



Le PERSPECTIVE *de* BURGUNDY

PAS D'ACCORD!

Dans un monde qui nous incite à nous ranger du côté du consensus, il peut s'avérer difficile sur le plan social et spirituel de sortir des sentiers battus. Dans cette *Perspective de Burgundy*, le gestionnaire de portefeuille David Vanderwood explique de quelle manière il est possible de naviguer à contre-courant en traitant des avantages et des difficultés que présente une approche de placement qui va à l'encontre du statu quo.

POINTS CLÉS :

- Si vous souhaitez obtenir du succès en adoptant une approche à contre-courant, vous devez être prêt à faire fausse route à court terme.
 - Il est impératif d'avoir un caractère antagoniste pour résister à la pression sociale inhérente.
 - L'approche à contre-courant rapporte, mais elle n'est pas facile.
 - On ne peut changer la nature humaine.
-

L'un de nos stagiaires en placement m'a récemment demandé comment être un investisseur à contre-courant. Je ne savais pas trop quoi lui répondre et il était

manifestement déçu en quittant mon bureau. Dans cette Perspective de Burgundy, je vais tenter de corriger le tir. D'abord, en explorant les avantages et les difficultés qu'il y a à investir à contre-courant. Ensuite, en mettant le doigt sur les traits de caractère qui aident à l'être. Enfin, en voyant comment et quand repérer de bons placements qui défient le statu quo.

PARCE QUE C'EST PAYANT

Un investisseur à contre-courant ira délibérément à l'encontre de la tendance du marché en achetant lorsque les autres vendent et en vendant lorsque les autres achètent. Pourquoi donc ? Parce que c'est payant.

À la hausse aussi bien qu'à la baisse, les cours des actions tendent à dépasser les bornes, ce qui crée des occasions de placement. Un bon investisseur à contre-courant peut acheter des actions intéressantes lorsqu'elles se négocient bien en deçà de leur valeur intrinsèque, ce qui lui permettra de dégager des rendements excédentaires.

Pourquoi les investisseurs ne sont-ils pas plus nombreux à adopter cette approche, si elle est payante ? Parce que c'est difficile. Les humains ont évolué en groupes et recherchent ce qu'on appelle le consensus social. Autrement dit, ils ont besoin de rentrer dans le moule pour être aimés et se faire accepter du groupe. Il peut être difficile de sortir volontairement du lot; cela va à l'encontre du tempérament humain et le chemin peut être solitaire. Maintenant que nous comprenons les raisons, voyons comment devenir un bon investisseur à contre-courant.

« Pour être un bon investisseur à contre-courant, vous devez être prêt à faire fausse route à court terme. »

UNE MISE À L'ÉPREUVE

Pour être un bon investisseur à contre-courant, vous devez être prêt à faire fausse route à court terme. La réaction collective qu'attire un tel investisseur est : « Vous avez tort. Vous avez

tort. Vous avez tort. ». Puis, finalement, « Vous avez raison ». Il faut du courage pour résister à la pression pendant des jours, des semaines, des mois, voire des années avant que votre thèse de placement s'avère exacte, au mépris de ce que pensent les autres. Cela prend de la détermination. Ainsi, le succès, en matière de placement, n'est pas un signe d'intelligence, mais de détermination.

Et cette détermination sera mise à l'épreuve. Les investisseurs à contre-courant qui se trompent (voire ceux qui ont raison en définitive, mais trop tôt) peuvent en subir de lourdes conséquences. En adoptant une telle approche en début d'une carrière, vous risquez de compromettre vos perspectives professionnelles. Le congédiement vous pend au nez pendant la phase initiale durant laquelle il semble que « vous avez tort », même si votre thèse finit par se concrétiser. La plupart des gens choisissent donc de jouer la carte de la sécurité. Jeremy Grantham, cofondateur de la société de placement GMO LLC, a écrit un jour qu'« à vrai dire, dans le domaine des placements, le comportement des professionnels est dicté par le risque que cela présente pour leur carrière » [traduction libre].

En soutenant des idées qui vont à contre-courant, les sociétés de placement prennent aussi de tels risques. Lorsque l'inévitable se produit et que les placements à contre-courant d'une société mettent plus de temps que prévu à dégager le rendement escompté, il arrive souvent que les clients congédient le gestionnaire de placement. C'est pourquoi la plupart des sociétés de placement sont des entreprises – des organismes de marketing axés sur la collecte d'actifs et d'honoraires – plutôt que des *professionnels* donnant la priorité aux placements judicieux. Elles ont appris que la médiocrité est payante. Mais elle ne l'est que pour les propriétaires de la société, jamais pour les clients.

