

COMMENTAIRE DU CHEF DES PLACEMENTS DU 1^{er} TRIMESTRE – FELIX NARHI

« Nager à contre-courant. Prendre une autre direction. Faire la sourde oreille aux idées reçues. Si tout le monde procède d'une certaine façon, il y a de fortes chances que vous puissiez trouver votre voie en prenant la direction diamétralement opposée. » - Sam Walton, fondateur de Walmart.

Les marchés ont rebondi et plus ou moins retrouvé leur état normal au premier trimestre ou, du moins, un état aussi « normal » que possible compte tenu de la personne qui siège actuellement à la présidence américaine. Avec un peu de recul, il s'avère que les périodes de panique sur les marchés, comme celle que nous avons connue à la fin de l'année dernière, représentent d'excellentes occasions de dénicher des titres mal évalués. Acheter à bas prix, vendre à prix élevé... simple bon sens, n'est-ce pas ? Malheureusement, si vous comptez sur le bon sens, vous ne tenez vraisemblablement pas compte des nombreux biais cognitifs qui entrent en jeu. Il existera toujours des occasions, car même si les temps changent, le comportement humain lui, ne change pas. La « marée comportementale » continuera de suivre un mouvement de flux et de reflux entre la peur et la cupidité. En effet, au moment de l'écriture de ce commentaire, la peur semble s'être de nouveau emparée des marchés.

Il n'est pas facile d'investir. Il suffit de demander au célèbre investisseur axé sur le style valeur, Seth Klarman, qui disait, « Avons-nous déjà mentionné que l'investissement était un travail difficile ? Un travail minutieux, incessant et, parfois, déconcertant. Il peut être particulièrement difficile de faire la différence entre les signaux pertinents et le "bruit" sur le marché. Il faut faire preuve d'une patience sans fin, d'une grande discipline et d'une détermination à toute épreuve. » En effet. Cela pourrait représenter une tâche plus difficile que jamais, car la concurrence pour trouver de bonnes occasions atteint des niveaux record. En outre, la puissance de calcul phénoménale dont nous jouissons actuellement permet à des algorithmes de dénicher un grand nombre des bonnes occasions que nous arrivions à dénicher auparavant.

Pour compliquer encore les choses, le monde évolue rapidement. Un grand nombre des « normes » actuelles que nous tenons pour acquies aurait été pratiquement unimaginable il y a quelques années. Comment établir un « modèle » dans un tel contexte ? Dans la plupart des cas, les données qui pourraient permettre d'établir des modèles pour le futur n'existent pas. Alors, sur quelles données se base un algorithme ? Comme nous l'avons mentionné l'année dernière, selon le contexte, il se peut que les choses soient différentes cette fois-ci. Nous sommes d'avis que la loi universelle découverte par Charles Darwin s'applique tout aussi bien au monde du placement lorsqu'il observait que : « Ce n'est pas l'espèce la plus forte qui survit, ni la plus intelligente, mais celle qui s'adapte le mieux au changement. » Nous travaillons fort pour nous adapter.

À notre avis, l'humilité est l'un des traits les plus importants dont font preuve les investisseurs qui réussissent. En effet, lorsqu'il s'agit du placement, une chose qui n'a pas changé est le besoin de comprendre la perspective de la personne qui se trouve de l'autre côté de votre transaction. En règle générale, il est bon de présumer que le participant au marché qui se trouve de l'autre côté de votre transaction est très intelligent et qu'il est tout aussi bien informé, voire mieux informé, que vous. Et si vous n'êtes pas certain d'avoir un avantage concurrentiel, cela signifie vraisemblablement que vous n'en avez pas.

« Si au bout de dix minutes passées à la table de poker, vous ne savez toujours pas qui est la victime désignée — Eh bien ! c'est vous. » – Dictionnaire du jeu de poker

Les commentateurs aiment souvent comparer le placement au poker. Les joueurs habiles cherchent à jouer dans des « parties faciles » fréquentées par des joueurs moins chevronnés. Ils comprennent les mathématiques et les probabilités, étudient leurs adversaires pour découvrir leur « langage caché », bluffent au besoin et parient lorsqu'ils croient que les chances sont de leur côté. Ils n'ont pas besoin de parier sur toutes les mains. Mais la taille du pari est importante lorsqu'ils choisissent de parier. Et Dame Fortune aura un rôle à jouer, particulièrement à court terme. Un champion de poker avec une main pleine perdra toujours devant un débutant avec un carré. Mais après plusieurs soirées et d'innombrables parties, les bienfaits de la chance tendent à s'estomper et, de façon générale, c'est le joueur le plus habile qui finit avec le plus grand pot. De même, nous estimons que le placement est une autre activité où l'habileté compte sur le long terme. Bien qu'il soit possible d'établir des parallèles valables entre le poker et le placement, cette analogie est imparfaite.

