

Rédigé par Tye Bousada

Merci aux tenants de la « nouvelle normalité »

Un bon moment pour investir peut se produire lorsque tout semble voué à l'échec. Il semble que cette impression caractérise bien l'année 2010. Le thème dominant de l'année a été la « nouvelle normalité », un slogan tout aller pour décrire les vues pessimistes qui laissent croire que tout espoir est mort.

Devant le déferlement de cette vague impressionnante de pessimisme, nous nous sommes résolument concentrés sur nos forces concurrentielles. Nous avons plus particulièrement adhéré à notre approche d'investissement qui semble plus simple qu'il n'y paraît; nous nous sommes concentrés sur notre objectif de créer un patrimoine à long terme pour nos investisseurs; et enfin, nous avons essayé de lutter quotidiennement contre les instincts primaires de crainte et de cupidité. Autrement dit, nous avons essayé d'être aussi rationnel que possible dans ce contexte de grande émotion.

Dans ce contexte, nous avons réparti notre commentaire annuel en quatre sections.

- 1. Les risques de la nouvelle normalité**
- 2. Les occasions créées par les tenants de la nouvelle normalité**
- 3. Les perspectives – Croissance gratuite**
- 4. Les perspectives – Volatilité?**

Partie 1 – Les risques de la nouvelle normalité

Il y a une décennie, le maître mot était la « croissance à tout prix ». Il y a cinq ans, nous ne parlions que de l'effet de levier. En 2010, la nouvelle normalité est devenue le mantra. Si vous tapez « nouvelle normalité » dans Google, vous obtiendrez de nombreuses occurrences. Les médias y font aussi référence assez souvent. Même le président des États-Unis n'a pu s'empêcher d'utiliser ce terme au cours d'une entrevue donnée en novembre dans le cadre de l'émission *60 Minutes*, alors qu'il a dit craindre que l'économie américaine n'entre dans le contexte de la nouvelle normalité.

Mais que signifie exactement la nouvelle normalité? Notre meilleure explication est que le terme est utilisé pour décrire une collection de craintes macroéconomiques qui englobent le niveau élevé de chômage, le désendettement des ménages, les risques de crises de dette souveraine, les mesures d'austérité, la lutte entre deux maux comme l'inflation et la déflation et toute autre crainte macroéconomique liée à l'investissement qui fait les manchettes aujourd'hui. Les tenants de la nouvelle normalité aimeraient vous emmener à croire que la quantité astronomique de problèmes économiques auxquels le monde fait face empêche l'éclosion d'une solution intelligente aux problèmes. En bref, ils aimeraient vous pousser à croire qu'il n'y a plus d'espoir.

Comme tous les maîtres mots liés à l'investissement, celui-ci a fait naître un ensemble de risques et d'occasions d'investissement tout à fait nouveau. Du point de vue du risque, les craintes

macroéconomiques sous-tendant cette opinion ont entraîné une envolée impressionnante vers des placements considérés comme « sûrs ». Devant le peu d'espoir dans l'avenir, les placements en liquidités et en obligations, jugés « sûrs », sont devenus prisés. Mais d'une façon regrettable, ce que l'investisseur moyen a semblé oublier, c'est que la sécurité est entièrement fonction du prix qui est payé. Lorsque le prix n'est pas le bon, il peut devenir extrêmement risqué de détenir un placement considéré comme « sûr ». Voici quelques exemples.

Comment les placements en liquidités peuvent-ils être risqués?

Les données passées prouvent que les placements en liquidités sont irréfutablement le pire placement sur toute période significative. Chaque année, la valeur de l'argent est réduite par le taux d'inflation moins le taux d'intérêt nominal. Supposons que l'inflation est de 3 % par année pour la prochaine décennie et que le rendement sur votre placement est de 1 %. Votre rendement annuel est par conséquent de -2 %. En détenant vos placements en liquidités, vous vous appauvrissez de 22 % sur une période de 10 ans.

Comment les placements dans des titres à revenu fixe peuvent-ils être risqués?

