

# L'ACTUALITÉ DES MARCHÉS

4e trimestre | 31 décembre 2021

## DANS CE NUMÉRO:

- 1 **Ce qui s'est produit sur les marchés en 2021 et nos attentes pour 2022**
- 5 **Investissement pour les milléniaux : Contracter un prêt hypothécaire**
- 7 **Du plaisir avec les maths : Les attributions d'options d'achat d'actions échappent à tout contrôle**
- 9 **Réponses aux questions des clients : David Driscoll répond à vos questions**
- 12 **La loi des rendements décroissants, les rendements ajustés au risque et la contraction du multiple cours-bénéfice (C/B)**

La question que j'aime poser à mes employés est la suivante : « Quelle est la chose la plus importante à retenir en ce qui concerne le marché boursier? » À laquelle, ils répondent correctement : « Ne jamais se battre contre la Réserve fédérale américaine ».

Lorsque les taux d'intérêt baissent, les marchés boursiers se portent bien. À l'inverse, lorsque les taux d'intérêt augmentent, les marchés boursiers peuvent en souffrir.

La logique sous-jacente est la suivante : lorsque la Banque fédérale américaine réduit les taux d'intérêt, elle souhaite que les entreprises empruntent de l'argent à faible coût, construisent de nouvelles usines et embauchent des employés. En principe,

cela entraîne une hausse des revenus, une baisse des frais d'intérêt et une hausse des bénéfices, ce qui propulse les évaluations boursières à la hausse. En revanche, lorsque les taux d'intérêt augmentent, c'est le contraire qui se produit. L'économie est appelée à ralentir, entraînant avec elle une baisse des revenus et des bénéfices.

### Rendements totaux trimestriels de divers indices boursiers (en dollars canadiens avec dividendes réinvestis)

INDICES BOURSIERS	T1	T2	T3	T4	2021 RENDEMENT TOTAL
Indice S&P 500 (États-Unis)	5,30 %	7,88 %	3,60 %	10,70 %	27,48 %
Indice composite TSX 300 (Canada)	8,68 %	9,17 %	0,80 %	6,50 %	25,15 %
Indice MSCI Global (Monde)	3,92 %	6,93 %	2,83 %	7,56 %	21,24 %
Indice technologique du Nasdaq (États-Unis)	1,81 %	8,67 %	2,46 %	8,13 %	21,07 %
Indice Stoxx600 (Europe)	2,90 %	6,52 %	1,08 %	5,60 %	16,10 %
Indice Russell 2000 (petite capitalisation américaine)	11,04 %	2,99 %	-2,20 %	1,88 %	13,71 %
Indice MXEF (marchés émergents)	0,61 %	3,67 %	-6,07 %	-1,59 %	-3,38 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

C'est précisément ce qui s'est passé en 2021 et qui est illustré dans le tableau de la page 1 et le tableau ci-dessous. J'ai ventilé, sur une base trimestrielle, les rendements totaux en dollars canadiens (dividendes inclus) des différents indices boursiers et obligataires.

En 2021, on a observé des rendements importants aux deuxième et quatrième trimestres, alors que les taux d'intérêt ont chuté, en raison de l'émergence du variant Delta de la COVID-19, et, plus tard dans l'année, lorsque le variant Omicron a commencé à sévir.

Quelques points à noter sur les indices boursiers en 2021 :

- L'indice composite TSX a connu une excellente année, en hausse de 25 %, en raison de la hausse des prix du pétrole et d'autres matières premières. 35 % des actions du TSX sont des titres de ressources naturelles.
- L'indice composite Nasdaq s'est bien comporté, en hausse de 21 %, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt. Ces sociétés recherchent des taux peu élevés pour emprunter de l'argent à un coût abordable afin de compenser l'épuisement rapide de leurs liquidités. Plus de 80 % des actions cotées sur le Nasdaq ne dégagent pas de bénéfices pour développer leurs activités, ce qui les oblige à emprunter davantage.
- L'indice de petite capitalisation Russell 2000 a connu un bon début d'année 2021,

mais il s'est replié au fil de l'année (hausse de 13 % seulement) parce que les petites entreprises ont davantage souffert pendant les périodes de confinement liées à la COVID. Si l'indice continue d'éprouver des difficultés, cela peut laisser présager une année morose pour les marchés boursiers en 2022, car les petites entreprises alimentent l'économie américaine.

- Les actions de l'indice des marchés émergents ont souffert (baisse de 3 %) pour deux raisons : les périodes de confinement liées à la COVID qui ont nui à la croissance économique; et la hausse du dollar américain par rapport à la baisse de la monnaie nationale qui a rendu le paiement de la dette plus coûteux.

La montée des taux d'intérêt au premier et au troisième trimestre a entraîné une baisse des rendements obligataires et un affaiblissement relatif des marchés boursiers, car on croyait que la Réserve fédérale américaine allait d'abord atténuer son programme d'assouplissement quantitatif, puis qu'elle commencerait à relever les taux d'intérêt en 2022, lorsque l'inflation se ferait sentir.

Rendements totaux trimestriels de divers indices obligataires (en dollars canadiens avec intérêts réinvestis)					
INDICES OBLIGATAIRES	T1	T2	T3	T4	2021 RENDEMENT TOTAL
Indice des obligations canadiennes de 10 à 30 ans (ZCM)	-3,78 %	1,45 %	0,03 %	0,05 %	-2,25 %
Indice des obligations canadiennes de 30 ans et plus (ZLC)	-8,75 %	2,81 %	-1,40 %	4,23 %	-3,11 %
Indice des obligations américaines de plus de 30 ans (VCLT)	-9,91 %	4,82 %	1,47 %	0,96 %	-2,65 %
Indice obligataire canadien à rendement réel (ZRR)	-7,47 %	2,78 %	-0,72 %	6,93 %	1,52 %
INDICES DES ACTIONS PRIVILÉGIÉES					
Indice des actions privilégiées canadiennes à taux révisable (ZPR)	12,64 %	6,12 %	2,81 %	2,18 %	23,75 %
Indice des actions privilégiées perpétuelles américaines (ZUP)	0,45 %	1,27 %	1,76 %	1,29 %	4,77 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

