



9 octobre 2020

Investir en vue de l'après-pandémie

Des mesures de relance budgétaire et monétaire d'une ampleur sans précédent ont contribué à soutenir l'économie mondiale et alimenteront un rebond solide de l'activité. Nous croyons que le pire de la récession est passé. La reprise sera certes ponctuée d'obstacles, mais elle se profile à l'horizon.

Alors que nous nous relevons des effets économiques et sociaux dévastateurs de la pandémie, notre stratégie de placement vise en priorité à : (1) tirer parti de la reprise suivant la pandémie, (2) profiter des tendances transformatrices à long terme, (3) exploiter le potentiel de croissance des marchés émergents et (4) éviter les bulles d'actifs. Nous croyons que nos portefeuilles sont bien placés pour croître et prospérer.

1. Tirer parti de la reprise suivant la pandémie

Le confinement provoqué par la pandémie au premier semestre de l'année a eu un impact démesuré sur les entreprises des secteurs du voyage et de l'accueil et les sociétés liées à l'économie physique dans des secteurs comme l'énergie, les matériaux, les mines, les transports et la finance. Cependant, certains secteurs ont vite rebondi. La construction résidentielle a été forte, dynamisée par la demande de rénovation et la modicité des taux hypothécaires. Les prix du bois d'œuvre et des panneaux à copeaux orientés (OSB) ont bondi, entraînant une nette remontée des actions des sociétés de matériaux de construction. Par exemple, Norbord, principal producteur mondial de panneaux OSB, avait vu la valeur de son action diminuer des deux tiers entre la mi-février et la mi-mars; le cours du titre a triplé depuis lors, témoignant du caractère temporaire de la dévalorisation. Nous observons un potentiel semblable dans d'autres secteurs où la demande demeure inférieure à la normale et le cours des actions reste bien en deçà de ses niveaux d'avant la COVID.

Comme nous l'expliquons en détail dans nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers d'octobre, l'économie mondiale a passé le creux de la vague au deuxième trimestre et s'oriente désormais fermement à la hausse. Nous prévoyons que la croissance renouera avec ses niveaux d'avant la pandémie au deuxième semestre de 2021, stimulée par les avancées médicales et l'effet cumulatif des mesures de relance massives mises en place à l'échelle mondiale. Un vaccin devrait être approuvé d'ici quelques mois et commencer à être administré à l'ensemble de la population au milieu de 2021.

Par conséquent, nous nous attendons à un net rebond des actions dans les secteurs davantage liés à l'économie réelle une fois que les investisseurs percevront des signes concrets de retour à la vie normale. Nos portefeuilles d'actions mondiales sont investis à hauteur de plus de 40 % dans les secteurs de l'automobile, de la finance, des matériaux, du pétrole et du gaz et des transports. Le consensus des analystes prévoit une hausse de 135 % des bénéfices des sociétés que nous détenons dans ces secteurs au cours des deux prochaines années, contre 50 % pour l'indice MSCI Monde. De plus, les actions de ces sociétés se négocient à 11 fois les bénéfices de 2022, soit un escompte de 30 % par rapport à l'indice de référence des actions mondiales.

La stratégie que nous adoptons à l'égard de ce compartiment du portefeuille exige de la patience. À mesure que le monde se remet de la pandémie, nous nous attendons au plein redressement de la demande dans ces secteurs, ce qui devrait donner lieu à une performance vigoureuse des sociétés dans lesquelles nous investissons.

2. Profiter des tendances transformatrices à long terme

Par le passé, les changements structurels s'échelonnaient sur des générations, voire des siècles. Aujourd'hui, nous assistons à des évolutions susceptibles de refaçonner la société en l'espace d'une décennie ou moins. Des innovations disruptives dans le domaine de l'intelligence artificielle et des facteurs séculaires comme les



changements climatiques ne sont que deux exemples des nombreux thèmes de placement qui sont à la fois porteurs de défis et d'occasions pour les sociétés dans lesquelles nous investissons.

Un aspect essentiel de notre stratégie de placement consiste à investir dans les sociétés les mieux placées pour profiter de ces transformations et à nous tenir loin de celles qui risquent d'en souffrir, le tout à un juste prix.