Pour gérer une société de placement en tant que professionnel, en cherchant à maximiser les rendements réels des clients, il faut prendre des risques au niveau de sa carrière et de sa firme dans son ensemble. C'est le prix à payer pour obtenir les rendements excédentaires qui découlent d'une approche à contre-courant efficace. Rien n'est gratuit. L'idéal est de travailler patiemment avec des professionnels indépendants dans le cadre d'un partenariat de placement durable pour laisser aux positions à contre-courant le temps de se développer et d'ajouter de la valeur réelle.

Les sociétés de placement œuvrant comme des professionnels ont tout intérêt à avoir des clients qui partagent les mêmes valeurs et qui sont prêts à cheminer à contre-courant aux côtés du gestionnaire de placement. Les clients favorables à une approche de placement patiente et à long terme qui sort du lot acceptent que les thèses à contre-courant ne se réalisent pas du jour au lendemain. Morgan Housel a décrit le soutien émotionnel et temporel que les gestionnaires peuvent recevoir des clients dans *The Psychology of Money* : « L'écart entre ce qui est techniquement et émotionnellement endurable est une version de la marge de sécurité qu'on a tendance à négligerⁱⁱ. » [traduction libre]

UN CARACTÈRE ANTAGONISTE

Pour investir à contre-courant, il est utile d'avoir un certain type de caractère. Selon la théorie des « Big Five », modèle descriptif de la personnalité le plus couramment utilisé, le profil de chacun d'entre nous peut être défini sur la base d'un continuum de cinq grands traits de caractère : l'ouverture, la conscienciosité, l'extraversion, l'agréabilité et le neuroticisme. La plupart des psychologues estiment que notre profil demeure stable au fil du temps. S'il est assurément utile qu'un investisseur soit introverti (et qu'il aime étudier les affaires et lire ce qui s'est passé), ouvert (et donc curieux), neurotique (pour s'assurer constamment de ne pas avoir omis tel ou tel élément de l'analyse) et consciencieux (pour être bien organisé et conscient de la situation), il est impératif d'avoir un caractère antagoniste pour résister à la pression sociale.

Les personnes antagonistes aiment remettre en question les idées reçues. Il leur est plus facile de se moquer de l'opinion générale. Ces deux caractéristiques sont nécessaires pour être un bon investisseur à contre-courant. Elles permettent d'accepter plus facilement de se faire dire constamment qu'on se trompe en attendant que la thèse de placement porte ses fruits. Vu l'ampleur de la pression, il peut être indispensable pour un investisseur à contre-courant d'avoir un caractère antagoniste.

LE CHOIX DU MOMENT EST CRUCIAL

Il est essentiel de déterminer le bon moment pour investir à contre-courant. Comme je l'ai appris à mes dépens au tout

début de ma carrière à contre-courant, le consensus est généralement établi à juste titre. De sorte que l'adoption d'une approche à contre-courant par pur principe coûte cher. Il faut beaucoup de conviction pour conclure que tout le monde a tort à propos d'un placement. Mais c'est parfois le cas. C'est là que l'approche à contre-courant est payante.

« Il faut beaucoup de conviction pour conclure que tout le monde a tort à propos d'un placement. Mais c'est parfois le cas. C'est là que l'approche à contre-courant est payante. »

Pour réussir, il faut savoir repérer les rares occasions dans lesquelles le consensus se trompe. Ce qui exige une bonne compréhension du contexte historique et des facteurs économiques à long terme, ainsi que la capacité de reconnaître les contradictions inhérentes au point de vue consensuel. Ensuite, il faut habituellement s'armer de patience. C'est lorsque les contradictions finissent par se dissiper que la thèse de placement à contre-courant porte ses fruits.

Il est impossible d'en prévoir le moment précis, ce qui rend la tâche particulièrement ardue. Même si la situation sur laquelle repose l'opinion générale regorge de contradictions, elle dure souvent beaucoup plus longtemps que ce qui semble possible. Heureusement, quand le changement finit par se produire, il est souvent rapide et radical.

ÉTUDES DE CAS DE PLACEMENTS À CONTRE-COURANT

Jetons un coup d'œil aux avantages potentiels d'une approche de placement à contre-courant en prenant l'exemple d'une société retenue dans les portefeuilles d'actions canadiennes de Burgundy.

