du temps.

Le S&P 500 a enregistré un rendement de 18,4 % l'année dernière, en comptant les dividendes, et a progressé de 15,9 % depuis le début de 2021. Les rendements récents façonnent toujours les attentes futures.

À long terme, cependant, les investisseurs interrogés dans le cadre d'un récent sondage de Natixis prévoient un rendement annuel moyen de 17,5 %, **après l'inflation** – encore plus élevé que celui de cette année. Selon Morningstar, c'est plus du double du rendement des actions américaines depuis 1926, qui a atteint en moyenne 7,1 % par an après inflation, et plus du triple du rendement de 5,3 % sur la même période après inflation et impôts.

Comme le marché boursier subit des pressions à la hausse en raison de nouveaux investisseurs inexpérimentés, nous nous attendons à une correction prochaine, car les attentes dépassent largement la réalité – l'augmentation rapide des bénéfices des entreprises ne sera pas éternelle. Bien que nous ne sachions pas quel sera l'élément déclencheur, nous disposons de liquidités pour tirer parti de toute occasion.

INVESTISSEMENT POUR LES MILLÉNAUX – ANALYSER LES RENDEMENTS DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT AVANT D’ACHETER

Par Audrey Leung

Depuis 1991, les investissements des Canadiens dans les fonds communs de placement ont grimpé en flèche, passant de 100 milliards de dollars à 1,71 billion de dollars. Actuellement, les fonds communs de placement sont les actifs non monétaires les plus populaires dans les comptes d'épargne libre d'impôt (CELLI) des Canadiens.

Les milléniaux choisissent souvent les fonds communs de placement en raison de leur faible investissement minimum, de leur commodité, de leur gestion professionnelle et de leur grande liquidité. Malgré cela, beaucoup ne connaissent pas les inconvénients des fonds communs de placement et leur incidence sur les rendements à long terme. Nous expliquons ci-dessous les inconvénients de placer de l'argent dans ces fonds.

Ratio de frais de gestion (RFG)

Le ratio de frais de gestion (RFG) représente la somme des frais de gestion, des frais d'exploitation et des impôts du fonds, en pourcentage de son actif total. Le RFG moyen des fonds communs de placement d'actions canadiennes est d'environ 2,5 %.

Cela peut sembler peu, mais à long terme, le RFG peut gruger les rendements. En supposant que vous commencez avec 50 000 \$ et que vous obtenez un rendement de 6 % avant frais, un RFG de 2,5 % vous donne un gain de 49 000 \$ sur 20 ans, tandis qu'un RFG de 1 % vous permet de réaliser un profit de près de 83 000 \$. Cette différence de 34 000 \$ signifie que les frais éliminent presque la moitié de la croissance.

Frais de transaction et taux de rotation

Les investisseurs doivent se méfier des frais de transaction, comme les commissions, qui ne sont pas inclus dans le RFG des fonds communs de placement.

L'importance des frais de transaction dépend largement du taux de rotation. Ce taux indique le pourcentage des titres du fonds commun de placement qui ont changé au cours de la dernière année.

Plus le taux de rotation est élevé, plus les frais de transaction seront élevés. Une étude réalisée par *Dalbar Research* en 2010 a montré que le taux de rotation moyen des gestionnaires de fonds d'actions canadiens était de 120 %, ce qui signifie qu'en octobre de chaque année, ils avaient acheté et vendu l'équivalent de chaque titre de leur portefeuille au moins une fois.

Cela entraîne une augmentation des frais de transaction et de l'impôt à payer, ce qui nuit considérablement aux rendements. En comparaison, le taux de rotation moyen de Liberty est d'environ 10 %. La réduction des transactions entraîne une diminution des frais et, en fin de compte, de meilleurs rendements.

Surdiversification

La plupart des investisseurs comprennent le concept de diversification – ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier. En fait, c'est la surdiversification qui cause des problèmes.

Certains fonds communs de placement comprennent plus de 100 titres. Même si la valeur d'une action double, cela n'a pas beaucoup d'incidence sur le rendement du portefeuille, car sa pondération n'est pas assez importante.

D'autre part, de nombreuses études statistiques suggèrent qu'un portefeuille de 30 actions ayant une pondération moyenne de 3,3 % est le meilleur moyen de maximiser la diversification et de s'assurer que chaque action a une incidence réelle sur le rendement.