Quelques points à noter concernant les indices du marché des obligations et des actions privilégiées en 2021 :

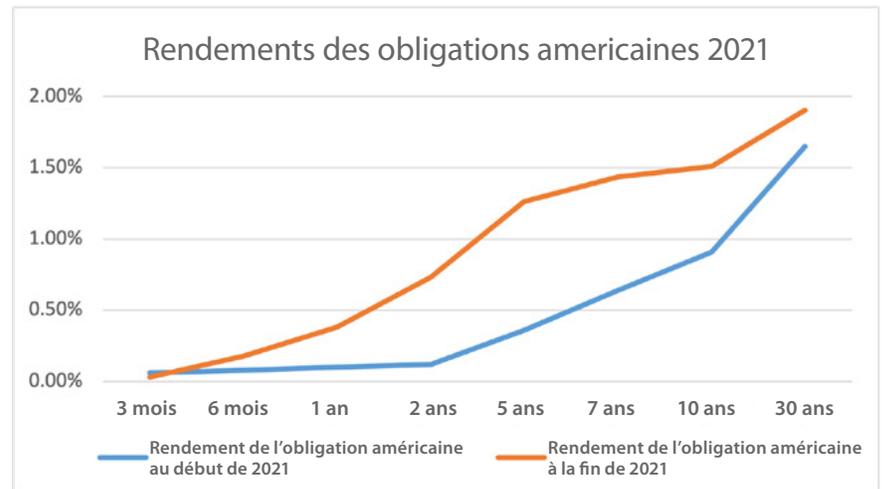
- Alors que les obligations classiques ont enregistré des rendements négatifs en 2021, les obligations indexées sur l'inflation, ou obligations à rendement réel (ZRR dans le tableau) ont progressé. En mars, Liberty a effectivement doublé son poids en obligations indexées sur l'inflation et l'investissement s'est avéré positif.
- Les actions privilégiées à taux révisable (ZPR dans le tableau ci-dessus) ont bondi parce qu'elles se sont bien comportées lorsque les taux d'intérêt ont augmenté en 2021. Les investisseurs ont acheté ces titres dans l'espoir que la valeur des coupons augmenterait au moment de la révision du taux de ces actions privilégiées après la cinquième année.
- Toutefois, il est peu probable que les actions privilégiées à taux révisable bénéficient de la performance de 2021, car elles se négocient près de leur valeur nominale de 25 \$. On s'attend à des rendements plus faibles en 2022.
- Les actions privilégiées perpétuelles canadiennes ont connu des rendements quelque peu positifs, à l'instar de leurs équivalents américains (ZUP dans le tableau ci-dessus). Elles affichent un rendement supérieur lorsque les taux baissent, et non lorsqu'ils augmentent.
- Un grand nombre d'actions privilégiées américaines sont des actions perpétuelles assorties de coupons élevés, de l'ordre de 5 %. Les émetteurs les rachetaient en cours d'année

pour économiser de l'argent, le produit étant payé par l'émission d'obligations avec des coupons inférieurs à 5 %.

Comme le montre le graphique ci-dessous, la courbe de rendement des obligations américaines (échéances de 2 à 7 ans) a augmenté en 2021 en raison de l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêt dans un contexte d'inflation temporaire. La courbe bleue représente les taux d'intérêt au début de 2021. La courbe orange affiche leur position à la fin de l'année.

Si les acteurs du marché obligataire se doutaient que l'inflation allait persister à long terme, le taux à 30 ans aurait augmenté l'année dernière pour atteindre un rendement proche de 3 %. Or, il a à peine bougé.

### Courbe de rendement des obligations américaines



Données fournies par Bloomberg L.P.

Ce point de vue est corroboré par de nombreux économistes du secteur bancaire. Le tableau ci-dessous présente leurs attentes en matière d'inflation pour les deux prochaines années.

La baisse prévue du taux d'inflation d'ici 2023 repose sur l'hypothèse que les hausses de taux d'intérêt devraient ralentir l'inflation, conjuguée à un retour à des économies normalisées avec la disparition des cas de COVID.

## Taux d'inflation prévus par pays selon les économistes bancaires utilisant l'indice des prix à la consommation (IPC)

	TAUX D'INFLATION EN 2021	PRÉVISIONS POUR 2022	PRÉVISIONS POUR 2023
États-Unis	4,7 %	4,4 %	2,4 %
Canada	3,4 %	3,4 %	2,3 %
Zone euro	2,5 %	2,5 %	1,5 %
Allemagne	3,1 %	2,7 %	1,7 %
Royaume-Uni	2,5 %	4,0 %	2,1 %
Chine	1,0 %	2,2 %	2,2 %
Japon	-0,2 %	0,7 %	0,7 %
Australie	2,7 %	2,5 %	2,3 %
Nouvelle-Zélande	3,7 %	3,3 %	2,1 %
Vénézuéla	2389 %	925 %	345 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

La réouverture de l'économie pourrait alors être totale et nous pourrions assister au retour des forces désinflationnistes telles que l'utilisation toujours plus grande de la technologie (entraînant une baisse des prix) combinée au vieillissement de la population (les retraités ne dépensent pas beaucoup) et à la baisse du taux de natalité dans de nombreux pays occidentaux.

### Résumé des marchés

Bien que la plupart des prévisions soient erronées dans 88 % des cas, voici ce qui, selon nous, pourrait se produire en 2022 :

La probabilité que la Réserve fédérale augmente ses taux de 0,25 % en mars est de 80 %. Le rendement du billet à 10 ans des États-Unis a grimpé à 1,68 % après une deuxième opération d'achat de la Réserve fédérale américaine et un rapport sur l'emploi dans le secteur privé, indiquant un renforcement de la

population active, ce qui donne aux négociateurs la conviction que la Réserve fédérale augmentera les taux trois fois en 2022. Cela nuirait aux obligations et aux actions de croissance à long terme qui ne génèrent pas de bénéfices.

