

Commentaire du chef des placements

« L'avenir n'est plus ce qu'il était. » – Yogi Berra

Dans cette édition du commentaire du chef des placements, nous abordons les thèmes suivants :

- Le ralentissement du mois de mars 2020 et le redressement en V subséquent;
- La dichotomie entre un marché boursier à la hausse et une économie chancelante;
- Les mesures prises (et non prises) par Pender en réponse à la dynamique du marché;
- Nos perspectives – les occasions qui auront le vent en poupe et qui correspondent au style de Pender.

Volteface soudaine

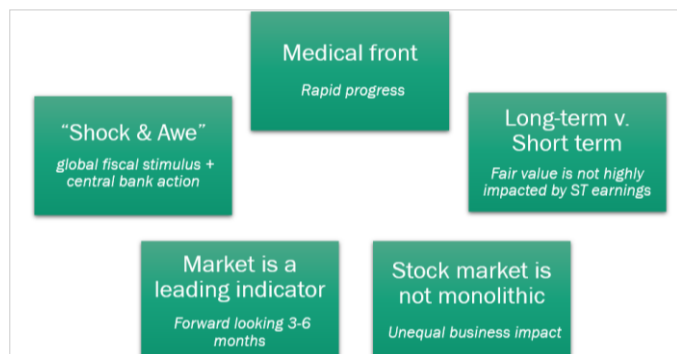
Au printemps dernier, l'indice S&P 500 essayait son revers le plus marqué de toute son histoire. Le fond du baril bien en vue, peu de personnes auraient pu prédire que nous étions sur le point de vivre un des redressements les plus fulgurants de tous les temps. *Nous, en fait, ne nous attendions certainement pas à ça.* Mais en y pensant bien, il s'agit là d'un schéma qui tend à se répéter, encore et encore, dans le monde du placement.

« *Ce que je trouve le plus intéressant dans l'investissement c'est sa nature paradoxale : combien souvent il arrive qu'une chose évidente, de toute apparence et de l'avis de tous, s'avère être toute autre dans les faits.* » – Howard Marks.

L'essor du marché a été à couper le souffle. L'indice S&P 500 a décroché un nouveau sommet vers la mi-août, révélant par la même occasion le marché baissier le plus court de son histoire et le meilleur modèle de redressement en V à ce jour. Cependant, rappelons-nous que les moyennes boursières sont trompeuses. Comme l'affirmait Dickens dans son roman classique *Le Conte de deux cités* : « C'était le meilleur et le pire des temps », et c'est essentiellement la situation puisqu'on recense un petit nombre de grands gagnants, mais un bien plus grand nombre de perdants. Le redressement du marché s'est réalisé de façon très inégale.

La plupart des économies mondiales souffrent encore des mesures de confinement et autres mises en place pour maîtriser la pandémie. La COVID-19 devrait entraîner la récession mondiale la plus grave depuis des décennies. Les scénarios¹ prévoient une contraction de 5,2 % de la croissance mondiale cette année. Ironiquement, la Chine, l'épicentre de la pandémie, est la seule économie mondiale de taille appelée à jouir d'une croissance cette année. Son marché boursier figure également parmi les plus performants à l'échelle mondiale. Peu de personnes auraient misé sur cette situation en janvier, lorsque les vidéos effarantes des hôpitaux débordés de Wuhan ont commencé à faire surface.

Pourquoi Wall Street est-elle en pleine santé alors que Main Street dépérit?



Les mouvements déconnectés des marchés boursiers par rapport à la « vraie économie » font l'objet de nombreux débats. Intuitivement, cette « déconnexion » n'a pas de sens. Il suffit de lire les manchettes pour comprendre que la situation ne tourne pas rond : taux de chômage élevés, faillites et toute une ribambelle de problèmes alarmants. Mais en fait, notre intuition nous induit souvent en erreur; on constate la présence de plusieurs raisons interreliées et sensées qui expliquent la vigueur des marchés boursiers malgré les enjeux préoccupants.

