



Le 8 mai, 2020

## Survol du marché

Les marchés boursiers ont gagné du terrain en avril, effaçant une partie de leur recul brutal du premier trimestre. Le S&P 500 a monté de 12,7 % sur le mois, au moment où des mesures sans précédent de relance budgétaire et monétaire inondaient le monde de liquidité. Une grande partie de l'humanité reste confinée, mais certains pays ont annoncé la réouverture progressive de leur économie.

L'ampleur et la portée de cette réouverture dépendront de la poursuite des progrès sur le plan de la santé. Puisqu'il faudra plusieurs mois pour atteindre l'immunité collective face à la COVID-19, nous ne prévoyons pas qu'une reprise économique puisse s'installer à court terme. Comme nous l'avons dit dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* d'avril 2020, nous nous attendons à ce que le pire de l'impact du virus soit ressenti dès le départ, avec une nette diminution de l'activité au premier semestre de 2020. L'activité mondiale évoluera ensuite de façon inégale au gré du renforcement et de l'allégement des mesures d'atténuation de la propagation du virus, selon des calendriers variant d'un pays à l'autre. Nous prévoyons actuellement un rebond vigoureux d'ici le deuxième semestre de 2021.

Puisque nous sommes en terrain inconnu, il est impossible de jauger quel sera l'impact ultime de la pandémie sur l'économie. Il serait donc prématuré de se demander si les marchés boursiers ont fini d'encaisser le choc ou s'il faut s'attendre à d'autres accès de volatilité. Nous accordons la plus grande attention à la COVID-19 et à ses impacts à court et à long terme, en plus de garder un œil sur la résilience des entreprises et bien d'autres défis économiques et sociaux qui naissent dans le sillage de cette épidémie. Cependant, malgré l'importance qu'a prise cette crise sanitaire comme on n'en avait pas vue depuis un siècle, un autre phénomène a été au cœur de nos préoccupations depuis 10 ans. En effet, la reprise qui a suivi la crise financière de 2008-2009 a revêtu des caractéristiques inhabituelles et singulières qui méritent réflexion alors que nous passons en revue le rendement récent des marchés et de nos portefeuilles.

## La COVID-19 est le genre d'événement qui n'arrive qu'une fois par siècle... et elle n'était pas au cœur de nos préoccupations jusqu'à tout récemment

Il est très difficile de structurer un portefeuille de manière à le mettre à l'abri d'événements aussi rares qu'une pandémie, mais il existe d'autres risques contre lesquels il est très important de le préserver. Depuis 10 ans, nous nous sommes attachés à protéger nos portefeuilles contre la modicité record des taux d'intérêt et les bulles qu'elle a provoquées dans le prix de certains actifs. Cette stratégie de placement a entraîné un coût de renonciation ces dernières années, mais nous restons convaincus qu'à long terme, elle continuera de produire des résultats solides moyennant un risque raisonnable.

## La modicité des taux d'intérêt nous inquiète pour plusieurs raisons

Les taux d'intérêt se situent actuellement à leur plus bas niveau en 225 ans. Il y a des raisons à cela, mais les temps changent et les raisons qui influencent l'évolution des taux changent elles aussi, la plupart du temps en les faisant monter, bien souvent beaucoup plus haut. Voilà la première et la plus simple de nos préoccupations.

Deuxièmement, les risques sont asymétriques. Si les taux à long terme montent à 2 % à peine, le prix des obligations à long terme chutera de 14 %; si les taux montent à 3 %, le prix chutera de 34 %; et si les taux devaient monter jusqu'à 5 % ou 6 % – leur moyenne à très long terme – la chute du prix serait encore plus forte. Par contre, si les taux d'intérêt restent à leur niveau actuel, le rendement serait d'environ 1,3 % durant les 30 prochaines années. On ne peut s'empêcher de conclure qu'un placement dans les obligations à long terme comporte un fort potentiel baissier contre un petit potentiel haussier. Or, normalement, on ne gagne pas à parier sur des titres présentant une telle asymétrie des risques, même si l'on croit qu'ils ont plus de chances de monter que de descendre.