L'économie américaine devrait pouvoir se maintenir cette année, mais elle connaîtra beaucoup de volatilité. Lisa Shalett, directrice des investissements chez Morgan Stanley Wealth Management, a déclaré : « La période de baisse des taux de fonds fédéraux (fed funds) initiée au début de l'année 2019 touche à sa fin, ce qui devrait permettre aux taux réels de remonter après avoir atteint des niveaux négatifs historiques. Ce changement est susceptible de déclencher la volatilité des marchés et d'entraîner des changements dans leur direction », a-t-elle ajouté.

En 2022, les actions de valeur (sociétés affichant des bénéfices réels) pourraient surclasser les actions de croissance (sociétés technologiques et de petites capitalisations). Les actions de croissance pourraient subir une contraction du multiple cours-bénéfice (C/B). Les sociétés à petite capitalisation, qui ont habituellement une valeur marchande d'environ 2 milliards de dollars ou moins, ont tendance à avoir des secteurs d'activité moins diversifiés que les sociétés à plus grande capitalisation, ce qui les rend plus risqués en période d'incertitude économique.

Entre-temps, les actions de valeur affichent des bénéfices réels, des dividendes à la hausse et des multiples C/B inférieurs. Pour les investisseurs de Liberty, cela représente environ 85 % des actions de leurs portefeuilles et ces titres devraient continuer de leur fournir une croissance et un rendement intéressants.

# INVESTISSEMENT POUR LES MILLÉNAUX : PRÊT HYPOTHÉCAIRE 101 POUR LES ACHETEURS D'UNE PREMIÈRE MAISON

Par Alice Park

L'accession à la propriété figure souvent en tête de liste des objectifs des milléniaux. Lorsqu'il s'agit de demander un prêt hypothécaire, malheureusement, nombreux sont ceux qui ignorent ce qu'il faut prendre en considération. Nous vous présentons ci-après les rudiments du prêt hypothécaire pour vous aider à comprendre ce à quoi vous vous engagez.

## **La règle de la mise de fonds de 20 %**

Si vous souhaitez acheter votre première maison, la mise de fonds est cruciale. Il en va ainsi parce que les banques veulent vous inciter à investir votre argent dans votre maison pour témoigner de votre intérêt à rembourser le prêt hypothécaire. Ce qu'elle ne veut surtout pas, c'est vous voir renoncer à la propriété en raison de votre incapacité à effectuer les paiements, et se retrouver avec une maison dont elle ne veut pas être propriétaire.

Si votre mise de fonds est inférieure à 20 %, on vous demandera de souscrire une assurance hypothécaire, qui représente un coût supplémentaire d'environ 100 \$ par mois. Il est essentiel de faire une mise de fonds de 20 % ou plus.

## **Faites appel au régime d'accession à la propriété**

Saviez-vous que vous pouvez puiser dans votre REER pour couvrir la mise de fonds ou les frais de clôture de votre première maison? Le gouvernement du Canada vous permet de puiser jusqu'à 35 000 \$ dans votre REER et autant pour votre conjoint.

Pour être admissibles, les fonds doivent être dans votre REER pendant au moins 90 jours avant le retrait et vous devez les retirer au plus tard 30 jours après la date de clôture. Ce retrait a l'avantage d'être exempt d'impôt dans la mesure où vous remboursez votre

REER au cours des 15 prochaines années par des versements annuels, en commençant au plus tard la deuxième année après la date du retrait.

## **Le dilemme des taux hypothécaires : variable ou fixe**

Il existe deux catégories de prêts hypothécaires : variable et fixe.

Le taux d'un prêt hypothécaire à taux variable est généralement inférieur à celui d'un prêt à taux fixe. Toutefois, si la Banque du Canada décide de hausser les taux d'intérêt, le taux et le paiement subséquent augmentent également.

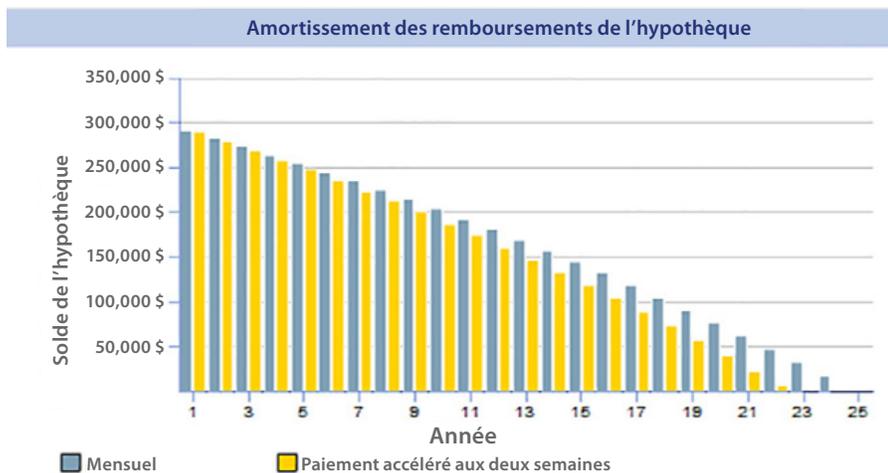
Un prêt hypothécaire à taux fixe, quant à lui, vous garantit le même taux pendant une période pouvant aller jusqu'à 10 ans pendant la durée de votre contrat, mais il est exposé à une baisse des taux d'intérêt. Dans ce cas, vous allez payer plus que le détenteur de prêt à taux variable. Si vous voulez renégocier votre taux, les banques imposent des pénalités.

## **Augmentez la fréquence de vos versements hypothécaires et économisez de l'argent**

La chose la plus importante à prendre en compte au moment de choisir la fréquence des versements hypothécaires est de choisir celle qui réduit l'amortissement le plus rapidement possible. De cette façon, l'hypothèque est remboursée plus tôt et vous pouvez cesser de payer la banque et vous payer vous-même.