Nous avons effectué deux placements à contre-courant fructueux dans l'épicerie Les Compagnies Loblaw Ltée. En

« Pour que le portefeuille soit bien structuré, il faut aussi qu'il soit adéquatement diversifié par «type» d'idée. L'objectif est de ne pas placer trop d'œufs dans le même panier. »

2009, Loblaw est devenue le titre le plus important de notre portefeuille d'actions canadiennes. La société entreprenait alors une vaste opération d'intégration de ses systèmes. Après de nombreuses années d'acquisitions, l'épicier se retrouvait en effet avec un ensemble disparate de systèmes de marchandisage, d'entrepôt et de gestion du transport. L'intégration n'était pas simple. Le projet qui devait prendre deux ans s'est transformé en un fiasco qui a duré cinq ans, laissant des rayons vides et des clients mécontents. Ayant effectué des recherches et conclu que le problème serait résolu, nous avons investi dans la société. Comme c'est souvent le cas, nous avons agi tôt et nous nous sommes fait dire que nous avions tort pendant plusieurs années avant de pouvoir crier victoire. En fin de compte, notre thèse s'est avérée et le cours de l'action de Loblaw a doublé en cinq ans. Bien qu'il puisse être difficile d'encaisser un «échec» pendant trois ans, nous avons confiance dans nos recherches et nous avons profité de la faiblesse du cours de l'action pour refaire nos calculs et acheter plus de titres. L'approche à contre-courant s'est révélée fructueuse.

Quand nous avons racheté des actions de Loblaw en 2018, la situation était différente. Cette année-là, Amazon a annoncé l'acquisition de Whole Foods, ce qui a fait chuter de 15 % le cours de l'action de Loblaw. Les investisseurs s'inquiétaient en effet des répercussions de l'offensive du chef de file technologique dans le secteur canadien de l'alimentation. Nous y avons vu une occasion d'investir à contre-courant. Comme Whole Foods n'avait alors que 12 magasins au Canada, alors que Loblaw en avait plus d'un millier, la menace concurrentielle nous semblait tout à fait gérable. Cela nous a fait penser à l'arrivée de Costco sur le marché canadien en 1993 et à celle de Wal-Mart en 1994. À l'issue de quelques intrigues au milieu des années 1990, le secteur canadien de l'épicerie restait un oligopole rentable dominé par les trois grandes chaînes : Loblaw, Metro et Empire (Sobeys). Nous jugions que l'acquisition de Whole Foods par Amazon ne démolirait

pas cette structure rentable. Nous avons raison. Le cours de l'action de Loblaw a doublé en moins de quatre ans et notre placement à contre-courant a encore porté ses fruits.

CONSTITUTION DE PORTEFEUILLES

Les études de cas susmentionnées ont beau illustrer deux réussites, comme nous l'avons indiqué, le succès n'est pas systématique; du moins pas immédiatement. Quand les résultats semblent donner raison à ceux qui pensent que vous avez tort, plusieurs années de suite, votre carrière ou votre firme peut s'écrouler bien avant que le placement porte ses fruits. Pour en atténuer le risque, il est préférable de bien structurer les portefeuilles.

La taille des positions étant cruciale, un bon investisseur à contre-courant doit prêter une attention bien particulière à la constitution du portefeuille. Lors du placement initial, il faut veiller à garder de la marge pour acheter plus de titres si, comme cela se produit souvent, le cours de l'action fait du surplace pendant longtemps, voire diminue, en supposant que les contradictions sur lesquelles repose la thèse de placement se dissipent plus lentement que prévu. Comme l'a dit Bill Miller, un investisseur célèbre, il faut faire baisser le prix moyen, car à long terme, «c'est le coût moyen le plus bas qui l'emporte».

Pour que le portefeuille soit bien structuré, il faut aussi qu'il soit adéquatement diversifié par «type» d'idée. L'objectif est de ne pas placer trop d'œufs dans le même panier. Une leçon que j'ai aussi apprise à mes dépens. Quand le portefeuille est bien diversifié, les idées auparavant à contre-courant qui se concrétisent sur le marché sont suffisamment nombreuses pour faire contrepoids à celles qui restent bloquées dans l'antichambre du «vous avez tort», ce qui permet de dégager un rendement global solide.

LE HÉRISSEON ET LE RENARD

Si le marché a généralement raison, comment faire pour mieux repérer les rares placements à contre-courant intéressants ? En se glissant dans la peau d'un hérisson et d'un renard.

