La Perspective de Burgundy

FÉVRIER 2013

« Le stoïcisme et l'art d'intervenir dans les portefeuilles »

Warren Buffett ainsi que d'autres célèbres investisseurs axés sur la qualité et la valeur nous ont donné un bon système de composition du capital. Pourtant, bien peu adoptent cette formule. Dans cette livraison de *La Perspective de Burgundy*, nous allons examiner certaines des raisons qui font que ces grands investisseurs ont si peu d'adeptes. Pour ceux qui le désirent, nous allons suggérer des principes d'investissements dont il faut convenir avant d'adopter une telle approche. Enfin, nous allons utiliser ces principes pour mettre au point un protocole d'intervention qui nous aidera à mettre le système en application au jour le jour.

L'investissement axé sur la valeur fonctionne — alors, pourquoi tant de sceptiques ?

La formule de Buffett est simple. Identifiez quelques entreprises jouissant d'avantages concurrentiels durables ainsi qu'une excellente équipe de direction. Patientez jusqu'à ce que leurs actions soient dévaluées par le marché et alors achetez-les — et ne les revendez presque jamais. Cette façon d'investir fonctionne à merveille et elle est vraiment très simple ; pourquoi plus d'investisseurs ne l'adoptent-ils pas ?

Pour deux raisons :

1. Certains ne croient pas que cette méthode soit la meilleure façon d'investir.
2. Les investisseurs s'en laissent écarter lors de la mise en œuvre.

Examinons ces explications tour à tour.

Il y a tout d'abord les investisseurs qui ne croient pas que l'approche axée sur la qualité et la valeur de Buffett soit optimale. Certains pensent que ce n'est pas suffisamment compliqué. Comment une formule aussi simple peut-elle adéquatement s'appliquer à un domaine aussi complexe que l'investissement ? Lorsqu'on est malade, ne choisissons-nous pas des médicaments chers, avec leurs effets secondaires, plutôt que de bien manger, se reposer et laisser le corps se guérir par lui-même ? Ce serait trop simple.

Il en va de même en matière d'investissements. On préfère plonger dans des titres et dans le marché puis en ressortir, investir dans des instruments complexes et dans des placements alternatifs à frais transactionnels élevés, parce que nous sommes convaincus que le succès en matière d'investissements requiert des solutions hautement

sophistiquées. Les humains ont peine à résister à la sophistication.

Ensuite, certains de ceux qui ne sont pas d'accord avec la formule de Buffett pensent pouvoir faire beaucoup mieux. C'est un trait naturel des humains d'être présomptueux ; 90 pour cent d'entre nous ne croient-ils pas être suppérieurs à la moyenne des conducteurs ?[1] Le fait qu'aucun d'entre nous ne soit aussi riche que Buffett ne semble pas compter.

Peut-être devrions-nous tenir compte de cela. Il est difficile de changer d'idée, même au vu de l'évidence. Les humains ont tendance à conserver leurs opinions et à écarter tout ce qui ne concorde pas avec leurs préjugés. On tend plutôt à chercher la confirmation de nos idées dans des données, même fallacieuses. « On voit ce que l'on croit »[2] , mais sachez toutefois qu'il est bien évident que le système de Buffett fonctionne.

Les résultats atteints par Buffett sont un premier élément confortant. Parti de rien, il a amassé une fortune de 50 milliards de dollars au cours de sa carrière d'investisseur. Au fil des ans, il ne s'est pas abstenu non plus de dévoiler comment il a atteint ses objectifs — en détenant des actions de sociétés de qualité.

La confirmation de l'efficacité des investissements axés sur la qualité se retrouve également dans des études récemment publiées. Une étude publiée dans le *Financial Analyst Journal* en 2011 concluait qu'au cours des 41 dernières années, les actions présentant le moins de risques (c.-à-d. de haute qualité) ont fortement surpassé les titres plus risqués[3]. En juin 2012, un livre blanc de la firme d'investissement bostonaise GMO intitulé *Profits for the Long Run : Affirming the Case for Quality*[4] arrivait à la même conclusion.

Même si des formules performantes comme celle de Buffett ont fait leurs preuves au fil du temps et reçoivent l'accolade du monde universitaire, plusieurs s'attachent encore à leurs anciennes croyances, et s'attendent d'être l'exception qui prouve la règle. La plupart attendent encore.