¹ <http://pubdocs.worldbank.org/en/267761588788282656/Global-Economic-Prospects-June-2020-Highlights-Chapter-1.pdf>

La Fed

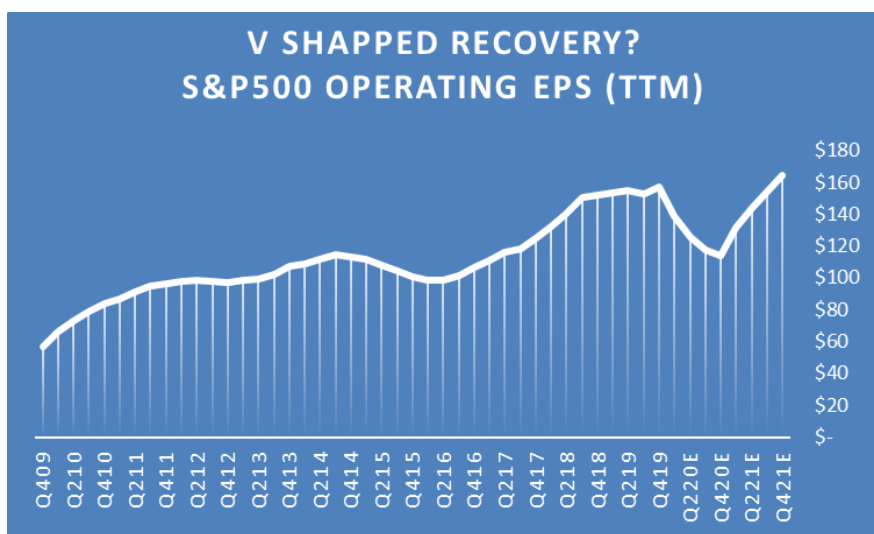
Lorsque Jerome Powell, président de la Fed, a affirmé « Nous ne serons pas à court d'argent », les vétérans ont bien décodé le message et compris qu'il s'agissait là d'une invitation à s'aligner sur ses politiques. La rapidité et l'ampleur sans précédent des mesures de stimulation financière mondiale et celles prises par la banque centrale ont permis de freiner l'élan à la baisse et de déboucler la rétroaction négative du marché. S'affichant comme acquéreur de dernier recours, la banque centrale a su redonner confiance au marché, ses mesures ayant entraîné des taux d'intérêt encore plus bas et incidemment, des valorisations d'entreprises typiquement plus élevées. Une quantité monumentale d'encre numérique a coulé à ce sujet et nous n'allons pas à nouveau les remettre sous les feux de la rampe. Bien que des répercussions non anticipées de deuxième et de troisième ordres nous attendent sûrement au tournant, les mesures de « choc et stupeur » prises par les autorités centrales nous permettent de gagner un peu de temps pour nous pencher sur le vrai problème : la mortalité et la morbidité de la COVID-19.

Progrès médicaux

Du côté médical, les progrès se sont révélés faramineux, ce qui est une bonne nouvelle. Un grand nombre des plus grands scientifiques et chercheurs collaborent sans relâche sur ce sujet singulier. Les avancées sur le plan des médicaments et des vaccins se réalisent à la vitesse éclair. Le comportement des consommateurs est appelé à changer rapidement si un vaccin efficace, offert en quantité massive, est mis au point. Cette issue entraînerait probablement une résurgence de l'activité économique. Cette pandémie, comme les autres avant elle, prendra éventuellement fin. La question reste à savoir pendant combien de temps celle-ci persistera et combien de dommages elle laissera dans son sillage d'ici là. Ce qui nous amène d'ailleurs à considérer le long terme par rapport au court terme.

Les données fondamentales

À court terme, les données fondamentales jouent rarement d'influence sur le rendement des actions. Les constructions narratives érigées par les facteurs psychologiques et structurels des investisseurs sont en fait beaucoup plus puissantes et déterminantes sur le plan du cours des actions à court terme. Mais les données fondamentales, elles, ont de l'importance à long terme. Plus vous conservez vos actions longtemps, plus celles-ci mettront au jour la réelle valeur économique sous-jacente à l'entreprise. De fait, les bénéfices à court terme ont un effet très mineur sur la valeur économique d'une entreprise. La dégringolade soudaine du marché boursier au printemps dernier n'aurait des retombées importantes qu'en cas de corrosion des bénéfices sur plusieurs années ou d'atteinte à la solvabilité des entreprises. À l'heure actuelle, le consensus prévoit une remise sur pied totale des bénéfices d'ici la fin de 2021². À ce point-ci, il semblerait que le pire soit derrière nous, du point de vue des bénéfices à tout le moins.