Il est préférable de choisir des paiements hebdomadaires ou aux deux semaines plutôt que de payer un montant mensuel fixe, car vous pouvez économiser des milliers de dollars en frais d'intérêt.

Par exemple, en choisissant des versements aux deux semaines plutôt que mensuels sur un prêt hypothécaire de 150 000 \$, vous économiserez plus de 22 000 \$ en frais d'intérêt et réduiriez la durée de votre prêt hypothécaire de plus de 3,5 ans. Voir le graphique ci-dessous.



<https://canadianmortgagepro.com/accelerated-biweekly-payments-vs-semi-monthly/>

### Résiliation du prêt hypothécaire avant le renouvellement. Le jeu en vaut-il la chandelle?

Lorsque la pandémie a frappé, les taux d'intérêt sont tombés à des niveaux records et ceux qui détenaient une hypothèque de plus de 3 % juste avant le confinement ont envisagé la renégociation de leur prêt à un taux plus bas afin de pouvoir rembourser leur hypothèque plus rapidement.

Malheureusement, la résiliation d'un prêt hypothécaire entraîne des coûts. Outre les frais de pénalité, il vous faudra peut-être payer d'autres frais tels que des droits de quittance, des frais administratifs, des frais d'évaluation ou des frais de réinvestissement.

En pareil cas, il convient de consulter votre courtier hypothécaire ou de recourir à un calculateur de pénalité hypothécaire en ligne pour connaître le montant de la pénalité. Même un montant estimatif devrait vous aider à déterminer s'il est avantageux ou non de résilier le prêt hypothécaire.

### Tirez parti des possibilités que vous offre un remboursement anticipé

Un remboursement anticipé est un versement supplémentaire que vous effectuez sur le capital du prêt afin de rembourser votre prêt hypothécaire plus rapidement. Si vous disposez de quelques économies à la fin de l'année, c'est la solution idéale. Il vous permet de rembourser une plus grande partie du capital, réduisant ainsi le montant des intérêts que vous payez pendant la durée du prêt hypothécaire. Certains prêteurs exigent des frais pour un remboursement anticipé, alors assurez-vous de ne pas dépasser le montant de votre privilège de remboursement anticipé autorisé. Dans la plupart des cas, le montant du remboursement anticipé se situe entre 10 et 15 % du solde du prêt hypothécaire.

### Incitation fiscale pour aider à réduire l'hypothèque

Une façon de réduire l'impôt courant est de cotiser à un REER. Si cela conduit à un remboursement d'impôt, le remboursement devrait être utilisé pour rembourser l'hypothèque dans le cadre d'un privilège de remboursement anticipé. De cette façon, vous pouvez épargner pour la retraite et rembourser votre prêt hypothécaire par la même occasion.

L'achat d'une maison est l'une des décisions et l'un des investissements financiers les plus importants que vous ferez au cours de votre vie. Il importe donc d'examiner toutes les options disponibles avant de conclure la transaction.

# DU PLAISIR AVEC LES MATHS : OPTIONS D'ACHAT D' ACTIONS – UN MOYEN COMME UN AUTRE POUR LES DIRIGEANTS ET LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TROMPER LES ACTIONNAIRES

*Par David Driscoll*



En 2021, la rémunération du patron d'Apple inc., Tim Cook, était 1 447 fois supérieure à celle de l'employé moyen du géant de la technologie, alimentée par des attributions d'actions qui lui ont permis de gagner un total de près de 100 millions de dollars.



Je suis un gars assez modeste. Je ne mène pas un style de vie débridé centré sur mon nombril, et je ne joue pas au voisin gonflable. Je ne suis pas issu d'un milieu aisé. Mon père devait subvenir aux besoins d'une famille de six personnes avec seulement 40 000 \$ par année. Mon allocation hebdomadaire s'élevait à 5 cents multipliés par mon âge.

À 16 ans, j'arbitrais des parties de baseball deux ou trois fois par semaine. Le salaire variait selon que j'étais arbitre des buts (10 \$ la partie) ou arbitre du marbre (15 \$ la partie). Mon revenu est passé d'une allocation hebdomadaire de 80 cents à 45 dollars par semaine. C'est 56 fois plus. J'avais l'impression d'être millionnaire.

À 18 ans, j'ai commencé à travailler sur une base régulière, j'assemblais des vélos à 3 \$ l'heure, ce qui représentait le salaire minimum à l'époque. Huit semaines plus tard, j'occupais un poste d'employé de banque à 4,50 \$ l'heure et je me sentais comme si j'avais le vent dans les voiles. Certes, ce n'était pas grand-chose, mais c'était suffisant pour payer mes frais de scolarité annuels au collège (863 \$ par année en 1979).

À l'époque où j'ai lancé Liberty, je me suis abstenu de percevoir un salaire pendant les six premières années pour assurer la pérennité de l'entreprise. À mon âge, je n'ai pas besoin ou ne veux pas plus. Je préfère voir mon personnel bénéficier du succès de l'entreprise. Je veux en faire des millionnaires à part entière.

Dès lors, cela m'indigne lorsque je vois non seulement des dirigeants d'entreprise, mais aussi des membres du conseil d'administration, recevoir des compensations disproportionnées sous la forme d'options d'achat d'actions de plus en plus nombreuses destinées à gonfler leur style de vie aux dépens de leurs salariés et des actionnaires.

C'est particulièrement déplorable parce que la forte reprise boursière des cinq dernières années a été causée par les réductions d'impôt des sociétés américaines et les faibles taux d'intérêt, les dirigeants eux-mêmes n'y étant pour rien. Mais bon, si c'est là pour la prise, autant remplir les coffres de biens mal acquis.