Une dernière raison qui explique que certains se refusent d'utiliser la formule de Buffett est qu'ils se sentent incapables de ne pas intervenir, car les humains ont une intense propension à passer à l'action. Faisant référence à l'instinct primal de la plupart d'entre nous, Franklin D. Roosevelt clamait que nous devrions « à tout le moins, faire quelque chose ! » Or, le système « acheter et conserver » de Buffett fait appel à une forte dose de « léthargie frôlant l'indolence » ; cela peut paraître contre-intuitif, car nous sommes programmés pour agir —, mais il est démontré que presque toutes nos interventions se traduisent par une réduction de la valeur de nos avoirs.[5]

Penchons-nous maintenant sur ces investisseurs qui, bien que souscrivant à la formule simple de Buffett, se retrouvent écartés de la méthode en cours de route. Bien des choses sont susceptibles de faire dérailler nos bonnes intentions : des événements macroéconomiques qui nous amènent à percevoir un accroissement du risque, la volatilité des actifs et du cours des actions, de même que les conseils et prédictions d'experts qui sont souvent incompatibles avec nos plans. Bien sûr que tout cela aurait pu détourner Buffett, mais cela n'a pas été le cas. Celui-ci semble intuitivement comprendre quand il est temps d'intervenir dans son portefeuille et quand il est préférable de s'en abstenir.

Dans *Antifragile,* la suite de son livre intitulé *The Black Swan,* Nassim Nicholas Taleb signale que dans la vie moderne — que ce soit en médecine ou en économie — un grand nombre « d'interventions » d'experts ont pour effet de réduire la valeur des avoirs, nonobstant les meilleures intentions des intervenants.[6] Taleb qualifie ces erreurs « d'interventions naïves ». Taleb suggère également que ce dont on a besoin, c'est un protocole pour nous aider à faire des interventions « non naïves ». Le succès de Buffett est en partie attribuable à l'utilisation d'un tel outil, même si c'est inconsciemment qu'il en fait usage. Pour nous, qui ne sommes pas Buffett, un protocole d'intervention pourrait nous aider à faire face aux pressions que nous font subir nos portefeuilles.

Suivons les conseils de Taleb, et développons un tel outil.

Les quatre principes qui sous-tendent l'approche d'investissement

La première étape de la l'élaboration de notre protocole consiste à convenir des faits et des hypothèses qui sous-tendent l'approche de Buffett. Si nous ne pouvons nous mettre d'accord sur ces éléments de base, alors, le système axé sur la qualité et la valeur n'est pas pour nous.

1. **Il est essentiel d'avoir une perspective à long terme** — Si l'on veut réaliser des rendements supérieurs à ceux des obligations, il est essentiel de choisir un horizon de placement à très long terme pour nos investissements en actions. Si cela n'est pas possible, alors c'est une indication que le système Buffett ne nous convient pas.
2. **On ne saurait profiter des rendements associés aux actions sans en détenir** — Il est prérequis de détenir des actions pour réaliser les rendements qui y sont associés. S'attendre à pouvoir investir au creux du marché et d'en sortir à son sommet est irréaliste et risqué, car les rendements sur les actions sont intermittents. On ne peut vraiment pas risquer d'être absents du marché lors des quelques jours haussiers majeurs. Il y a sans doute différentes façons de se rendre au paradis, mais il n'existe pas de raccourci.

   Réussir à entrer et sortir du marché au bon moment requiert la capacité de prédire systématiquement l'avenir immédiat. Or, dans un monde complexe, adaptatif, où l'ordre ne règne que de façon passagère et dans lequel nos systèmes sont exploités à l'orée du chaos, prédire l'avenir est plus difficile qu'il ne le semble. Prédire l'avenir avec constance et justesse n'est pas possible. Dans les marchés financiers, comme dans la vie, les surprises sont la norme et non pas l'exception.

   Nous n'avons jamais vu d'étude ou de situation à long terme confirmant que quelqu'un ait réussi à prédire le marché de façon systématique. Buffett lui-même se plait à dire qu'il s'en tient à tenter de prévoir la valeur future de ses placements, mais jamais le moment de les négocier. À nouveau, si nous ne pouvons accepter d'être des investisseurs à long terme, on doit songer à abandonner cette approche.
3. **Seuls les titres de qualité peuvent être considérés** — Il y a bien sûr quelques investisseurs qui ont eu de bons résultats en spéculant sur un titre, les investisseurs qui ont perdu leur avoir avec cette approche sont toutefois beaucoup plus nombreux. Nous devons convenir que seules des actions d'entreprises de qualité possédant un avantage concurrentiel durable et une solide équipe de gestion doivent être détenues.
4. **La formule « acheter et conserver » est la meilleure** — Nous allons acheter ces entreprises de qualité lorsque leur prix sera avantageux et nous allons les détenir indéfiniment si rien ne change.