Taille du fonds

Le plus grand fonds commun de placement au Canada a un actif géré de plus de 100 milliards de dollars, tandis que de nombreux autres fonds ont un actif total de plus de 10 milliards de dollars. Le processus d'achat et de vente d'actions peut être facile pour nous, mais pour le gestionnaire d'un grand fonds commun de placement, ce n'est pas forcément le cas.

Lorsqu'un fonds dépasse le milliard de dollars, surtout au Canada, il devient essentiellement le marché. Il est souvent difficile pour le gestionnaire de fonds de manœuvrer sur le marché sans que tout le monde ne sache ce qu'il fait. La taille limite également ce qui peut être acheté, car la faible liquidité des actions entre en jeu.

Par exemple, si un fonds comprend 100 000 actions d'une société à petite capitalisation qui ne se négocient qu'à raison de 5 000 actions par jour, 20 jours peuvent être nécessaires pour liquider la totalité de la position. Pendant cette période, le prix baisse à chaque transaction, à mesure que les offres disparaissent.

Le tableau ci-dessous présente des renseignements pertinents sur deux fonds communs de placement internationaux, Brandeis International (fonds A) et AGF Global (fonds B), au 30 juin 2021.

	Actions internationales Brandeis (fonds A)		Actions mondiales AGF (fonds B)	
	(BIP161.CF)		(AGF233.CF)	
Taille (en millions \$)	129,38 \$		543,72 \$	
RFG	2,33 %		2,54 %	
Bêta sur 10 ans	1,02		0,98	
Sharpe sur 10 ans	0,40		0,76	
<i>(Annualisé)</i>	RENDEMENT	ALPHA	RENDEMENT	ALPHA
1 an	31,4 %	8,2 %	22,1 %	-3,1 %
3 ans	1,6 %	-4,4 %	5,5 %	-5,7 %
5 ans	4,5 %	-4,0 %	6,7 %	-5,8 %
10 ans	5,5 %	-3,3 %	9,0 %	-3,2 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

Lors de l'évaluation des fonds communs de placement, il est essentiel de comprendre les concepts du bêta, du ratio de Sharpe et de l'alpha.

Le bêta est la volatilité d'un portefeuille par rapport au marché. Par conséquent, plus le bêta est élevé, plus le fonds est risqué.

Le ratio de Sharpe est une mesure risque-rendement, ou, pour chaque dollar de risque encouru, combien avez-vous gagné? Un ratio de Sharpe plus élevé indique un meilleur rendement par rapport au risque du portefeuille.

L'alpha est la différence entre le rendement du fonds et le rendement de l'indice de référence. Un alpha positif signifie que le fonds a un meilleur rendement que l'indice de référence, tandis qu'un alpha négatif représente un rendement inférieur. En général, un alpha de 2% après les frais est associé à un bon rendement.

En comparant les deux fonds communs de placement d'actions mondiales, voici ce que nous avons constaté :

- Le ratio de Sharpe du fonds A est de 0,40, tandis que celui du fonds B est de 0,76. Le fonds A a donc offert des rendements nettement inférieurs à ceux du fonds B par rapport à son niveau de risque.
- Si l'on considère le bêta, le fonds B est moins risqué que le fonds A. Avec un bêta de 1,02 et un alpha sur 10 ans de -3,3 %, le fonds A a été plus volatil et a offert des rendements inférieurs à ceux de l'ensemble du marché.
- Malgré le bon rendement du fonds A au cours de la dernière année, les deux fonds ont offert un faible rendement sur le long terme. L'alpha négatif indique que leur rendement a été inférieur à celui du marché pour les périodes de 3, 5 et 10 ans.

Malgré tous les bénéfices annoncés, les chiffres ci-dessus expliquent pourquoi près de 90 % des fonds communs de placement ne parviennent pas à surpasser l'indice de référence. Des frais de transaction et un taux de rotation élevés, une diversification excessive et d'importants actifs sous gestion contribuent au faible rendement.

Lorsque vous évaluez des fonds communs de placement, vous devez analyser minutieusement les éléments suivants :

- les ratios;
- la répartition par secteur;
- la répartition géographique;
- les frais;
- le rendement historique.