En 2021, la rémunération du patron d'Apple inc., Tim Cook, était 1 447 fois supérieure à celle de l'employé moyen du géant de la technologie, alimentée par des attributions d'actions qui lui ont permis de gagner un total de près de 100 millions de dollars.

Un rapport de l'Economic Policy Institute a montré qu'en 2020, les PDG des grandes sociétés américaines étaient payés 351 fois plus qu'un travailleur typique. Où se trouve le seuil du contentement?

La meilleure façon de déterminer dans quelle mesure les conseils d'administration des sociétés se sont montrés généreux envers les dirigeants de l'entreprise (et envers eux-mêmes) est de comparer le pourcentage d'options d'achat d'actions accordées par rapport aux actions en circulation.

J'ai effectué des recherches similaires il y a environ cinq ans et j'ai constaté que le pourcentage moyen des options d'achat d'actions par rapport aux actions en circulation d'une société se situait entre 1 et 2 %. Je considérais que 1 % des actions en circulation utilisé pour émettre des options d'achat d'actions était acceptable dans la mesure où l'on ne sacrifiait pas une part importante du capital durement gagné. Cette mesure incitative donnait aux cadres supérieurs une raison de rester et les récompensait s'ils obtenaient de bons résultats.

Aujourd'hui, les sociétés ont remplacé les primes en espèces par des options d'achat d'actions pour mettre davantage l'accent sur le rendement à long terme. Tout cela est formidable, mais la générosité a pris des proportions démesurées. Au cours des cinq années, les

attributions d'options d'achat d'actions parmi les sociétés de l'indice composite TSX et de l'indice Dow Jones ont doublé, voire triplé. C'est devenu un sérieux signal d'alarme pour nous.

Entre 2015 et 2020, les attributions d'options d'achat d'actions sont passées à 2,54 % du nombre d'actions émises par les sociétés du TSX. Pire encore, les options d'achat d'actions attribuées par les 30 grandes sociétés américaines qui composent l'indice Dow Jones représentent désormais 3,36 % des actions en circulation .

Nous estimons que c'est trop, car cet argent devrait être investi dans l'entreprise, dans la construction et la modernisation des usines, dans des acquisitions groupées ou dans la recherche et le développement, et ne devrait pas aboutir dans les poches des dirigeants.

Le tableau ci-dessous présente les dix sociétés les plus importantes, pour chaque indice, en fonction du pourcentage des actions en circulation qui est consacré aux options d'achat d'actions.

Pourcentage d'options d'achat d'actions par rapport aux actions en circulation					
TSX SOCIÉTÉ	SYMBOLE	ACTIONS EN CIRCULATION	DOW JONES SOCIÉTÉ	SYMBOLE	ACTIONS EN CIRCULATION
<b>Nuvei Corp.</b>	NVEI CN	15,25 %	<b>3M Co.</b>	MMM US	6,13 %
<b>Onex Corp.</b>	ONEX CN	14,49 %	<b>Procter &amp; Gamble</b>	PG US	5,69 %
<b>NexGen Energy</b>	NXE CN	10,16 %	<b>NIKE Inc.</b>	NKE US	4,96 %
<b>Dye &amp; Durham</b>	DND CN	10,07 %	<b>Chevron Corp.</b>	CVX US	4,69 %
<b>Kinaxis Inc.</b>	KXS CN	8,12 %	<b>Johnson &amp; Johnson</b>	JNJ US	4,34 %
<b>Aritzia Inc.</b>	ATZ CN	7,55 %	<b>Travelers Cos.</b>	TRV US	4,00 %
<b>Canaccord Genuity</b>	CFCN	6,47 %	<b>UnitedHealth Group</b>	UNH US	2,96 %
<b>Jamieson Wellness</b>	JWEL CN	6,27 %	<b>salesforce.com Inc.</b>	CRM US	2,50 %
<b>Minière Osisko Inc.</b>	OSK CN	6,22 %	<b>Honeywell Int'l</b>	HON US	2,38 %
<b>Tourmaline Oil</b>	TOU CN	6,17 %	<b>Coca-Cola Co.</b>	KO US	2,05 %

Données fournies par Bloomberg L.P.

Bon nombre des titres inscrits au TSX ont fait l'objet d'un premier appel public à l'épargne (PAPE) récent, au cours duquel des dirigeants d'entreprise ont monnayé leur capital privé. Néanmoins, certains abusent du système depuis des années, comme Onex, Canaccord et Tourmaline. Rien ne justifie que ces sociétés accordent des options d'achat d'actions si faramineuses. La cupidité est néfaste.

Parmi les sociétés qui malmènent le plus l'indice Dow, on trouve notamment des sociétés établies de longue date comme 3M (6,13 % de son flottant est constitué d'options d'achat d'actions) et Procter & Gamble (5,69 %).

À titre d'exemple, à son cours actuel de 163 \$, Procter & Gamble détient 138,3 millions d'options d'achat d'actions en circulation. Si elles sont toutes en espèces, elles valent actuellement **22,5 milliards \$**. À titre de comparaison, ses dépenses en immobilisations pour 2020 s'élèvent à 2,7 milliards \$.

C'est beaucoup d'argent qui tombe dans les poches des hauts dirigeants et qui pourrait être utilisé pour

trouver des solutions permettant de créer des produits biodégradables au lieu de consommables en matière plastique tels que les couches Pampers, les vadrouilles Swiffer ou le fil dentaire GUM qui aboutissent dans des sites d'enfouissement pendant mille ans.

Je persiste à croire que 1 à 2 % des actions en circulation est équitable. À Liberty, la moyenne des options d'achat d'actions émises de nos sociétés représente 1,6 % des actions en circulation, soit environ la moitié de ce que les autres sociétés émettent en options d'achat d'actions.

Notre préférence consiste à détenir de bonnes sociétés qui génèrent des flux de trésorerie disponibles et constants, car elles n'ont pas besoin de se livrer à des manipulations comptables qui pourraient les amener à abuser de leur pouvoir. Toute société qui s'adonne à des pratiques de gestion douteuses et qui fait preuve de cupidité sera exclue de notre portefeuille. Nous pouvons très bien nous passer de ces investissements.