Troisièmement, les obligations à long terme offrent une proposition de valeur peu attrayante, et pas uniquement parce que les taux sont actuellement inférieurs à l'inflation et, fort probablement, sous le taux d'inflation moyen prévu pour les trois prochaines décennies. Si vous achetez une obligation d'État à 30 ans pour un taux de rendement de 1,3 %, vous paierez presque 80 fois le revenu d'intérêt de cette obligation sans espoir de voir ce revenu augmenter. En revanche, les marchés boursiers se sont négociés autour de 15 fois les bénéfices sur le long terme; même au paroxysme de la bulle des technos, les actions se négociaient autour de 40 à 50 fois des bénéfices dont on pouvait attendre une certaine croissance. Les valorisations obligataires atteignent des niveaux de bulle et l'histoire nous enseigne que les bulles ont tendance à mal se terminer.

### Historique des taux d'intérêt américains à long terme



Source : Bianco Research, Réserve fédérale américaine

Quatrièmement, la modicité des taux a encouragé le recours accru à l'effet de levier dans le système financier. L'augmentation des rachats d'entreprise financés par emprunt, l'utilisation du levier financier dans la gestion des actifs des caisses de retraite et la propension des sociétés à emprunter pour racheter leurs actions sont toutes attribuables aux taux d'intérêt peu élevés.

Cinquièmement, la baisse des taux a fait gonfler le prix des actifs réels. L'un des secteurs les plus touchés est l'immobilier. L'investisseur qui achète une propriété utilise un taux d'actualisation pour déterminer la valeur actualisée des loyers et des frais futurs. Ce taux d'actualisation a chuté avec les taux obligataires, de sorte que la valeur des immeubles a monté comme celle des obligations à long terme et risque de subir une baisse importante en cas de hausse des taux. De même, les prix de l'immobilier résidentiel ont grimpé à des niveaux inhabituels. Au cours des 40 dernières années, les maisons se sont vendues autour de 3,5 fois le revenu familial moyen au Canada. Or, avec la chute des taux d'intérêt, le prix des maisons s'est hissé au niveau stupéfiant de 6 fois le revenu familial.

Sixièmement, les taux modestes ont eu un impact sur le cours de certaines actions, notamment celles qui se négocient à des multiples élevés en raison de l'abaissement des taux d'actualisation implicites des bénéfices futurs.

Enfin, nous nous inquiétons de la perte de flexibilité dans le système économique et financier. L'un des arguments les plus souvent invoqués pour expliquer la persistance de taux d'intérêt peu élevés est que l'ampleur de l'endettement empêche les taux de monter. Il y a donc lieu de se montrer prudent quant à ce que l'on achète et au prix que l'on paie, pour éviter de tomber dans le piège.



## La modicité des taux d'intérêt a influencé notre façon de structurer nos portefeuilles

Durant les années 1990, lorsque les taux oscillaient dans une fourchette de 6 % à 9 %, nos portefeuilles obligataires avaient une très longue durée et nous détenions même des coupons à long terme. Cependant, nous avons commencé à éviter les obligations à long terme à partir du moment où les taux de ces titres ont chuté sous la barre des 3 %.

De ce fait, nous avons raté la hausse des prix des obligations à long terme au cours des cinq à sept dernières années. Cependant, de quoi nous sommes-nous privés au juste? Les rendements obligataires sont souvent mal compris. Contrairement à une action qui peut afficher un rendement de 10 % ou 20 % parce que le chiffre d'affaires et les bénéfices de la société qui l'émet ont augmenté, une obligation qui génère un rendement de 10 % ou 20 % une année donnée le fait habituellement parce que les taux d'intérêt ont baissé et non parce que le versement d'intérêt annuel a monté. Par exemple, si nous achetons une obligation à 30 ans au pair avec un taux d'intérêt du coupon de 3 % et que nous conservons le titre jusqu'à l'échéance, nous obtiendrons 3 % sur 30 ans, ni plus ni moins, peu importe les fluctuations du rendement dans l'intervalle. Le rendement pourrait être plus élevé certaines années (si les taux d'intérêt baissent) et moins élevé d'autres années (si les taux montent), mais au final, le rendement correspondra au taux du coupon de 3 %. Il ne peut en être autrement. Par comparaison, un placement dans une société de bonne qualité peut continuer de croître.