Si vous ne faites pas cette analyse, vous pourriez gagner beaucoup moins que prévu.

Par David Driscoll

Dès qu'un analyste du courtage parle de bénéfices, le sceptique en moi se met en état d'alerte. C'est parce qu'il déforme la réalité, laissant l'auditeur considérer ce qu'il dit comme étant un fait.

Le travail d'un analyste consiste à parler d'un titre en termes élogieux, car la société de courtage pour laquelle il travaille peut être chargée des services bancaires d'investissement pour cette entreprise. Si l'entreprise obtient des capitaux par l'entremise d'une émission d'actions ou d'obligations, la société de courtage reçoit un pourcentage de la transaction.

Par exemple, si une entreprise obtient 100 millions de dollars en émettant des actions, le courtier peut recevoir une commission de placement de 1 ou 2 % et publier un rapport positif sur l'entreprise. Les investisseurs doivent donc prendre les recommandations des analystes avec un grain de sel. Elles ne sont pas impartiales.

Au cours du dernier trimestre, les sociétés ont divulgué les résultats du premier trimestre de 2021 et comparé ceux-ci à ceux du premier trimestre de 2020, période où tout le monde était confiné en raison de la Covid-19. Il n'était donc pas difficile de faire mieux.

Entretemps, de nombreuses sociétés ont omis de publier une comparaison des résultats du quatrième trimestre de 2020 et du premier trimestre de 2021, en raison des médiocres résultats indiquant que l'économie ne se redressait pas.

Les entreprises et les analystes du courtage ont fait en sorte que les bénéfices des entreprises paraissent spectaculaires. Les investisseurs y ont cru et le marché a atteint de nouveaux sommets.

Dans le secteur du placement, il existe trois types de bénéfice : le bénéfice rajusté, le bénéfice selon les PCGR (principes comptables généralement reconnus) et le bénéfice en trésorerie. Le dernier est le seul chiffre important, car les liquidités sont réelles, tandis que les deux autres peuvent être manipulés par les comptables et les directeurs financiers; ils sont considérés comme étant artificiels.



Les entreprises et les analystes du courtage ont fait en sorte que les bénéfices des entreprises paraissent spectaculaires. Les investisseurs y ont cru et le marché a atteint de nouveaux sommets.



L'objectif d'une société est d'obtenir des bénéfices aussi élevés que possible afin de faire grimper le cours de l'action et d'être en mesure d'offrir des millions de dollars aux dirigeants en rémunération.

La valeur des actions peut être manipulée par un certain nombre de méthodes et de règles comptables. Voici trois de ces méthodes trompeuses :

- Dans l'infolettre de Liberty du trimestre dernier, nous avons expliqué comment l'utilisation des méthodes du DEPS, du PEPS ou du coût moyen pouvait faire grimper les bénéfices nets.
- Un deuxième exemple serait d'ignorer les frais de rachat après une acquisition si une société peut faire valoir qu'il s'agit d'une dépense unique. Cela permet d'accroître les revenus réalisés, de réduire les coûts et d'augmenter les bénéfices.
- Un dernier exemple serait de placer les stocks d'une usine dans des camions et de les considérer comme des ventes (une question de synchronisation), même si ce n'est pas le cas.

Dans cet article, nous ne parlerons que des deux premières méthodes comptables, le bénéfice rajusté et le bénéfice selon les PCGR, afin de montrer comment les chiffres sont manipulés pour donner l'impression d'une hausse du marché. Les bénéfices anticipés pour 2021 sont fondés sur les 30 sociétés qui composent l'indice Dow Jones Industrial Average (DJIA).

Voici ce que nous avons trouvé :

- Le bénéfice selon les PCGR de l'indice DJIA devrait être de 252,20 \$ en 2021.
- Le bénéfice rajusté devrait s'élever à 267,34 \$, soit 6 % de plus que le bénéfice selon les PCGR.

- Les entreprises technologiques et pharmaceutiques présentent le plus grand écart entre les bénéfices, les bénéfices rajustés de ces deux secteurs étant supérieurs de 20 % aux bénéfices selon les PCGR.