Dans son essai populaire intitulé « Le Hérisson et le renard », le philosophe et historien Isaiah Berlin répartit les penseurs dans deux catégories. Selon lui, Platon et Nietzsche étaient des hérissons – des personnes qui voient le monde à travers le prisme d'une idée bien définie – ; tandis qu'Aristote et Shakespeare étaient des renards – qui tirent parti d'une grande variété de points de vue.

Les investisseurs axés sur la valeur sont des hérissons

Les investisseurs axés sur la valeur trouvent rassurant de se considérer comme des hérissons en observant le monde des placements sous le seul angle de la « valeur intrinsèque » – leur estimation de la valeur d'une société. C'est un bon point de départ, mais cela ne suffit pas. La polarisation sur la valeur intrinsèque a peut-être fonctionné pour les hérissons disciplinés dans le passé, mais les choses ont changé.

Le changement s'accélère, tant dans notre vie quotidienne que dans le monde des affaires. La mondialisation et la numérisation du commerce ont intensifié les perturbations et la concurrence, activant ainsi la rotation des entreprises au sein du peloton de tête. Selon le cabinet d'experts-conseils en gestion McKinsey, l'âge médian des 10 plus grandes sociétés de l'indice S&P 500 est passé de 85 ans en 2000 à seulement 30 ans aujourd'hui. Pour l'ensemble de l'indice, l'âge moyen des sociétés est maintenant inférieur à 20 ans. La valeur intrinsèque de bon nombre de sociétés s'est effritée sous l'effet de l'accélération des changements et des perturbations. Il suffit de quelques « pièges liés à la valeur » dans un portefeuille – d'entreprises bon marché dont la valeur diminue après l'achat des titres – pour détruire le capital du portefeuille. Ce qui explique en partie pourquoi les stratégies de placement purement axées sur la « valeur » procurent des résultats décevants depuis 2007 et pourquoi il ne suffit pas d'être un bon hérisson misant sur la valeur.

Il faut aussi être un renard

Il ne suffit pas d'être un hérisson axé sur la valeur et de s'intéresser uniquement à la « valeur intrinsèque ». Un bon investisseur à contre-courant doit aussi être un renard. John Lewis Gaddis, professeur d'histoire militaire et navale à l'Université Yale et auteur de *De la grande stratégie*ⁱⁱⁱ, dont la version originale anglaise a été publiée en 2018, utilise la métaphore du hérisson et du renard pour déchiffrer la stratégie militaire optimale. M. Gaddis a beau ne pas être indifférent aux qualités des hérissons militaires, il soutient de façon convaincante que les meilleurs stratèges sont des renards. Un renard est, à ses yeux, une personne qui demeure « consciente de la situation », c'est-à-dire qui anticipe le changement.

Dans le domaine des placements, un renard qui reste au fait de la situation s'interroge sur ce qui change et pourrait influencer sur la valeur intrinsèque d'une société donnée, sur ce qui pourrait changer à l'avenir et sur les « inconnues *inconnues* ».

Ce faisant, le renard tend aussi l'oreille aux échos. Les bons investisseurs à contre-courant doivent notamment tenir compte de l'évolution des cours boursiers. Lorsque le cours d'une action fléchit, il est essentiel de déterminer s'il s'agit simplement d'une réaction collective fondée sur un consensus erroné – et, par conséquent, d'une occasion à saisir – ou si la valeur intrinsèque a baissé, car la situation économique de l'entreprise s'est dégradée ou va se dégrader. Ce qui nécessite de sérieuses recherches indépendantes et de la réflexion. Pour distinguer un piège lié à la valeur d'un placement à contre-courant qui pourrait être fructueux, il faut impérativement savoir faire la différence.

Où se situe Burgundy ?

Où s'intègre l'approche à contre-courant dans la démarche de placement de Burgundy ? Lors du Forum Burgundy 2022, les cofondateurs Tony Arrell et Richard Rooney ont indiqué que l'approche à contre-courant avait toujours fait partie intégrante de la démarche de Burgundy et qu'elle visait habituellement à assurer une certaine protection contre les intempéries. Pour ce faire, nous nous permettons d'être des renards capables de discerner la qualité, aussi bien que des hérissons nettement orientés vers la valeur intrinsèque. C'est

cette confluence qui caractérise l'approche axée sur la qualité et la valeur de Burgundy. Burgundy emprunte souvent une trajectoire à contre-courant subtile. Nous restons à l'écart des actions en vogue considérées comme des placements « sûrs » selon l'opinion générale. Il y a un an, ce groupe comprenait des actions technologiques et spéculatives très prisées. Aujourd'hui, nous évitons de nombreuses entreprises de produits de base. L'approche à contre-courant facilite la préservation du capital, le portefeuille étant à l'abri des pertes qui peuvent survenir lorsqu'éclatent les bulles boursières ou sectorielles ou que l'excès de confiance se dissipe.