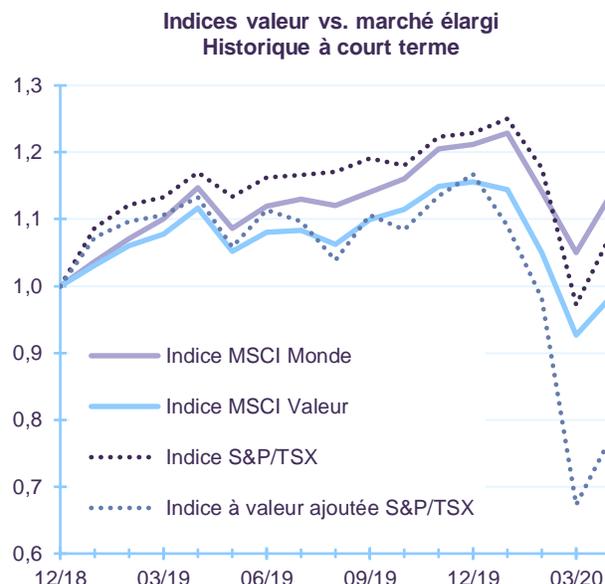
Nous avons également choisi d'éviter les obligations de sociétés, les titres d'emprunt spéculatifs et autres obligations moins bien notées parce que nous estimions que le rendement attendu n'était pas à la hauteur du surcroît de risque associé aux faibles taux d'intérêt, au recours accru à l'effet de levier et, désormais, à l'impact de la COVID-19. Un principe clé de notre stratégie de portefeuille équilibré est que le risque peut être pris sur marchés boursiers, où les récompenses sont beaucoup plus élevées, et non sur les marchés des titres à revenu fixe, où le potentiel de hausse est limité.

Dans nos portefeuilles d'actions, nous avons toujours été très sensibles au cours auquel nous achetons les titres des sociétés. Nous étudions attentivement diverses mesures de valorisation, y compris les multiples payés pour les bénéfices, les flux de trésorerie, le chiffre d'affaires et la valeur comptable. Nous portons également attention à l'endettement, à la marge bénéficiaire, au taux d'imposition et à d'autres paramètres d'exploitation. L'objectif est d'éviter les situations où une bulle des taux d'intérêt risque d'entraîner des excès sur le plan de la valorisation et de l'exploitation. Nous privilégions les sociétés qui ne présentent pas de tels excès, lesquelles sont généralement associées à un style de placement axé sur la « valeur », tandis que celles qui se négocient à des multiples plus élevés et qui ont des marges élevées, un faible taux d'imposition ou un plus haut niveau d'endettement sont habituellement associées à d'autres styles dits « croissance » ou « qualité ». Bien que nous sommes aussi attirés par la croissance, nous ne paierons qu'un prix raisonnable pour celle-ci.

## La pandémie a fait mal à l'économie réelle et accentué la chute des taux d'intérêt

La guerre commerciale du président Trump contre la Chine ayant affaibli l'économie mondiale, les banques centrales ont abaissé leurs taux. Or, au moment précis où la signature de la première phase d'une entente commerciale sino-américaine remettait la croissance sur les rails, la COVID-19 a frappé et fait plonger le monde dans la récession, accentuant la chute des taux d'intérêt et faisant encore gonfler la bulle obligataire.

Les actions de valeur ayant tendance à être plus étroitement liées à l'économie réelle, elles ont malheureusement été parmi les premières à souffrir des conséquences concrètes des mesures adoptées pour contenir la progression de la pandémie. On estime que la demande de pétrole et de gaz a chuté de 30 %, tandis que la demande de métaux et d'autres matières de base a également fléchi et que les voyages et les transports ont été réduits. De son côté, la modicité des taux d'intérêt a nui à d'autres secteurs axés sur la valeur, comme les banques et les sociétés d'assurance. Par conséquent, les indices de valeur ont baissé davantage que les indices généraux du marché, et nos portefeuilles ont suivi ces indices de valeur dans leur repli au Canada et à l'échelle internationale. L'ampleur des retombées économiques négatives de la crise sanitaire l'a emporté sur la valorisation prudente de ces secteurs. Cependant, ces effets sont temporaires et se corrigeront une fois la pandémie terminée.