Par exemple, dans le cas d'Amgen, les analystes du courtage s'attendent à un bénéfice rajusté de 16,29 \$ par action et à un bénéfice selon les PCGR de 11,72 \$ par action, soit une différence de près de 40 %. Sur la base du bénéfice rajusté et d'un cours de clôture de 244,37 \$, le ratio cours/bénéfice est égal à 15, ce qui fait paraître la valeur de l'action relativement faible.

Toutefois, si l'on utilise le bénéfice selon les PCGR de 11,72 \$, le ratio cours/bénéfice est égal à 21, ce qui fait paraître la valeur de l'action plus élevée.

Évidemment, les analystes du courtage vont promouvoir le ratio de 15 pour inciter les investisseurs à acheter des actions d'Amgen et faire grimper le cours, ce qui aidera la société de courtage à décrocher des contrats avec l'entreprise et les dirigeants à atteindre leurs objectifs financiers pour 2021.

Du côté du secteur technologique, le bénéfice rajusté et le bénéfice selon les PCGR de Cisco Systems et IBM Corp. affichent une différence de 30 %, ce qui prouve que le problème ne se limite pas à une seule société ou à un seul secteur. C'est un phénomène répandu sur le marché.

C'est de l'ingénierie financière à son meilleur – et un avertissement pour les investisseurs d'ignorer les opinions des analystes et d'effectuer leurs propres analyses.

QU'EST-CE QUI FAIT LA QUALITÉ D'UNE ACTION?

Par Brett Girard, CPA, CA, CFA

Pendant des décennies, le monde du placement a venté avec acharnement les mérites des actions de croissance, comparativement aux actions de valeur. Les actions de croissance ont tendance à avoir des ratios cours/bénéfice élevés, une croissance plus rapide des bénéfices et un rendement en dividendes faible ou nul. L'évaluation de ces actions dépend de la croissance continue (le plus souvent rapide) du nombre d'utilisateurs et de clients, du chiffre d'affaires et, éventuellement, des bénéfices.

Par conséquent, en période d'expansion économique, les actions de croissance ont tendance à offrir un rendement élevé, lequel revient à la normale lorsque l'économie se stabilise.

D'autre part, les actions de valeur ont des ratios cours/bénéfice ainsi que des ratios cours/valeur comptable plus faibles, une croissance des bénéfices plus lente et des rendements en dividendes plus élevés. Ces titres stables sont prisés en cas de repli économique, car les investisseurs recherchent la sécurité qu'offrent leur faible volatilité et leurs dividendes croissants.

Les partisans de chaque camp choisissent comme point de départ un moment où leur stratégie leur a permis d'obtenir des rendements élevés, puis affichent fièrement des graphiques qui appuient leurs conclusions.

Lors des récessions de 1981, de 1991, de 2000 et du début de l'année 2007, les actions de valeurs ont donné de bons résultats. Les actions de croissance ont offert des rendements élevés au milieu des années 1980 (croissance de l'emploi dans le secteur des services et des gains de productivité liés à la délocalisation), à la fin des années 1990 (adoption généralisée d'Internet) et après 2008 (politique du taux d'intérêt zéro).

Cette année, les menaces d'inflation et la croissance de l'emploi devraient orienter la robustesse future des actions de croissance ou des actions de valeur. Chez Liberty, nous n'examinons pas les actions sous l'angle de la croissance ou de la valeur. Nous préférons vérifier la présence ou l'absence de qualité, une approche divergente beaucoup plus pertinente.

En apparence, la qualité est amorphe. Elle n'est pas mesurée au moyen d'une approche générale, ou de paramètres fondamentaux, comme le ratio cours/bénéfice, le ratio cours/valeur comptable ou même le versement de dividendes.

Son évaluation exige au contraire un examen du modèle d'entreprise. Cet examen nous transporte au cœur du concept éponyme « Porter's Five Forces of Strategy » de Michael Porter, professeur à Harvard, qui nécessite d'examiner les fournisseurs, les clients, les concurrents, les produits de substitution et la menace de nouveaux entrants.

Il est donc important de comprendre les principales caractéristiques des activités de l'entreprise, de savoir ce que l'entreprise réussit bien et d'évaluer comment les changements futurs peuvent avoir une incidence sur ces caractéristiques.

Les entreprises exerçant leurs activités dans des marchés monopolistiques ou oligopolistiques, offrant des composants essentiels à la mission, ou dont les coûts ne représentent qu'un faible pourcentage des résultats qu'elles génèrent sont une bonne source de titres de qualité.