« ... l'approche à contre-courant [a] toujours fait partie intégrante de la démarche de Burgundy et [elle vise] habituellement à assurer une certaine protection contre les intempéries. »

CONCLUSION

L'approche à contre-courant rapporte, mais elle n'est pas facile. Chez Burgundy, nous prenons des mesures pour garantir son efficacité. Nous agissons comme des professionnels et recherchons des clients disposés à suivre notre parcours à contre-courant. Nous prenons des mesures pour optimiser la constitution de notre portefeuille, en veillant à ce que la taille initiale des positions nous permette de réduire le coût moyen et à ce que la diversification soit adéquate.

Pour repérer de bons placements à contre-courant, nous recherchons les contradictions inhérentes à l'opinion consensuelle et considérons que l'efficacité passe par le développement de la capacité d'allier le discernement du renard en matière de qualité au sens de l'orientation du hérisson.

Le changement s'accélère peut-être, mais la nature humaine, elle, ne change pas. Comme le disait le philosophe français Voltaire du 18^e siècle, « L'histoire ne se répète jamais. L'homme, toujours ». Comme nous serons toujours témoins de vagues de peur et de cupidité déclenchant des réactions excessives sur le marché, il y aura constamment des occasions de placement à contre-courant. Dans les rares cas où l'on met le doigt sur une telle occasion, le fait d'avoir un caractère antagoniste peut être une condition préalable nécessaire pour faire fi des critiques en attendant que la thèse s'avère. Les placements, surtout ceux à contre-courant, sont une mise à l'épreuve. Il faut assurément de la détermination.

La prochaine fois qu'un stagiaire me demandera comment être un bon investisseur à contre-courant, j'aurai une meilleure réponse à lui donner. ■

*Le présent numéro de **La PERSPECTIVE de BURGUNDY** a été rédigé par David Vanderwood, CFA*

Date de publication : 28 juillet 2022

RÉFÉRENCE

- i. Grantham, Jeremy, April 18, 2012, My Sister's Pension Assets and Agency Problems, GMO.com
- ii. Housel, Morgan, 2020, The Psychology of Money, Petersfield, Harriman House
- iii. Gaddis, John Lewis, 2018, On Grand Strategy, New York, Penguin Press

MISE EN GARDE

Ce numéro de *La Perspective de Burgundy* est présenté à titre illustratif et aux fins de discussion seulement. Il ne constitue pas des conseils de placement ni ne tient compte des objectifs, des contraintes et des besoins financiers qui vous sont propres. Ce numéro de *La Perspective de Burgundy* ne vise aucunement à vous inciter à synchroniser le marché d'une façon ou d'une autre ni à prendre des décisions de placement fondées sur son contenu. Certains titres peuvent être utilisés comme exemples pour illustrer la philosophie de placement de Burgundy. Les portefeuilles Burgundy peuvent détenir ou non ces titres pendant toute la période indiquée dans les exemples. Les investisseurs doivent noter que leurs placements ne sont pas garantis, que leurs valeurs fluctuent fréquemment et que les rendements passés peuvent ne pas se reproduire. Ce numéro de *La Perspective de Burgundy* ne constitue pas une offre de placement selon l'une ou l'autre des stratégies d'investissement présentées par Burgundy. Les renseignements contenus dans ce numéro représentent l'opinion de Gestion d'actifs Burgundy Ltée ou de ses employés à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Veuillez consulter la section Mention juridique du site Web de Burgundy pour obtenir de plus amples renseignements.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY

TORONTO

La tour Bay Wellington, Place Brookfield
181, rue Bay, bureau 4510
case postale 778, Toronto, ON M5J 2T3

Téléphone : (416) 869-3222
Télécopieur : (416) 869-1700
Sans frais : 1 (888) 480-1790

VANCOUVER

999, rue Hastings ouest,
bureau 1810 case postale 33,
Vancouver, BC V6C 2W2

Téléphone : (604) 638-0897
Sans frais : 1 (833) 646-6807

MONTRÉAL

1501, avenue McGill College,
bureau 2090 Montréal, QC H3A 3M8

Téléphone : (514) 844-8091
Télécopieur : (514) 844-7797
Sans frais : 1 (877) 844-8091

NOUS JOINDRE

info@burgundyasset.com
gestionburgundy.com