## QUESTIONS DES CLIENTS

***Mes enfants et petits-enfants aimeraient bien investir avec Liberty, mais leurs portefeuilles sont plutôt modestes. Est-il possible de les aider?***

Certains professionnels du secteur des placements m'ont confié qu'ils n'étaient pas intéressés par les comptes de la deuxième ou troisième génération pour deux raisons. Premièrement, au décès des parents, ils s'imaginent que les enfants retireront l'argent de la société pour rembourser des dettes ou faire des rénovations. Deuxièmement, ils estiment que ces comptes ne représentent pas un volume suffisant pour justifier les coûts de gestion et que les frais ne peuvent pas couvrir ces dépenses.

Cette façon de penser, à mon avis, est rétrograde. À Liberty, on recherche des investisseurs de deuxième et de troisièmes générations pour les raisons suivantes :

- Cela nous donne l'occasion de transmettre aux jeunes générations les connaissances nécessaires pour investir correctement.
- Les enfants paient les mêmes frais que les parents, ce qui leur donne la possibilité de faire fructifier leur argent plus rapidement.
- Les actifs restent dans la société sur plus d'une génération.

Liberty a une façon unique de facturer les frais, nous avons adopté une formule baptisée « programme de tarification communautaire ». À titre d'exemple, si

une mère, son fils et son ami ont 2 millions \$ à investir séparément, ils paieront des frais annuels de 0,95 %.

Mais comme ils sont parents ou amis, les frais sont basés sur le montant total investi. Dans ce cas, les frais seraient basés sur des actifs de 6 millions \$, soit 0,75 %. Au fil du temps, lorsque de nouveaux membres de la famille ou de nouveaux amis sont ajoutés au groupe, les frais diminuent encore.

Dans notre industrie, les recommandations des clients représentent en moyenne 33 %. À Liberty, le taux de

### ***Vous ne détenez pas d'actions dans le secteur de l'énergie. Pouvez-vous justifier votre choix? Est-ce que votre rendement en est affecté?***

La plupart des investisseurs ne tiennent compte que des **rendements nominaux**, mais il importe surtout de tenir compte des **rendements ajustés au risque**. Pour chaque unité de risque encourue, quel rendement obtenez-vous?

La méthode la plus simple pour évaluer le risque consiste à examiner le bêta du secteur. Le bêta sert à évaluer la volatilité d'un secteur par rapport à l'indice sous-jacent, dans le cas présent, le TSX. Le bêta du secteur de l'énergie est de 1,58. Il s'ensuit que, pour chaque dollar de hausse ou de baisse de l'indice composé TSX, le sous-indice TSX Énergie monte ou descend de 1,58 \$. Ainsi, plus l'écart du bêta se creuse (de +1,58 % à -1,58 %), plus le risque est élevé.

Parallèlement, le bêta du secteur des services publics du TSX est de 1,01, ce qui signifie que les actions des services publics évoluent davantage en fonction de l'indice sous-jacent et sont donc moins risquées que les actions du secteur de l'énergie.

En jargon économique, on qualifie les sociétés qui émettent des actions du secteur de l'énergie de « sociétés élastiques », ce qui signifie qu'elles font tout leur argent en période de prospérité, mais qu'elles le perdent en période de crise et qu'elles ne rapportent rien aux investisseurs à long terme.

recommandations dépasse largement ce niveau, ce qui nous permet d'économiser les coûts du marketing, et le temps consacré à essayer de trouver de nouveaux clients. Quelle belle raison pour justifier la réduction de nos frais, et souligner notre engagement envers nos clients à défendre un même idéal, car nous pensons que c'est la meilleure façon de mener à bien nos activités!

En revanche, les sociétés qui émettent des actions des services publics sont qualifiées de « sociétés inélastiques », c'est-à-dire qu'elles sont rentables indépendamment des cycles économiques. Il en va du gros bon sens, car les consommateurs sont contraints de payer leurs factures de services publics tous les mois pour y voir clair.

Ensuite, nous comparons les rendements totaux de chaque secteur sur divers horizons temporels pour atténuer les anomalies observées au cours d'une année donnée.

Dans le graphique ci-dessous, deux choses ressortent. D'une part, les rendements nominaux du secteur de l'énergie sont inférieurs sur l'ensemble des horizons temporels présentés, à l'exception de celui d'un an.

Puis, les rendements ajustés au risque (rendement total divisé par le bêta) pour le même secteur sont, au mieux, deux fois moins élevés que les rendements à long terme du secteur des services publics. Et au cours des 5, 10 ou 15 dernières années, les actions du secteur pétrolier et gazier ont été moins bonnes que la détention de liquidités. Les rendements ajustés au risque étaient respectivement de 0,11 %, 0,79 % et 0,61 %.

## Rendements du TSX: Secteur de l'Énergie versus Secteur des Services publics

ÉNERGIE STENRS	RENDEMENT TOTAL	BÊTA	RENDEMENT AJUSTÉ AU RISQUE	SERVICES PUBLICS STUTIL	RENDEMENT TOTAL	BÊTA	RENDEMENT AJUSTÉ AU RISQUE
1 an	48.50%	1.58	30.69%	1 an	11.45%	1.01	11.33%
5 ans	0.17%	1.58	0.11%	5 ans	12.23%	1.01	12.11%
10 ans	1.25%	1.58	0.79%	10 ans	8.86%	1.01	8.77%
15 ans	0.97%	1.58	0.61%	15 ans	7.88%	1.01	7.80%
20 ans	6.74%	1.58	4.27%	20 ans	9.92%	1.01	9.82%
30 ans	8.15%	1.58	5.16%	30 ans	8.92%	1.01	8.83%

Données fournies par Bloomberg L.P.

Nous recommandons aux investisseurs de l'Alberta, où l'économie du pétrole et du gaz est importante pour les coffres de la province, de détenir un portefeuille diversifié qui ne comprend pas de titres du secteur de l'énergie.