Enfin, nous devons comprendre comment les dirigeants envisagent la répartition du capital et comment l'entreprise traite ses employés, ses clients, ses vendeurs, ses partenaires et même ses concurrents.

Tout cela peut sembler subjectif. À court terme, nous sommes d'accord. Toutefois, à long terme, les entreprises de qualité obtiennent systématiquement un rendement du capital investi (RCI) supérieur au coût du capital ou du financement.

Par exemple, ces entreprises peuvent placer un dollar dans leur propre entreprise et générer régulièrement plus d'un dollar en bénéfices. Le différentiel positif du RCI par rapport au coût du capital se traduit par la génération de flux de trésorerie disponibles, de bénéfices et, en fin de compte, de rendements supérieurs à la moyenne. Voici comment choisir une action à conserver à long terme.

Étant donné que la période de détention souhaitée est de 10 à 30 ans, comme en témoigne la rotation annuelle de 1 à 3 actions dans un portefeuille de 30 actions, la qualité devient un point d'ancrage essentiel à la conservation d'un titre à travers les cycles économiques. Ce point d'ancrage nous permet d'éviter de nous rattacher précisément au ratio cours/bénéfice ou à d'autres mesures, ou de chercher à savoir si, à court terme, le titre est « abordable » ou « dispendieux ».

En outre, bien que nous soyons attentifs aux questions macroéconomiques comme le niveau d'inflation et les tendances en matière d'emploi, les entreprises de qualité bien gérées qui ont la capacité d'accroître leurs rendements bénéficient d'un avantage considérable pour affronter les obstacles qui se présentent dans leur propre secteur ou dans l'ensemble des marchés.

Ces entreprises peuvent faire preuve de souplesse et d'agilité en choisissant les bons moments pour consacrer davantage de ressources à la recherche et au développement, pour réaliser des acquisitions ciblées, pour ajouter un effet de levier au bilan tout en remboursant rapidement la dette, pour racheter des actions et pour augmenter les dividendes.

C'est pourquoi la qualité est si précieuse lorsqu'on la trouve. Nous passons au crible plus de 7 000 sociétés du monde entier et nous ne trouvons cette qualité que pour environ 80 d'entre elles, soit un peu plus de 1 % de notre univers des possibilités de placement. Alors qu'un suivi important est nécessaire pour maintenir une position, notre stratégie, vue de l'extérieur, peut ressembler à « ne rien faire ».

Au contraire, l'absence d'action est illusoire. Les titres de ces sociétés permettent une croissance active fiscalement avantageuse et une accumulation de dividendes pour accroître le revenu au fil du temps. Ces deux facteurs sont essentiels pour créer de la richesse.

Il n'est donc pas surprenant que chez Liberty, nous évitions le débat entre croissance et valeur. Au fil du cycle économique, la gestion active des placements peut faire augmenter la charge fiscale, les frais de transaction et le risque de ne pas choisir le meilleur moment pour effectuer des opérations. Cela détruit la richesse au lieu de la créer.

Y a-t-il une période de l'année où vous préférez acheter des actions?

Si, historiquement, les moments les plus sombres des marchés boursiers se sont produits en septembre ou en octobre, le bon sens voudrait que les cours soient plus abordables après la tempête.

Si l'on ajoute à cela les annonces d'augmentation des dividendes et le fait que les meilleurs résultats de l'année ont été obtenus au quatrième trimestre, les investisseurs pourraient trouver les meilleures occasions d'achat en octobre.

Nous avons comparé les rendements annuels à partir de l'an 2000 (de janvier à décembre) aux rendements du 24 octobre au 24 octobre et avons constaté une différence importante.

Par exemple, les rendements moyens entre le 24 octobre et le 24 octobre de l'indice composite TSX 300 (6 %), de l'indice S&P 500 (6 %) et de l'indice MSCI Global (5 %) ont été dérisoires par rapport aux actions

de Liberty, qui ont offert un rendement moyen de 19 %. Il tombe à 17 % si l'on ne tient pas compte du rendement de 116 % de Shopify Inc. Ce ne sont pas tous les titres de Liberty qui ont offert ce type de rendement, mais c'est le cas pour 67 des 75 titres (près de 90 %).