Source : MSCI, S&P Dow Jones Indices LLC

## Il est plus important que jamais de porter attention aux valorisations

La protection des portefeuilles contre les multiples impacts de la bulle obligataire a entraîné un coût de renonciation. C'est un peu comme si nous avions souscrit une assurance pour limiter le risque d'un mauvais résultat. Si vous possédez une maison sur la côte est de la Floride, vous voudrez fort probablement souscrire une assurance contre les ouragans et les inondations. De même, vous feriez bien de renforcer votre maison, d'arrimer solidement les fermes de toit et de poser des lattes, le tout moyennant des coûts supplémentaires. Le temps peut rester beau pendant des années, mais lorsque le vent se lèvera, vous vous félicitez des précautions que vous avez prises.

Depuis dix ans, la baisse des taux d'intérêt a fait monter les valorisations des actions des sociétés de croissance. La plus grande partie des bénéfices de ces sociétés seront réalisés dans un avenir lointain, et la valeur de ces bénéfices futurs augmente à mesure que le taux d'actualisation diminue, tout comme la valeur des versements futurs d'intérêt et de capital d'une obligation s'accroît lorsque les taux d'intérêt s'abaissent. Cependant, cet effet disparaît si les taux d'intérêt restent stables et il s'inverse si les taux montent.

Prenons l'exemple de Shopify. Actuellement, les investisseurs sont prêts à acheter les actions de cette société canadienne de commerce électronique à 34 fois les revenus et 420 fois le bénéfice avant impôt bien que l'entreprise n'ait jamais fait de profit et s'apprête à perdre encore 300 millions de dollars US cette année. Selon nos prévisions, Shopify ne deviendra rentable qu'en 2024, année où son bénéfice devrait se chiffrer à environ 60 millions de dollars US. Le cours actuel de 630 \$ US par action implique une valorisation de 1 250 fois le bénéfice dans cinq ans. Notons qu'à 75 milliards de dollars US, la capitalisation boursière de la société est égale à celle de Rogers Communications, Canadian Tire, Manuvie et Nutrien réunies. Or, prises ensemble, ces sociétés se négocient à 9 fois leurs bénéfices actuels, en plus de présenter de solides perspectives de croissance et un profil de risque attrayant.

À nos yeux, il importe plus que jamais de porter une attention particulière aux valorisations, à l'endettement, aux marges, aux taux d'imposition et à bien d'autres facteurs fondamentaux. C'est cette approche prudente qui nous a permis de surclasser fortement les marchés au fil des ans. Nos portefeuilles d'actions canadiennes, d'actions internationales et d'actions de marchés émergents sont diversifiés et structurés autour de sociétés bien valorisées qui sont des chefs de file mondiaux dans leur secteur et présentent souvent un profil de croissance convaincant, dont entre autres :