Prenons le cas d'un dentiste de Calgary. Lorsque le prix du pétrole baisse, ses activités diminuent avec le ralentissement de l'économie. La valeur de sa maison se déprécie. La situation s'aggrave s'il détient également des titres du secteur pétrolier et gazier

dans son portefeuille de placements – un triple coup dur en matière de pertes. C'est ce qui s'est produit au cours de la période comprise entre 2006 et 2016. Dix ans sans rendement, c'est une décennie perdue, et cela n'aide pas les investisseurs à prendre une retraite heureuse.

C'est la raison pour laquelle Liberty n'investit pas dans le secteur pétrolier. Nous portons attention aux rendements ajustés au risque, et vous devriez en faire autant.

### Que pensez-vous du Fonds d'innovation ARK de Cathie Wood?

En parcourant le fonds, voici ce que j'ai trouvé.

- Le bêta moyen du fonds est de 1,26, ce qui signifie qu'il est 26 % plus risqué que l'indice S&P 500. Si l'indice baisse de 40 %, ARK devrait baisser de 50 %.
- Des 43 titres répertoriés, 21 n'ont pas enregistré de bénéfices et ne devraient pas en enregistrer pour les trois prochaines années au moins.
- Parmi ces sociétés, 28 ont plus de 100 millions d'actions en circulation, ce qui signifie qu'elles ont déjà mobilisé beaucoup de liquidités. Comme elles ne sont toujours pas rentables, elles sont contraintes d'émettre plus d'actions pour obtenir plus de liquidités. Il en résulte une

dilution des actions en circulation, ce qui réduit le bénéfice futur par action. Cela n'augure rien de bon.

- Le ratio cours/ventes est de 27. Si les taux d'intérêt augmentent et que l'on assiste à une contraction globale des prix et des ventes, le fonds pourrait facilement imiter la vente de titres à forte croissance observée en 2018 et perdre 50 % de sa valeur.
- ARK détient un grand pourcentage des actions en circulation de plusieurs de ces sociétés. En cas de forte baisse du marché, l'offre se raréfierait et les positions des fonds seraient difficiles à vendre, car il n'y aurait pas d'acheteurs.

- On observe une forte corrélation dans le portefeuille au sein des secteurs de la technologie et de la biotechnologie.
- Madame Wood affirme que ces sociétés pourraient bénéficier d'une croissance composée des actions d'environ 40 % par an. En revanche, si le marché baisse et qu'ARK reçoit des demandes de rachat, le fonds pourrait bien ne pas survivre aux cinq prochaines années.
- C'est précisément ce qui s'est produit pour de nombreux fonds technologiques lorsque la bulle technologique a éclaté en 2000. Un grand nombre d'actions ont perdu jusqu'à 75 % de leur valeur entre le sommet et le creux de la courbe du marché. Par conséquent, de nombreux fonds communs de placement technologiques ont

fait faillite, laissant de nombreux gestionnaires de fonds (dont certains que je connaissais) sans fonds à gérer ou sans emploi.

- La règle d'or avec les actions d'innovation comme celles des fonds ARK est d'espérer que deux d'entre elles vous rapporteront suffisamment pour contrebalancer la faillite des huit autres. En pareil cas, les résultats du fonds seront médiocres.

Il faut que Mme Wood se concentre non seulement sur la sélection judicieuse des actions, mais aussi sur la gestion du risque du portefeuille, afin que le fonds subsiste si jamais sa sélection d'actions s'avère payante. C'est pour ces raisons que nous n'avons aucun intérêt à investir dans un FNB comme celui-ci.

### **Quel mal y a-t-il à payer des multiples cours-bénéfice élevés? N'est-ce pas ainsi que les choses se passent aujourd'hui?**

Plutôt que d'acheter aveuglément des actions en raison des tendances au goût du jour, comme les cryptomonnaies, ou d'investir dans Tesla en raison d'un coup de foudre pour Elon Musk, il est important que les investisseurs prennent du recul et réfléchissent à la véritable valeur d'une société. Il faut savoir que les marchés boursiers progressent inévitablement à long terme, non pas parce qu'ils ont le vent en poupe, mais parce que les bénéfices augmentent.

Dans notre dernière infolettre, nous avons souligné les commentaires du PDG de Sun Microsystems, Scott McNealy, selon lesquels payer 65 fois les bénéfices pour Sun Microsystems en l'an 2000 était absurde et n'avait aucun sens. Néanmoins, il semble que peu de gens y aient prêté attention, car les chouchous du marché, Tesla (172 fois les bénéfices), Nvidia (89 fois les bénéfices) et Amazon (66 fois les bénéfices), se négocient actuellement à des multiples élevés.

Pour saisir le concept du multiple cours-bénéfice, il suffit de réfléchir aux éléments suivants :

Prenons l'exemple d'une action qui se négocie à 50 \$ et

dont le bénéfice est de 1 \$. L'investisseur paie 50 \$ pour obtenir 1 \$ de bénéfices. Son multiple C/B serait de 50 fois le bénéfice.

Ensuite, considérons que la croissance des bénéfices de l'entreprise est de 50 % la première année, 40 % la deuxième année, 30 % la troisième année, 20 % la quatrième année, et à nouveau 20 % la cinquième année. À ce rythme, le bénéfice par action (BPA) passerait à 3,93 \$ et, selon un multiple de 50 fois le bénéfice, l'action devrait se négocier à 196 \$.

La question qu'un investisseur devrait se poser lorsqu'il fait des projections sur les taux de croissance futurs est la suivante : « Est-ce que cette croissance est viable? » Si la réponse est « oui », achetez l'action. Si la réponse est « non », ne l'achetez pas.

N'oubliez pas que peu de sociétés affichent une croissance perpétuelle au rythme présenté ci-dessus. Cette loi est connue sous le nom de la « **Loi des rendements décroissants** ». À mesure que l'entreprise prend de l'expansion, le marché potentiel pour ses biens et services diminue.