TABLEAU 1

Tendance à long terme	Exemples de positions de Letko Brosseau
Intelligence artificielle	Facebook, Alphabet
Internet des objets	AMS, Samsung
Automatisation	Siemens
Commerce en ligne	Walmart, Alibaba
Consommation de données	Telus, China Mobile, Verizon
Changements climatiques/Pollution	EDP, Veolia
Infrastructures des pays en développement	China Water Affairs, Reliance Industries, Mitsui
Croissance démographique	Nutrien
Vieillesse de la population	Sanofi Aventis, Gilead

3. Exploiter le potentiel de croissance des marchés émergents

Les marchés émergents jouent un rôle clé dans nos portefeuilles d'actions mondiales. Bien que certaines grandes économies émergentes soient moins à même de composer avec les conséquences sanitaires de la pandémie, nous croyons qu'il s'agit là d'un défi temporaire. Cette partie du monde est portée par de puissantes tendances séculaires comme une démographie favorable, une hausse des revenus et d'immenses besoins non comblés. Elle continue d'offrir des perspectives de croissance convaincantes à long terme.

Les pays émergents comptent déjà pour plus de 60 % du PIB mondial et ont affiché une croissance trois fois supérieure à celle des pays développés depuis dix ans. D'après les prévisions de l'OCDE, la taille de l'économie indienne surpassera celle de l'économie américaine en 2037 et le poids économique combiné de la Chine et de l'Inde dépassera celui de l'ensemble des pays de l'OCDE en 2060. Le fait que 85 % des habitants de la planète cherchent à améliorer leur niveau de vie crée un important besoin d'infrastructures, de services publics, de soins de santé et d'autres biens et services, qui constituera un puissant vecteur de croissance à l'avenir.

À l'heure actuelle, les actions des marchés émergents ne représentent qu'environ 30 % de la capitalisation boursière mondiale. Nos portefeuilles d'actions mondiales sont constitués à hauteur d'environ 15 % de placements directs dans des sociétés de cette partie du monde, auxquels s'ajoutent des placements indirects. Les actions des marchés émergents que nous détenons se négocient à un multiple moyen extrêmement intéressant de 10 fois les bénéfices estimatifs de 2021 – soit un escompte de 60 % par rapport au marché boursier américain – et offrent un rendement du dividende de 4,5 %. Bon nombre des sociétés dans lesquelles nous investissons comptent parmi les meilleures de leur catégorie et offrent des perspectives de croissance prometteuses, comme Alibaba (principale société mondiale de commerce électronique), Infosys (partenaire informatique externe clé de multinationales de premier rang) et China Mobile (leader du déploiement des réseaux 5G). Les consommateurs des pays émergents constituent un vaste marché en pleine croissance pour les pays développés. Les besoins grandissants d'infrastructures, de services publics, de soins de santé et de services financiers et l'appétit accru pour les produits et services de consommation créent d'immenses possibilités pour les multinationales.

Nous croyons que nos positions sur les marchés émergents offrent une combinaison unique de titres axés sur la croissance et la valeur ce qui devrait produire des résultats appréciables à long terme.



4. Éviter les bulles d’actifs

Les taux d’intérêt ultra-bas ont eu pour effet secondaire malencontreux de faire gonfler le prix de certains actifs. Comme nous l’expliquons en détail dans nos mises à jour sur les placements de mai et de juillet, les politiques monétaires exceptionnelles de la dernière décennie, amplifiées par les mesures de relance récentes dans la foulée de la COVID-19, ont fait grimper les valorisations obligataires à des niveaux record. Elles ont aussi incité les investisseurs à accorder davantage de valeur aux bénéfices prévus dans un avenir lointain, ce qui explique en bonne partie pourquoi certains titres dominants du NASDAQ se négocient à des multiples très élevés. Nous avons toujours été très sensibles au cours auquel nous achetons des titres parce que l’insistance sur la discipline des cours a joué un rôle essentiel dans l’évitement des bulles.

Fin septembre, le taux de l’obligation à 10 ans du gouvernement du Canada s’établissait à 0,57 %. Ceci revient à payer 182 fois le revenu d’intérêt de l’obligation sans possibilité de croissance durant les 10 prochaines années. De fait, à ce niveau, les obligations à long terme risquent fort de ne pas suivre le rythme de l’inflation, d’où une destruction de valeur réelle. Nous avons choisi de conserver un positionnement prudent dans nos portefeuilles obligataires, en abaissant la sensibilité aux taux d’intérêt (mesurée par la durée) et en maintenant une très grande qualité du crédit. Cette stratégie pourrait produire des rendements peu élevés à moyen terme, mais elle vise à éviter le risque de perte de capital. C’est un peu comme une police d’assurance : vous devrez peut-être payer un faible coût de renonciation, mais en cas d’accident, vous vous réjouirez d’avoir souscrit cette protection.