Le marché boursier est normalement un indicateur majeur qui jette un éclairage sur les trois à six mois à venir. Pendant les épisodes de panique et de détresse, les investisseurs oublient parfois que les actions peuvent monter même quand la « vraie » économie s'abîme. Au cours du dernier grand repli important, l'indice S&P 500 a touché son creux le 9 mars 2009, pour terminer à 677. À partir de là, le marché s'est mis en branle pour remonter la côte, commençant son plus long périple haussier de l'histoire, et ce, même si la vraie économie n'a pas touché le fond du baril avant juin 2009³.

Sources : Indices S&P Dow Jones

² <http://ca.spindices.com/documents/additional-material/sp-500-eps-est.xlsx>

³ [C'est seulement le 10 septembre 2019 que le National Bureau of Economic Research \(NBER\) annonçait officiellement la fin de la récession en date de juin 2009](#). Pendant cet intervalle, soit avant que ne soit annoncée la fin de la récession, l'indice

Moment opportun et ampleur

La détermination du moment opportun est évidemment un aspect important. Toutefois, l'ampleur du changement ne donne pas sa place non plus, et on entend par là le moment où la relation entre la vraie économie et le marché boursier n'est pas aussi étroite que bon nombre le pensent. Pendant la crise financière de 2008, les marchés boursiers autour de la planète se sont écrasés d'environ 30 à 60 %, mais il va de soi que la vraie économie n'a pas connu une chute de la même envergure. S'ensuivit un marché boursier dans lequel l'indice S&P 500 a multiplié ses gains par cinq pour atteindre son sommet au début de 2020, ce qui encore une fois n'illustre pas le vrai parcours de la croissance du PIB.

Les géants du numérique par rapport au reste du monde

Les sociétés cotées en bourse ne représentent qu'une partie de la vraie économie dont la portée est beaucoup plus grande que les simples aléas des entreprises négociées sur les bourses.

On recense des centaines et milliers de petites entreprises non cotées en bourse qui ont dû fermer leurs portes ou qui souffrent gravement des retombées de cette situation. De l'autre côté de la médaille, on retrouve Amazon.com, déjà l'un des plus grands détaillants en ligne, qui est devenu encore plus « nécessaire » pendant le confinement. L'entreprise dans les nuages d'Amazon a également bénéficié de la migration accélérée en ligne. Les sociétés privées hors ligne autour du monde ont éprouvé des difficultés en raison des mesures de confinement à l'échelle mondiale, et Amazon était là pour ramasser les pots cassés.

D'une certaine façon, une portion plus grande des profits, lesquels appartenaient auparavant à de petites entreprises *partout au monde*, se retrouve maintenant dans les poches d'Amazon.com, une entreprise cotée en bourse américaine. Dans la marge, les investisseurs publics détenant des titres d'Amazon ont tiré parti de cette situation, tandis que les investisseurs privés dans la vraie économie ont perdu du terrain. Par conséquent, la vraie économie pourrait souffrir à court terme, mais parce que les Amazon, Microsoft et Apple du monde jouissent d'une hausse de la demande et représentent déjà une grande portion de l'indice S&P 500, les marchés dans l'ensemble pourraient être étonnamment vigoureux, et même réaliser des gains. Cette dynamique est d'ailleurs d'autant plus visible dans le NASDAQ, indice plus concentré et axé sur les technologies.

Le marché est un assemblage d'entreprises exploitant dans différents marchés, assorties de cycles distincts et de perspectives économiques particulières à chacune. Même en présence de secteurs d'activité fortement minés, cet effet néfaste ne se fait pas nécessairement ressentir en raison de la structure des indices boursiers. Certains des secteurs d'activité les plus durement touchés et hautement visibles, comme les magasins, les transporteurs aériens et les services de matériel de pétrole et gaz, ne représentent qu'une partie infime de l'indice S&P 500. Leurs malheurs économiques ne font pas concurrence aux sociétés bénéficiaires des géants technologiques qui ont le vent en poupe.