Ce chiffre moyen de 17 % représente-t-il une garantie de rendement? Non, mais la stratégie a fourni des rendements supérieurs à la moyenne environ 75 % du temps, en comparaison avec les rendements sur la base de l'année civile, pour lesquels les marchés ont offert historiquement des rendements supérieurs environ 67 % du temps. Cet alpha de 8 % (la différence entre les rendements et l'indice de référence) est important et représente un avantage pour les investisseurs.

Donc, si vous avez de l'argent à placer, nous pensons que le meilleur moment pour le faire est le 24 octobre.

Pourquoi ne pas simplement détenir les 10 meilleures actions chaque année?

La difficulté ici est de déterminer les actions qui offriront les 10 meilleurs rendements chaque année. Malheureusement, aucun gourou de l'investissement n'est Dieu, et aucun n'a accès aux gros titres des journaux de la prochaine année.

Il faut plutôt se préoccuper de la bonne façon de gérer le risque. Malheureusement, de nombreux nouveaux investisseurs ne pensent qu'à ce qu'ils peuvent gagner si les « titres vedettes » augmentent au même rythme chaque année. Ils ne pensent jamais au risque jusqu'à ce qu'ils aient perdu de l'argent.

Lorsque j'ai commencé à effectuer des placements, à la fin des années 1970, la meilleure chose qui me soit arrivée a été de voir mon premier achat d'actions, effectué par l'intermédiaire d'un ami courtier, tomber

à zéro. Je n'ai plus fait affaire avec lui ensuite parce que je me suis dit que je pouvais faire aussi mal moi-même.

Je n'ai jamais oublié cette leçon. Au cours des années suivantes, j'ai suivi de nombreux cours sur les placements, et puis voilà! Me voici aujourd'hui à la tête d'une société de placement dont le mandat est clairement de gérer les risques pour protéger le capital des clients.

Le risque se présente sous toutes les formes et sous toutes les tailles :

- **Risque systématique** – le risque associé aux placements dans un marché comme l'immobilier, les actions ou les obligations.

- **Risque non systématique** – le risque de voir un placement perdre de sa valeur en raison d'aléas propres à une société ou à un secteur. La diversification réduit ce risque.
- **Risque commercial** – le risque qu'une société en particulier réalise constamment des bénéfices.
- **Risque pays** – le risque qu'un pays comme l'Argentine ne soit pas en mesure d'honorer ses engagements financiers.
- **Risque de crédit ou de défaut** – le risque qu'un emprunteur ne soit pas en mesure de payer les intérêts contractuels ou le capital de ses dettes.
- **Risque de change** – le risque que les taux de change puissent créer des pertes non réalisées sur l'instrument de placement sous-jacent.
- **Risque de taux d'intérêt** – le risque que la valeur d'un placement varie en raison d'un changement du niveau absolu des taux d'intérêt.
- **Risque politique** – le risque que l'instabilité politique ou les changements législatifs dans un pays puissent avoir des répercussions sur le rendement d'un placement.
- **Risque de contrepartie** – la probabilité ou l'éventualité que l'une des personnes

participant à une transaction ne respecte pas ses obligations contractuelles. Les produits de placement comme les actions, les options, les obligations et les produits dérivés comportent un risque de contrepartie.

- **Le risque de liquidité** – le risque que certains placements ne puissent être facilement liquidés. Dans le cas des investissements en capital, il se peut que vous ne puissiez pas retirer votre argent au moment voulu.

Si les nouveaux investisseurs qui souhaitent le faire eux-mêmes placent 20 000 \$ dans une cryptomonnaie actuellement à la mode et perdent tout, combien de temps leur faudra-t-il pour accumuler un autre montant de 20 000 \$ à placer?

Au lieu de cela, il est préférable de mettre d'abord l'accent sur les actions de premier ordre, qui sont relativement plus sûres, afin d'obtenir un rendement positif. Ce n'est qu'après avoir réalisé un gain qu'ils devraient envisager des instruments plus risqués.

Quant aux 10 meilleurs placements, ils changent chaque année, souvent en fonction de facteurs macroéconomiques. Les investisseurs devront donc possiblement éviter les meilleurs placements de l'année dernière et mettre l'accent sur autre chose.