La modicité des taux d’intérêt a aussi contribué indirectement aux primes de valorisation d’un petit groupe d’actions de sociétés technologiques à forte capitalisation. Puisqu’une plus grande partie des bénéfices et de la valeur économique de ces sociétés seront réalisés dans un avenir lointain, et que la valeur de ces bénéfices futurs augmente à mesure que le taux d’actualisation (c.-à-d. le taux d’intérêt) diminue, ces actions dites de croissance ont profité de la baisse des taux d’intérêt. Certains de ces titres, comme Tesla et Netflix qui se négocient respectivement à 155 et 57 fois les bénéfices de 2021, intègrent des prévisions extrêmement optimistes de croissance des revenus et d’amélioration de la profitabilité. Nous craignons que de telles primes de valorisation laissent peu de place à une exécution imparfaite et ne prennent pas suffisamment en compte la menace posée par les concurrents de ces sociétés. Nous n’avons qu’à penser aux actions des producteurs de marijuana canadiens qui ont atteint une valorisation irrationnelle en 2018 avant de perdre 80 % de leur valeur à partir du sommet atteint en octobre 2018, pour constater la destruction de capital qui peut survenir lorsqu’une bulle d’actifs se dégonfle.

Pour contrôler le risque de valorisation des actions, il faut s’assurer que les mesures de valorisation comme les ratios cours-bénéfice, cours-flux de trésorerie et cours-valeur comptable demeurent raisonnables et que les perspectives de croissance s’appuient sur des tendances macroéconomiques et sectorielles favorables. Par rapport aux marchés élargis, nos portefeuilles d’actions globales se négocient moyennant des escomptes considérables et produisent des revenus plus élevés.

TABEAU 2	Cours/bénéfice 2021	Cours/flux de trésorerie 2021	Cours/valeur comptable	Rendement du dividende (%)
Fonds d’actions Letko Brosseau	12,6	5,8	1,0	3,7
Fonds d’actions de marchés émergents Letko Brosseau	9,7	5,4	1,0	4,4
MSCI Monde	18,7	11,7	2,4	2,3
MSCI Marchés émergents	13,4	7,5	1,5	2,7
S&P 500	20,3	13,8	3,4	1,8
S&P/TSX	15,8	9,0	1,5	3,4
BLOOMBERG EURO 500	16,0	8,5	1,6	3,4
NIKKEI	18,4	10,7	1,6	2,0

Source : Bloomberg (1^{er} octobre 2020)



L'importance de la discipline pour obtenir des rendements à long terme

L'extrapolation du rendement récent dans l'avenir est l'un des nombreux pièges qui guettent les investisseurs. Ceux qui présument qu'un placement qui a affiché une bonne tenue continuera de surperformer – ou qu'un placement qui n'a pas tenu ses promesses récemment continuera de décevoir – risquent de succomber à la mentalité grégaire. De notre côté, nous croyons que la gestion du risque d'un portefeuille passe autant par la discipline des cours que par l'évitement des bulles d'actifs.

D'après notre évaluation, le creux de la récession a été touché en mars et avril et nos portefeuilles sont positionnés en vue de tirer parti de la reprise économique. Les perspectives de croissance économique nous paraissent prometteuses, notamment en raison de l'ampleur sans précédent des mesures de relance budgétaire et monétaire qui ont été déployées. Nous restons à l'affût de placements à cours attrayants qui profiteront des changements transformatifs qui s'annoncent et de la croissance à long terme des économies émergentes.

Malgré la persistance de défis à court terme, nous voyons poindre la lumière au bout du tunnel. Nous sommes confiants que notre stratégie devrait continuer de produire un rendement intéressant à l'avenir.

Les informations et opinions contenues dans les présentes sont fournies à titre indicatif seulement, sont sujettes à changement et ne visent pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal, ni des recommandations en matière de placement, et ne doivent pas être utilisées comme tel. Les sociétés mentionnées dans les présentes sont à titre indicatif uniquement et ne sont pas considérées comme une recommandation d'achat ou de vente. Il ne faut pas supposer qu'un investissement dans ces entreprises était ou serait rentable. À moins d'indication contraire, les renseignements sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko, Brousseau & Associés Inc. ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

Lorsque les renseignements contenus dans les présentes 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 les présentes constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis.

Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs. Tous les placements présentent un risque de perte et il n'y a aucune garantie que les avantages exprimés dans les présentes seront atteints ou réalisés.

Les renseignements contenus dans les présentes ne constituent pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Ils ne tiennent pas compte des objectifs, stratégies, statuts fiscaux ou horizons d'investissement particuliers des investisseurs. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude des renseignements, ni quant à la responsabilité pour des décisions fondées sur ceux-ci.

Les présentes peuvent 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).