N'essayez pas de faire quelque chose lorsqu'il suffit de ne rien faire.

Nous vivons une période de changement en accéléré et devons nourrir des pensées plus malléables. Certaines tendances sont temporaires, tandis que d'autres sont de nature plus structurelle. Un plus grand nombre d'entreprises voient leurs activités perturbées par les changements technologiques, les consommateurs y adaptant leurs comportements à la vitesse de l'éclair. Qui plus est, cette vague déferle maintenant encore plus vite en raison de la COVID-19.

Au printemps dernier, l'incertitude régnait en reine et les évaluations erronées se multipliaient. Nous détenions un grand nombre de titres qui, selon nous, allaient bien se tirer d'affaire dans un monde d'après pandémie, même si les investisseurs s'affichaient pessimistes envers leurs perspectives à court terme. Comme [discuté](#) au printemps dernier, nous avons trié nos placements dans les trois catégories suivantes : « Le Bon, la Brute et le Truand ». Les actions Zillow (NASDAQ:Z,ZG) et PAR Tech (NYSE:PAR) avaient en effet des allures plutôt « truandes » (d'un point de vue esthétique) au printemps. Les deux étaient perçues comme étant hautement risquées;

S&P 500 avait grimpé à 1165, ce qui représente une hausse fulgurante de 72 % depuis son creux et un rebond de 27 % depuis la fin de la récession comme telle. Ainsi, si les investisseurs attendent d'obtenir une meilleure visibilité, cela finit par leur coûter cher. En d'autres mots, au moment où le NBER pouvait finalement fredonner le refrain, la chanson avait pris fin.

toutefois, nous avons avancé qu'elles étaient bien placées pour tirer profit d'une accélération du numérique. Le marché semble maintenant d'accord avec cette évaluation; les deux actions ont triplé leurs bonds depuis leur creux pour toucher des sommets encore jamais atteints par elles. JD.com (NASDAQ:JD), le plus grand détaillant électronique de la Chine et, à l'évidence, grand gagnant en situation de pandémie, a également décroché de nouveaux sommets au début de septembre. Ces positions n'étaient pas le fruit de négociations à court terme; notre objectif est de « ne rien faire » et de conserver des positions centrales dans ces trois entreprises.

Ne vous contentez pas de rester assis, faites quelque chose.

Dans le cadre de notre commentaire antérieur, nous avons présenté quelques activités de vente, lesquelles nous ont permis de libérer des liquidités pour miser sur un tout nouvel ensemble d'occasions. En effet, nous avons été en mesure de mettre la main sur certaines aubaines prometteuses qui n'auraient pas été offertes de la sorte avant la pandémie. À souligner que nous estimons que ces occasions soient appelées à tirer profit de l'accélération du numérique à long terme, c'est le cas notamment de Square (NASDAQ:SQ), Dye & Durham (TSX:DND), Stitch Fix (NASDAQ:SFIX), Twitter (NASDAQ:TWTR) et Interactive Brokers (NASDAQ:IBKR). Bon nombre de ces nouveaux avoirs se comportent exceptionnellement bien dans nos portefeuilles.

Et à l'avenir...

Après un début solide pour l'année 2020, la chute libre de mars avait de quoi donner mal au cœur. Depuis lors, nous nous sommes quelque peu réjouis des avancées beaucoup plus prononcées que celles envisagées. Dans bien des cas, les mêmes noms qui remportent les gains les plus marqués ces derniers temps, pour décrocher des sommets historiques aujourd'hui, ont essuyé les pires revers. Il est en fait remarquable de constater à quelle vitesse les marchés peuvent pivoter et les investisseurs changer d'opinion au sujet d'entreprises. Une bonne dose de l'humilité injectée dans le marché en mars 2020 s'est déjà partiellement volatilisée cet été. Le cycle est sans fin. *Plus ça change, plus c'est la même chose.*