Comment se fait-il que la rotation soit faible et que les titres restent les mêmes?

Certains clients ont demandé si les titres de sociétés que nous détenons aujourd'hui valent toujours la peine d'être détenus. La réponse est un « oui » retentissant. C'est parce que, comparativement à la concurrence, ces sociétés ont les caractéristiques suivantes :

- Génération d'un flux de trésorerie disponible
- Solides résultats financiers
- Part de marché supérieure à la moyenne

- Pouvoir de fixation des prix

Ces titres n'offrent peut-être pas des rendements similaires chaque année, mais au fil du temps, le flux de trésorerie disponible qu'elles génèrent leur donne la souplesse financière nécessaire pour faire ce qu'elles veulent, quand elles le veulent. La capacité de leurs concurrents de réaliser des gains peut être limitée en raison de l'absence de l'une ou de l'ensemble de ces quatre caractéristiques.

Voici trois titres de Liberty (Toromont Industries, Danaher Corp. et Dassault Systemes) que la plupart des clients détiennent depuis longtemps. Certaines années, leur rendement a été faible, voire inférieur à ceux des indices sous-jacents, mais, au fil du temps, ils ont offert aux investisseurs des rendements supérieurs à la moyenne.

et 2014). Ses rendements à long terme sont toutefois largement supérieurs, comme le montre le tableau ci-dessous.

C'est pourquoi il est si important d'ignorer les variations à court terme et de continuer à mettre l'accent sur les rendements à long terme. La façon la plus simple de penser aux placements est la suivante :

Vous effectuez un placement dans une entreprise qui emploie 30 000 personnes. Si vous détenez 30 titres dans votre portefeuille, cela représente essentiellement 1 million de personnes qui travaillent chaque jour pour vous afin de réaliser des bénéfices, dont vous recevez un pourcentage chaque année sous forme de

dividende – tout cela sans avoir à lever le petit doigt. En fin de compte, lorsque les dividendes augmentent, le cours de l'action doit suivre.

Rendement global de trois titres de Liberty et de leurs indices de référence comparatifs (dividendes réinvestis)

	SYMBOLE DE L'ACTION	RENDEMENT SUR 1 AN	RENDEMENT SUR 5 ANS	RENDEMENT SUR 10 ANS	RENDEMENT SUR 15 ANS
Toromont Industries	TIH CN	21,88 %	25,44 %	21,24 %	16,30 %
vs. Indice composite TSX	SPTSX	17,30 %	10,76 %	7,43 %	6,83 %
Danaher Corp.	DHR US	21,02 %	29,18 %	21,45 %	17,75 %
vs. Indice S&P 500	SPX	15,24 %	17,62 %	14,82 %	10,72 %
Dassault Systemes	DSY FP	13,90 %	25,12 %	22,17 %	17,38 %
vs. Indice Stoxx Europe 600	SXXP	15,78 %	10,06 %	8,82 %	5,93 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

Par exemple, le rendement de Toromont Industries a été inférieur à celui de l'indice composite TSX au cours de cinq des 15 dernières années (2006, 2009, 2010, 2012

AUTRES NOUVELLES

Patricia Matheson, notre première responsable du service clientèle, a pris sa retraite pour s'occuper de ses petits-enfants.

Chez liberty, cinq employés (Farai Murove est en congé de maternité) s'occupent actuellement du service à la clientèle. Virginia Randall dirige l'équipe composée d'Alice Park, de Farai, de Sharang Arora et de Victor Hulea.

Parce que nous sommes une institution valorisant la formation, nous sommes heureux d'annoncer que Farai, James Coman et Alice Park ont récemment réussi l'examen du Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada.

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à communiquer avec nous.

David Driscoll CIM

Président et chef de la direction

Brett Girard CPA, CA, CFA

Gestionnaire de portefeuille et chef des finances

Annie Bertrand CIM

Gestionnaire de portefeuille adjointe

Les commentaires publiés dans ce bulletin sont de nature générale seulement. Les formulations employées sont choisies dans le seul but d'informer le lecteur. Elles ne constituent ni des conseils de placement ni des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Avant de prendre des décisions sur la base des renseignements fournis ici, nous vous encourageons à consulter un professionnel de Liberty.