- **Intel** – Leader du secteur des microprocesseurs destinés aux ordinateurs personnels et aux centres de données, avec plus de 80 % du marché. Intel fournit également les puces servant aux technologies d'intelligence artificielle, à l'Internet des objets et aux véhicules autonomes.
- **AMS** – Principal producteur mondial de capteurs, y compris les capteurs 3D de la technologie de reconnaissance faciale de l'iPhone d'Apple. AMS est également une pionnière du LiDAR à semi-conducteurs qui est un catalyseur clé des voitures autonomes, et elle élabore des capteurs médicaux.
- **Roche** – Leader mondial de la lutte contre le cancer et la sclérose en plaques, avec de nombreux médicaments phares sur le marché et un portefeuille bien garni de nouveaux traitements. Sa division diagnostique de calibre mondial jouera un rôle clé dans la distribution de tests dans le cadre de la pandémie de COVID-19.
- **Alibaba** – Principale société mondiale de commerce électronique avec plus de 800 millions de clients par mois et des transactions supérieures à 1 000 milliards de dollars sur sa plateforme depuis un an. Les transactions effectuées sur son système de paiement (Alipay) ont dépassé 8 000 milliards de dollars, soit l'équivalent de 65 % du PIB chinois.
- **China Mobile** – Société bénéficiaire de la croissance de la consommation de données en Chine, avec plus de 900 millions d'abonnés. Leader du déploiement des réseaux 5 G.
- **Reliance Industries** – Portefeuille d'actifs unique permettant de miser de façon structurelle sur la croissance indienne. En Inde, Reliance possède à la fois le complexe de raffinage et de pétrochimie le plus moderne, le principal opérateur de téléphonie mobile (370 millions d'abonnés) et le détaillant dominant ayant une forte présence en ligne. La société de recherche Sanford C. Bernstein & Co l'a décrite comme l'équivalent indien d'Exxon, AT&T et Amazon réunies.
- **Wal-Mart** – Principal détaillant mondial reconnu pour sa proposition de valeur axée sur les bas prix de tous les jours. Wal-Mart est également la deuxième société de commerce électronique en importance, avec un réseau de magasins sans égal permettant une grande souplesse de livraison.
- **Nutrien** – Producteur à faibles coûts occupant une position dominante sur le marché des engrais et plus grand détaillant mondial de semences, d'engrais et de produits chimiques de protection des récoltes. Les agriculteurs utilisent ses produits pour accroître la productivité des récoltes, réduisant ainsi la superficie de terres arables nécessaire pour nourrir la population du monde.
- **Siemens** – Leader mondial de l'automatisation des usines, des systèmes de transport en commun, ainsi que de l'imagerie médicale et de l'équipement de diagnostic.
- **Manuvie** – L'un des trois premiers assureurs-vie en Asie, marché sous-exploité dynamisé par la hausse structurelle à long terme du niveau de vie sur ce continent.

## Réflexions finales

Sauf durant les 18 à 24 derniers mois, nos portefeuilles ont généralement suivi la hausse des marchés. Nous reconnaissons toutefois que leur surperformance n'a pas été aussi régulière que par le passé, parce que nous avons choisi de nous prémunir contre les risques importants créés par la modicité des taux d'intérêt. Sur un plus long horizon, l'impact positif de notre style de placement fondamental sensible aux cours a plus que compensé le coût de renonciation que nous avons assumé. Notre progression future sera tirée par un retour de la demande de produits de base et la reprise d'autres secteurs sensibles à la conjoncture économique, ainsi que par une nouvelle appréciation des nombreux placements attrayants que nous détenons.

Au contraire, un placement dans des actifs qui ont profité de la modicité record des taux d'intérêt et qui se négocient à des prix gonflés n'augure rien de bon du point de vue du rapport risque-rendement. D'innombrables études ont été menées sur les bulles et elles sont constamment arrivées à la conclusion qu'il est impossible de prédire combien de temps durera une bulle, jusqu'où elle ira et quand elle se terminera. Plus important encore, ces études s'entendent pour recommander d'éviter à tout prix les bulles lorsqu'on les aperçoit.



Le présent document a été préparé par Letko, Brousseau & Associés Inc. à titre indicatif seulement et ne vise pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal ou des recommandations en matière de placement, et ne doit pas être utilisé comme tel. À moins d'indication contraire, les renseignements qu'il contient sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko Brousseau ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

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

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

Les informations de MSCI ne peuvent être utilisées que pour votre usage interne, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent être utilisées comme base ou composante d'instruments, produits ou indices financiers. Aucune des informations de MSCI ne vise à fournir des conseils en matière de placements ou une recommandation de prendre (ou de s'abstenir de prendre) une décision d'investissement et ne doivent pas être utilisés comme tel. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, prévision ou prédiction de performance. Les informations MSCI sont fournies « telles quelles » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. MSCI, chacune de ses sociétés affiliées et toute autre personne impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création d'informations MSCI (collectivement, les « parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris, notamment, toute garantie d'originalité, d'exactitude et d'exhaustivité, respect des délais, non-contrefaçon, commercialisation et de convenance à une fin particulière) en ce qui concerne ces informations. Sans limiter la portée de ce qui précède, en aucun cas une partie MSCI ne peut être tenue responsable pour un dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, perte de profits) ou tout autre dommage. ([www.msci.com](http://www.msci.com)).