Nous avons hâte de constater la concrétisation de certains éléments catalyseurs, lesquels pourraient donner un regain d'élan au tout. Parmi les nombreux sinistrés en début de pandémie, notons les activités de fusion et acquisition, lesquelles ont été prises dans l'engrenage jusqu'à immobilisation presque complète. Il s'agit là d'un bâton important dans les roues de Pender, car une partie de notre stratégie repose sur le roulement normal des activités de fusion et acquisition (consultez nos antécédents en matière de sélection de petites entreprises figurant sur les listes [d'entreprises cibles](#)). Mais le bâton semble être sur le point de se rompre. À bâtons rompus, en fait. Il semblerait que « l'esprit animal » complotte un retour en force dans les marchés : les acquéreurs potentiels sont à nouveau en mesure d'effectuer leur diligence raisonnable et l'enthousiasme pour certaines ententes reprend du poil de la bête. Dans l'ensemble, nous estimons que notre portefeuille de petites et microentreprises renferme de bonnes cibles « bien dodues », car leurs évaluations demeurent relativement attrayantes, particulièrement lorsqu'on les compare aux grandes sociétés qui ont déjà orchestré leur remontée. Selon nous, les preneurs fermes et les cadres, assoiffés de nouvelles proies, essaient de rattraper le temps perdu. Ce branle-bas de combat du côté des activités d'achat pourrait nous mettre le vent dans les voiles au cours des prochains trimestres.

L'injection de liquidités par les banques centrales a redonné de la vigueur au flot haussier des grandes entreprises, et maintenant les petites entreprises semblent se laisser emporter par cette même crue. Quelques-uns de nos mandats d'actions se sont rétablis aux quartiles supérieurs dans leur catégorie respective, particulièrement parmi nos mandats à petite capitalisation. Il est très rare que tous nos fonds jouissent de hausses en même temps et le présent ne fait pas exception à cette règle. Nous sommes déçus du rendement de certains de nos fonds, mais nous avons ajusté le tir, comme indiqué, et sommes encouragés par les premiers signes de progrès.

Très peu de stratégies en placement ont réussi à garder la cadence établie par les rendements brûlants remportés par une petite poignée de mégaentreprises ces derniers temps. Les cinq plus grandes sociétés de l'indice S&P 500 valent maintenant plus que l'ensemble de l'indice S&P 500 lors du dernier marché baissier de mars 2009! La capitalisation boursière collective des cinq géantes⁴ s'élève à +7 billions \$. Celles-ci sont *sans aucun doute* de grandes compagnies, peu importe la mesure utilisée. Il s'agit d'une remontée absolument remarquable, toutefois,

⁴ Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Facebook.

du point de vue du placement, dégager un rendement de 10 % disons, sur une valeur boursière de 7 billions \$ équivaut à... bien... un très grand chiffre. Toutefois, les grandes sociétés ne sont pas toujours de bons placements. Le ciel a en fait des limites. Comme solution de rechange, nous trouvons fascinant d'étudier ces grandes compagnies, puis d'appliquer nos connaissances acquises au sein de notre univers d'entreprises « plus petites que les mégaentreprises » à des sociétés qui sont en train de réimaginer leur plateforme (comme nous l'avons souligné plus haut dans cet article). Nous estimons que la présence de quelques grandes sociétés qui en sont encore aux premières phases de leur périple haussier augmente leur potentiel de composition, lequel fera d'elles de bons placements également.

Nous ne pouvons pas exercer un contrôle sur les cours boursiers. Nous pouvons toutefois avoir une mainmise sur notre processus de placement. Par ailleurs, nous pouvons, et devons, nous adapter aux nouvelles méthodes et nouvelles perspectives qui représentent plus justement notre monde.

« Il faut jouer avec les cartes qui nous sont données. Nous devons composer avec le monde tel qu'il est, et non tel que nous aimerions ou souhaiterions qu'il soit. Les personnes doivent garder à l'esprit qu'il vaut mieux cesser de se perdre en jérémiades sur le monde pour plutôt trouver une façon de s'épanouir et de prospérer dans ce monde. » – Michael Mauboussin

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

Felix Narhi

Le 22 septembre 2020



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

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. Septembre 2020.