Les titres à revenu fixe représentent un autre bon exemple dans lequel d'importants secteurs de risque se sont fait passer pour des placements « sûrs » en 2010. La quête insatiable de rendement a emmené certains investisseurs à prendre des risques élevés pouvant entraîner une perte permanente en capital. Par exemple, dans cette conjoncture, bon nombre d'investisseurs recherchent un rendement « garanti » de 6 % sur leurs placements à revenu fixe. Ces investisseurs ne veulent courir aucun risque et sont prêts à accepter un rendement de seulement 6 % sur leurs placements à revenu fixe. Malheureusement, dans l'univers des titres à revenu fixe, il n'existe pas aujourd'hui un rendement sans risque de 6 %. Prenons par exemple une obligation à 100 ans émise par le gouvernement mexicain dans la deuxième moitié de 2010. En contrepartie de ce prêt en argent au Mexique et en courant le risque que ce pays ne pourra pas rembourser le capital dans un siècle, l'investisseur moyen était prêt à accepter un rendement annuel de 6,1 %. Au cours des deux derniers siècles, le Mexique a fait défaut à ses obligations en quatre occasions. Est-ce que ce rendement de 6,1 % suffit à contrebalancer le risque couru par l'investisseur qu'au moins une autre situation de défaut se produise dans les cent prochaines années, sans compter le risque que l'inflation augmente à un certain point dans le siècle à venir? Nous ne croyons pas qu'il s'agisse d'une contrepartie adéquate. Nous croyons plutôt qu'il s'agit d'un exemple de risque de perte permanente en capital créé par la pensée de la nouvelle normalité.

Partie 2 – Les occasions créées par les tenants de la nouvelle normalité

Si la majorité des maîtres mots en matière de placement présentent une juste part de risque, ils suscitent aussi des occasions. En raison de l'abondance des craintes macro-économiques, bon nombre d'investisseurs perçoivent les actions comme étant trop risquées. C'est ce niveau élevé de crainte envers les titres de participation qui nous a fourni l'occasion de ne pas payer pour les occasions de croissance, phénomène qui se poursuit toujours. Il ne faudrait pas comprendre ici que nous « souhaitons faire la promotion du marché des actions ». Comme nous l'avons mentionné auparavant, nous croyons que l'économie pourrait tourner au ralenti pendant une période plus longue que ce qui est prévu par la majorité des gens, ce qui signifie des hausses limitées pour le marché des actions. Toutefois, au cours de périodes

de vente non sélective par les tenants de la nouvelle normalité, les entreprises qui sont en mesure d'afficher une croissance malgré les malaises de l'économie sont rejetées au même titre que la majorité des entreprises qui ne peuvent présenter une croissance. Et c'est notre travail de trouver ces occasions mal évaluées.

La société Interface Inc. constitue un bon exemple. Interface est le plus important fabricant mondial de tapis modulaires (dalles de tapis utilisées dans les bureaux, les écoles, les hôtels, etc.), son invention qui remonte aux années 1970. La principale proposition de valeur du tapis modulaire est que certaines sections du tapis sont plus touchées que d'autres par l'usure et les déchirures et que, par conséquent, elles doivent être remplacées plus souvent. Dans le cas d'un tapis ordinaire, même si seulement 20 % de sa surface présentent des marques d'usure ou des déchirures, le tapis doit être remplacé complètement, ce qui le rend peu économique. Dans le cas des dalles de tapis, seules les sections usées ou déchirées seront remplacées. Grâce à cette proposition de valeur, la part de marché des dalles de tapis dans les établissements commerciaux américains est passée de 0 % à environ 34 % aujourd'hui. Dans les marchés étrangers, le taux de pénétration varie de 8 % en Allemagne à 44 % au Royaume-Uni et en Irlande, le taux de pénétration moyen s'établissant à près de 30 %.

Le cours de l'action d'Interface s'est nettement replié puisque les investisseurs ont cru que peu de gens souhaiteraient acheter des tapis modulaires à l'avenir. Après une étude attentive des occasions s'offrant à Interface, nous avons décelé des perspectives bien différentes. En particulier, nous avons constaté une occasion pour Interface de faire passer sa part de marché des tapis commerciaux de 30 % à environ 50 % (la société croit qu'elle peut atteindre 65 %). Nous pouvions de façon réaliste croire qu'Interface pouvait générer un bénéfice de 1 \$ par action et afficher un cours moyen d'environ 5 \$. En considérant ce calcul d'une façon différente, nous avons pensé que même si la situation économique demeurait difficile, nous pourrions, dans une période raisonnable, obtenir 1 \$ par année sur un placement de 5 \$. Cette situation était évidemment attrayante et nous avons acheté le plus de titres possible aussi rapidement que possible.

En peu de temps, Interface a démontré que, malgré une économie mondiale stagnante, elle pouvait connaître une croissance rapide. Au cours des trois premiers trimestres de 2010, les produits et les bénéfices d'Interface ont augmenté de 11 % et de 367 %, respectivement. Malgré l'énorme dose de pessimisme qui entoure les placements en actions, nous ne croyons pas que le marché puisse indéfiniment ne pas prêter attention aux sociétés vigoureuses en pleine expansion, et nous avons pensé que la valeur véritable d'Interface serait reconnue le cas échéant. Ceci s'est produit lorsque la rentabilité d'Interface a commencé à gonfler. Le cours de son action a augmenté pour atteindre 14 \$ (par rapport à notre coût moyen de 5 \$ et à notre cours d'acquisition de 2 \$), et nous avons alors vendu notre participation dans l'entreprise. Grâce à l'appréciation de son cours, Interface a été l'un des principaux moteurs de rendement au sein du portefeuille en 2010, et nous devons remercier les tenants de la nouvelle normalité pour cette occasion.