En effet, le poker est un jeu linéaire qui suit des règles prédéfinies et les joueurs peuvent suivre un parcours plutôt bien défini et sans trop de déviations. Par exemple, dans une partie de poker Texas Hold'em, une main comportant « un carré » battait une « main pleine » en 1934. Cela tient toujours aujourd'hui, et cela tiendra à l'avenir. Les règles qui fondent le jeu sont les mêmes et le nombre de cartes est limité. Il s'agit d'un jeu qui favorise les joueurs qui sont bons en mathématiques et qui comprennent bien la psychologie. À notre avis, le champion de poker de 1934 s'en sortirait plutôt bien en 2019.

En revanche, le placement est un jeu non linéaire. Il s'agit d'un jeu bien plus dynamique et complexe qui tient compte de facteurs externes beaucoup plus désordonnés, comme l'évolution des règlements gouvernementaux et les éventuelles perturbations découlant de guerres commerciales. En effet, il arrive parfois qu'un organisme de réglementation vous dise que votre « carré » ne compte plus. Tant pis pour vous. Il n'y a aucun recours. Le marché fait partie d'un système adaptatif complexe où il est difficile de connaître et de prévoir le résultat exact. En outre, les règles fondamentales du jeu peuvent changer au fil du temps. Imaginons ce que Ben Graham, souvent considéré comme le père de l'analyse de titres et du placement du style valeur, penserait de l'année 2019 s'il pouvait voyager dans le temps en 1934. Il serait à notre avis plutôt déconcerté. Les stratégies qui réussissaient avec brio après la Crise de 1929 fonctionnent moins bien aujourd'hui. Il n'est plus aussi avantageux de mettre l'accent sur la valeur des actifs corporels dans un environnement comme le nôtre où les actifs incorporels représentent la grande majorité de la valeur créée. Lorsqu'il s'agit d'investir, il est important de remplacer les anciens modèles mentaux qui pourraient ne plus fonctionner si bien avec de nouveaux modèles qui correspondent mieux à l'environnement actuel.

Voici cinq jeux « faciles » que vous pourriez essayer, avec la réserve que le placement n'est pas une activité facile et qu'il comporte nettement plus de facettes le jeu de poker.

Les transferts de richesse passent largement inaperçus, mais leur impact est nettement plus important que ne le pensent la plupart des investisseurs. Les entreprises prennent des décisions qui engendrent d'importants transferts de richesse d'un groupe d'actionnaires à un autre, particulièrement lorsqu'il s'agit de fusions et d'acquisitions, du rachat d'actions et de l'émission d'actions. Faites attention aux types d'activités et aux groupes qui ont tendance à s'en sortir gagnants à long terme. Agissez en conséquence.

Faites concurrence aux participants du marché qui font des transactions sans tenir compte de la valeur fondamentale. L'évolution des marchés est tributaire des décisions humaines et de celles basées sur des algorithmes. Les participants font des transactions pour de nombreuses raisons. Et il est important de reconnaître que les marchés ne sont pas strictement événementiels. En effet, actuellement, la grande majorité des transactions sur le marché sont effectuées par des machines. La bonne nouvelle est qu'il arrive parfois que M. Roboto ait tout autant de mépris pour la valeur fondamentale que son homologue humain

maniaco-dépressif, à savoir M. Marché, car certains algorithmes sont programmés pour ne faire attention qu'au prix et au volume des transactions. En conséquence, il se produit de plus en plus fréquemment d'inexplicables « krachs éclair » et d'autres perturbations bizarres sur le marché. Les investisseurs feraient bien d'accepter cette nouvelle réalité et d'être prêts à agir. Il peut être avantageux d'avoir des réserves en espèces pour profiter de ce genre de situation. Parfois, même les investisseurs axés sur les paramètres fondamentaux ne se soucient plus de la valeur fondamentale pendant les périodes de tensions sur le marché. Ils ont désespérément besoin de liquidités, peu importe la valeur. Faites donc attention aux sorties de fonds en période de panique sur les marchés et aux retombées découlant des cycles de levier et recherchez d'éventuelles occasions mal cotées. Il est également intéressant d'étudier l'alpha généré par les entreprises dérivées puisqu'il arrive souvent qu'elles soient vendues sans égard pour leur valeur fondamentale.