Amazon est actuellement confronté à ce dilemme. Cela s'explique par le fait que ses activités infonuagiques AWS ont connu une baisse de la croissance des revenus de 50 % par rapport aux années précédentes.

Ses activités de commerce électronique, bien qu'importantes, impliquent des dépenses d'investissement considérables (pensons aux coûts d'entreposage et de livraison) et génèrent des marges de profit dérisoires. Dans l'ensemble de la société, les marges d'exploitation d'Amazon se comparent à celles d'un supermarché comme Kroger, soit un piètre 6 %. Néanmoins, Kroger ne se négocie qu'à un multiple C/B de 13, et non de 66 fois le bénéfice.

Tout récemment, les résultats du dernier trimestre d'Amazon ont déjoué toutes les attentes des analystes. Le cours de l'action a connu des ratés en 2021, avec une hausse de seulement 2,38 %. Il s'agit du pire rendement enregistré parmi les actions des FAANG et il se situe loin derrière celui du composite Nasdaq, qui est de 21 %.

Dans le cas de Tesla, voici les prévisions de bénéfices de 36 analystes de courtage pour les quatre prochaines années :

BÉNÉFICES PRÉVISIONNELS DE TESLA	2021	2022	2023	2024
Bénéfices ajustés	6,38 \$	9,08 \$	12,04 \$	15,27 \$
Bénéfices selon les PCGR	4,62 \$	7,66 \$	10,05 \$	12,37 \$

*Données fournies par Bloomberg L.P.*

À mesure que les taux d'intérêt augmentent, on devrait observer une certaine compression du multiple C/B. C'est pourquoi j'ai envisagé d'utiliser à la fois un multiple C/B de 50 et un autre, moins élevé, de 30, comme le montre le tableau ci-dessous.

La première chose à noter est la baisse des taux de croissance d'une année à l'autre, qui se conforme à la « loi des rendements décroissants ». Si les bénéfices ont augmenté de 184 % en 2021, ils ne représentent plus que 27 % en 2024.

Viennent ensuite les objectifs de cours basés sur des

	2021	2022	2023	2024
Taux de croissance des bénéfices, d'une année à l'autre	184 %	51 %	32 %	27 %
Ratio C/B à un prix de 1 100 \$ Sur les bénéfices ajustés	172 fois	114 fois	91 fois	72 fois
Valeur à 50 fois le C/B ajusté	319,00 \$	454,00 \$	602,00 \$	763,50 \$
Valeur à 50 fois le C/B selon les PCGR	231,00 \$	383,00 \$	502,50 \$	618,50 \$
Valeur à 30 fois le C/B ajusté	191,40 \$	272,40 \$	361,20 \$	458,10 \$
Valeur à 30 fois le C/B selon les PCGR	138,30 \$	229,80 \$	301,50 \$	371,10 \$

*Données fournies par Bloomberg L.P.*

multiples C/B de 50, et 30 fois les bénéfices, calculés à la fois sur les bénéfices ajustés et selon les PCGR (principes comptables généralement reconnus), considérés comme plus prudents.

Si l'on utilise la méthode des bénéfices ajustés pour 2022, Tesla devrait réaliser un bénéfice de 9,08 \$ par action contre, 7,66 \$ par action si l'on applique les PCGR. À 50 fois les bénéfices, cela nous donne une fourchette de valeur allant de 383 \$ à 454 \$ par action, et non sa valeur actuelle de 1 100 \$ par action.

À 30 fois les bénéfices, les résultats obtenus sont nettement inférieurs, la fourchette de valeur de l'action se situant entre 229,80 \$ et 272,40 \$.

Bien qu'il ne s'agisse que d'un calcul simpliste, le cours de l'action est loin de friser les 1 100 \$ par action, le montant le plus probable étant de 763,50 \$ par action.

À mon avis, Tesla occupera un créneau privilégié pour une période d'environ trois à cinq ans par rapport à ses concurrents pour se développer à un rythme optimal, mais l'action ne vaut tout simplement pas son cours actuel.

Et si Elon Musk décide de se tourner vers les voyages dans l'espace et de ne plus s'intéresser aux voitures électriques, l'action pourrait connaître une contraction encore plus importante du multiple cours-bénéfice. C'est pourquoi nous n'avons aucun intérêt à détenir des actions de Tesla.

Depuis l'arrivée de la COVID en 2020, l'un des aspects les plus préoccupants que l'on constate est le déficit de dons caritatifs consentis par les sociétés et les particuliers. C'est compréhensible, étant donné que beaucoup de gens ont perdu leur emploi ou ont été temporairement mis à pied ou au chômage technique.

Liberty a décidé de faire sa part et de changer la donne. On a demandé à nos employés de choisir chacun un organisme de bienfaisance qui leur tenait à cœur. Après quoi, on a prélevé un pourcentage de nos bénéficiaires pour le répartir au prorata entre les organismes de bienfaisance, en faisant des dons au nom de notre personnel, une première expérience qui se poursuivra au fil du temps.

### Voici la liste de ces organismes de bienfaisance :

- Black Youth Helpline
- Société canadienne du cancer
- Centre d'entraide Racine-Lavoie
- Circle of Home Care Services (Toronto)
- Red Shawl Community Organization
- Canadian Athletes Now
- Soroptimist Club of Toronto Trust
- SOS Villages d'Enfants Canada
- Olympiques spéciaux (Canada)
- The Hospital for Sick Children
- Water First

Enfin, nous tenions à féliciter Scott Kerkhof (CPA, CA). Il a récemment réussi le Cours sur les valeurs mobilières (CCVM) et obtenu le titre de gestionnaire de placements agréé (CIM) en seulement trois mois. Il

est notre directeur, Planification financière et travaille avec Brett Girard (CPA, CA, CFA) à l'élaboration de plans financiers pour notre clientèle.

---

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à nous en faire part.

#### **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.*