Partie 3 – Les perspectives – Croissance gratuite

À la fin de l'exercice, le portefeuille comptait 31 entreprises qui se retrouvaient dans une position unique pour accroître leur valeur dans un contexte d'économie stagnante. Plus important encore, en raison du

pessimisme à l'égard de l'avenir, le potentiel de croissance de ces sociétés ne se reflète pas encore dans le cours de leurs actions.

Nous allons illustrer ce potentiel en examinant les flux de trésorerie disponibles d'une entreprise. Cette mesure correspond au surplus dont dispose le propriétaire d'une entreprise lorsque toutes les charges sont réglées. Le rendement pour le propriétaire est alors calculé en divisant les flux de trésorerie disponibles de l'entreprise par le prix payé pour acquérir l'entreprise. Supposons que vous achetez une entreprise qui fabrique de la gomme à mâcher au coût de 100 \$. Dans la première année d'exploitation, votre chiffre d'affaires est de 20 \$ et vos charges d'exploitation sont de 15 \$. En appliquant ce calcul, votre rendement sur le capital investi s'établit à 5 % (20 \$ moins 15 \$ divisés par votre placement initial de 100 \$).

Les dix principaux titres en portefeuille à la fin de l'exercice comptaient pour environ 50 % du portefeuille. Les flux de trésorerie disponibles moyens (ou rendement pour le propriétaire) de ces dix entreprises étaient d'environ 9 % à la fin de décembre 2010. Ce chiffre ne tient pas compte de toute augmentation des produits ou des charges à l'avenir. De plus, la majorité de ces entreprises disposent d'une capacité excédentaire, ce qui signifie qu'elles n'auraient pratiquement pas à accroître leurs charges pour soutenir la croissance à court terme de leurs produits.

Les flux de trésorerie disponibles peuvent servir au rachat d'actions. Cliquez [ici](#) pour en connaître davantage sur cet outil puissant.

Posez-vous maintenant cette question importante : Si votre horizon de placement est de cinq ans ou plus, quel placement préféreriez-vous détenir?

- A. Un placement en liquidités qui rapporte 1 % par année et dont le pouvoir d'achat est rongé par l'inflation
- B. Une obligation du gouvernement du Canada à 10 ans qui rapporte 3,1 % par année et n'offre aucune perspective de croissance
- C. Une obligation du gouvernement du Mexique à 100 ans qui rapporte 6,1 % par année et n'offre aucune perspective de croissance
- D. Un portefeuille constitué d'entreprise en croissance qui procure actuellement un rendement sur le capital investi de 9 % avant de tenir compte de toute croissance

Nous croyons que D est la meilleure réponse.

Il est intéressant de constater que depuis la fin des années 1960, les rendements en flux de trésorerie disponibles des entreprises sont pratiquement identiques aux taux de rendement offerts par les obligations d'État. Ce n'est que depuis les deux dernières années que les rendements en flux de trésorerie disponibles des entreprises se sont éloignés de ceux des obligations d'État. Nous croyons que cette anomalie est attribuable au pessimisme de la nouvelle normalité sur le marché. Toutefois, elle entraîne aussi une dose d'optimisme. Nous avons confiance en l'avenir parce que nous sommes d'avis que les entreprises qui constituent le portefeuille vont connaître une croissance en dépit de la situation économique difficile. Toute croissance de ces entreprises ne fera qu'ajouter à votre rendement. Nous croyons aujourd'hui que le marché procure cette croissance gratuitement, mais si l'histoire sert de guide, le marché devra un jour payer à mesure que les craintes s'estomperont et que la cupidité reprendra le dessus.

Partie 4 – Les perspectives – Volatilité?

En résumé, dans ces marchés turbulents, nous essayons d'adopter une approche d'investissement assortie d'une confiance mesurée. Le nuage de pessimisme qui surplombe les marchés financiers mondiaux est considérable et il crée ce que nous croyons être des occasions de bâtir un patrimoine important à l'avenir.

Il ne s'agira pas d'une remontée directe du cours des actions de nos entreprises. Depuis la création du portefeuille en 2008, les rendements ont été satisfaisants en termes absolu et relatif; cependant, le parcours a été accidenté. Afin d'ajouter de la valeur à long terme, vous devez parfois sembler être sur une mauvaise piste à court terme. Interface constitue justement un bon exemple. En voici quelques autres :

1. BorgWarner Inc. – un fabricant de pièces d'automobiles établi aux États-Unis

Nous avons initialement acheté le titre de BorgWarner à l'automne 2008 alors qu'il y avait un consensus selon lequel peu d'automobiles seraient vendues en raison de la piètre situation de l'économie. Lorsque la pensée rationnelle a repris le dessus et que les investisseurs ont constaté que la demande pour les nouvelles automobiles était toujours présente, nous avons vendu nos participations dans cette entreprise à un cours qui était de 100 % supérieur au cours d'achat initial.