Faites concurrence aux participants du marché qui utilisent des règles de prise de décision simples. Le monde est complexe. Le fait de prendre des décisions fondées sur des règles de prise de décisions trop simples et sur des règles empiriques peu judicieuses peut entraîner des erreurs de valorisation. Il vaut la peine de remarquer que, collectivement, les investisseurs passifs représentent actuellement le plus grand participant du marché et ils continuent de prendre de plus en plus d'importance. Ils n'ont pas d'autre choix que de suivre des règles de prise de décision très simples en ce qui concerne l'achat et la vente de titres. Si les flux financiers sont positifs, ils doivent acheter. Si les flux sont négatifs, ils doivent vendre. Ceci ne serait pas si important si ce groupe ne représentait qu'un faible pourcentage du marché total. Mais tel n'est pas le cas. Et au fur et à mesure que leur part du marché augmente, il en va de même de leur influence en tant que joueur marginal en fixation des prix. En outre, les flux vers les FNB de créneau qui fluctuent d'une journée à l'autre selon l'humeur du marché peuvent avoir un impact encore plus marqué sur les cours boursiers. Il est clair que la hausse du nombre d'FNB spécialisés et que la popularité de l'investissement passif est une source de distorsion dans certains coins du marché. Soyez à l'affût de ce genre d'occasion.

Embaucher un spécialiste lorsqu'un généraliste suffirait. Pour un homme muni d'un marteau, tout ressemble à un clou. Cela tombe bien si vous avez un clou. Mais dans de nombreuses situations, vous avez besoin d'une boîte à outils plus variée, notamment lorsqu'il s'agit d'évaluer des entreprises uniques en leur genre ; des entreprises œuvrant dans plusieurs secteurs d'activité à la fois ou des entreprises qui cherchent à saisir des occasions dans des secteurs qui connaissent une forte croissance, mais qui sont naissants. En bref, il faut rivaliser avec « l'homme muni d'un marteau ».

Livrez concurrence aux investisseurs peu avertis. Comme dit le proverbe, « aux idiots l'argent file entre les doigts ». Recherchez donc les parties auxquelles participent des investisseurs moins sophistiqués.

Il est très difficile d'avoir une longueur d'avance sur le plan analytique lorsque la concurrence dispose d'une armée très qualifiée et très motivée composée d'analystes spécialisés et d'investisseurs bien avertis. Ainsi, lorsque cela est possible, n'entrez pas en concurrence avec eux. La différence entre les marchés qui sont toujours efficaces et ceux qui sont plutôt efficaces est subtile, mais importante. Comment faire pour éviter les parties qui sont les plus compétitives et les plus efficaces ? Pour commencer, réduisez le temps que vous passez à jouer à la table des meilleurs joueurs et faites leurs concurrence selon leurs règles. Il serait préférable de rechercher des parties où le fait de posséder différentes compétences pourrait vous rapporter. Recherchez les parties où les joueurs sont moins expérimentés et profitez éventuellement d'un avantage concurrentiel.

L'un des principes clés de la philosophie de placement de Pender consiste à obtenir une plus grande valeur fondamentale que ce pour quoi nous payons. Idéalement, nous voulons faire concurrence à des investisseurs qui jouent un jeu qui est différent du nôtre. Certains participants jouent principalement pour se divertir, parce

qu'ils aiment le plaisir qu'offre le fait d'effectuer des transactions. D'autres effectuent des transactions pour des raisons qui n'ont rien à voir avec la valeur fondamentale. D'autres encore sont obligés de jouer dans des parties où les joueurs sont moins expérimentés en raison de contraintes organisationnelles. Ne suivez pas vos pairs sans réfléchir. Gardez à l'esprit que les idées reçues font généralement plus preuve de popularité que de sagesse. Il est important de rechercher des « parties faciles » si vous souhaitez avoir un avantage concurrentiel et mettre les chances de votre côté. Le fait de procéder ainsi vous permet également de réduire le nombre d'idées de placement pour qu'il soit plus facile à gérer. Réitérons le fait qu'il n'est pas facile d'investir. Et réitérons aussi que le fait de rechercher des « parties faciles » ne signifie pas que vous réussirez à gagner toutes vos parties. Cependant, nous sommes d'avis qu'il existe des coins du marché qui continuent d'être moins efficaces à cause d'enjeux structurels ou comportementaux.

Pour toute question ou si vous avez des observations que vous voulez partager, n'hésitez pas à communiquer directement avec moi.

Felix Narhi

Le 3 juin 2019.

¹ Comme première mesure, selon le rapport annuel de 2018 du CFA Institute, on comptait 164 000 membres et 226 000 candidats inscrits à l'examen CFA de juin 2018. Il s'agit de deux chiffres record.

¹ En 2012, Jack Weinstein, juge fédéral de New York, a jugé que le poker était effectivement un jeu d'adresse. Il a basé sa décision sur l'étude de 415 millions de mains de poker Texas Hold'em sans limites jouées sur PokerStars.com au cours d'une année. L'étude a démontré qu'il existe une différence frappante entre les résultats obtenus par les dix meilleurs joueurs et les dix joueurs les moins bons.

Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter : <http://www.penderfund.com/funds-and-performance>



www.penderfund.com



@penderfund



Gestion de capital PenderFund

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Cette communication est destinée aux fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Il ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fourni qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations faites peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimées dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Juin 2019.