2. Makita Corp. – un fabricant d'outils électriques établi au Japon

Nous avons acquis le titre de Makita en janvier 2009 au moment où régnait une inquiétude concernant un repli de la construction en Europe (principal marché d'exportation de Makita), situation qui pesait sur le cours de l'action. Avec la lente reprise de la construction en Europe, le cours de l'action de Makita s'est également redressé et nous avons vendu nos participations en 2010 à un cours qui était de 90 % supérieur au cours d'achat initial.

En perspective, nous pouvons garantir que la volatilité sera toujours présente. Les tenants de la nouvelle normalité aujourd'hui vont trouver d'autres aspects sur lesquels se concentrer demain, ce que nous appellerons alors la « nouvelle » nouvelle normalité. Dans ce contexte, on trouvera toujours une macro obsession et un mépris absolu des données fondamentales des entreprises. Notre tâche consistera à tirer profit de la situation et à ajouter de la valeur en misant sur les craintes et la cupidité présentées par la « nouvelle » nouvelle normalité.

Tout compte fait, la volatilité est la seule chose qui soit normale et prévisible lorsqu'il est question des marchés financiers. Par le passé, nous avons profité de cette volatilité et nous continuerons de le faire puisqu'elle nous a permis d'ajouter de la valeur au profit de nos investisseurs.

Nous vous remercions de votre confiance et nous espérons avoir l'occasion de créer de la richesse à long terme pour nos investisseurs.

Cordialement,

Tye

Commentaires sur les titres à revenu fixe

par Frank Mullen

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

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

Étant donné que les rendements des obligations d'État ont atteint un creux historique, nous sommes profondément conscients du risque de taux d'intérêt dans nos placements à revenu fixe. Puisque nous ne savons pas à quel moment les taux d'intérêt vont commencer à se redresser, nous ne souhaitons pas courir un trop grand risque lorsque ce redressement se produira. À titre de gestionnaires de titres à revenu fixe, nous utilisons la durée du portefeuille comme une mesure du risque de taux d'intérêt. Dans un contexte de taux d'intérêt haussier, un portefeuille assorti d'une durée élevée est assujéti à un risque plus important qu'un portefeuille comportant une courte durée. La durée de notre portefeuille à revenu fixe tout au long de 2010 a été relativement courte. Actuellement, le risque de taux d'intérêt de notre portefeuille représente la moitié du risque couru par l'indice canadien des titres à revenu fixe (indice obligataire universel DEX). Ceci ne nous a pas bien servi en 2010 puisque les taux d'intérêt ont poursuivi leur tendance à la baisse; cependant, nous avons été en mesure de présenter un rendement supérieur à celui de l'indice en raison de notre pondération en obligations de sociétés et de notre capacité à choisir les bons placements en appliquant une analyse de crédit rigoureuse. En ce qui a trait aux placements à revenu fixe, nous continuons de croire qu'il est prudent de maintenir une durée prudente.

Calfrac Well Services Ltd.

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

participé au refinancement puisque nous ne croyons pas que le rendement vient contrebalancer adéquatement le risque de taux d'intérêt supplémentaire.

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

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

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

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

Des commissions, commissions de suivi, frais de gestion et frais d'investissement peuvent tous être associés aux opérations touchant des fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant de procéder à tout investissement. Des exemplaires du prospectus peuvent être obtenus auprès de votre conseiller financier ou à partir de notre site Web à l'adresse www.edgepointwealth.com. Le rendement des fonds communs de placement n'est pas garanti, leur valeur fluctue fréquemment et le rendement passé peut ne pas se reproduire. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre de vente ni une sollicitation d'achat. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par le biais d'un courtier dûment inscrit et sont seulement offerts dans les territoires où une telle offre de vente est légale. Le présent document ne donne aucun conseil juridique, comptable ou fiscal, ni aucun conseil précis sur les placements. Les renseignements inclus dans le présent document ont été obtenus de sources que nous croyons crédibles, mais Gestion de patrimoine EdgePoint n'assume aucune responsabilité pour les pertes, qu'elles soient directes, particulières ou accessoires, pouvant résulter de l'utilisation de la présente information. Les titres en portefeuille peuvent changer. Les fonds communs d'EdgePoint sont gérés par Groupe de placements EdgePoint inc., une société apparentée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint® est une marque déposée de Groupe de placements EdgePoint inc. Des propriétaires-exploitants investisseurs^{MC} est une marque de commerce de Groupe de placements EdgePoint inc.

Publié le 6 janvier 2011