Le succès à long terme de nos investissements dépendra du respect indéfectible que nous accorderons à ces principes. Il est certain que notre engagement à l'égard de ces principes sera mis à l'épreuve de temps à autre. Les marchés vont fléchir, les économies se contracteront et les experts ne cesseront de nous conseiller de fuir le marché. En nous référant à nos principes précités et grâce à notre protocole d'intervention, nous serons capables de résister aux pressions et resterons fidèles à notre plan.

Nos principes nous aideront à résister à la tentation d'agir

Nous guidant par ces principes, revoyons certaines des pressions — risques macroéconomiques, volatilité du marché, opinions d'experts divergentes — qui sont susceptibles de nous faire dévier de notre approche.

Voyons d'abord la situation dans son ensemble. Nombreux sont ceux qui pensent que le contexte économique mondial est plus incertain et risqué que jamais auparavant et que, pour cette raison,

nos avoirs en actions devraient être limités. Que nous disent nos principes à cet égard ?

Nos principes nous dictent que si nous souhaitons réaliser les rendements associés aux actions et que nous avons fixé notre horizon suffisamment à long terme, nous devons alors posséder des actions. Un point c'est tout.

Imaginez les incertitudes et les risques qu'a subis Buffett au cours de ses 60 ans d'investissements : une guerre mondiale, l'hyperinflation, les chocs pétroliers, les récessions, etc. Il n'a jamais manqué de détermination, nous ferons de même en restant fidèles à nos principes.

Ces facteurs de risques économiques sont notre première source de pression externe, et nous pouvons tout simplement l'ignorer. Pourquoi ? Nous avons convenu de n'investir que dans des titres de sociétés de qualité précisément parce que ces entreprises sont robustes et peuvent s'adapter à tous les contextes économiques qui peuvent survenir. C'est d'ailleurs pour cela qu'elles surperforment à très long terme.

Mais qu'en est-il de la volatilité du marché ? Après le krach boursier de 2008, de nombreux investisseurs manquaient d'audace. Revenant à nos principes, on constate l'absence de référence à la volatilité. Or, Buffet a connu plus d'une période de cela aussi — incluant les marchés baissiers historiques du début des années 1970 et 2000, ainsi que les krachs de 1987 et 2008. En fait, plutôt que de bouleverser nos plans, la volatilité s'avère être pour nous une incroyable source d'occasions. Nos principes dictent en effet que nous devons acheter nos titres lorsqu'ils sont bon marché. Or, c'est au cours des périodes de volatilité que les cours de ces sociétés sont à leurs niveaux les plus bas. Nous pouvons donc faire fi de la volatilité, sauf lorsqu'elle donne lieu à des occasions d'acheter des titres bon marché.

La dernière source de pression se manifeste lorsque les « experts » nous prodiguent des conseils et nous livrent des prédictions à court terme qui vont à l'encontre de nos principes. Écartons tout d'abord le cas des prédictions à court terme, car elles sont toutes futiles. Les systèmes complexes et adaptatifs comme notre univers et les marchés financiers seront toujours incertains et imprévisibles. Quiconque tente de vous convaincre du contraire agit par intérêt personnel.

Lorsque l'on considère l'avenir à partir de n'importe quel moment dans le temps, le futur rapproché est toujours incertain. À très long terme, les investisseurs en actions ont par le passé été bien rétribués en raison de ce phénomène. C'est pourquoi nos principes exigent la détention constante d'actions. Accepter l'incertitude et la volatilité est le prix que nous devons payer pour être gagnant à long terme.

Pour ce qui est des autres conseils, nous demeurons tous exposés à un énorme flot d'informations et de données, dont la quasi-totalité n'est que du bruit de fond sans utilité et sans valeur. Lorsqu'on confond ce bruit de fond ambiant pour de l'information utile, nous risquons fortement d'être déviés de notre chemin.

Le secteur des placements ne nous est d'aucune aide. En réalité, il se nourrit de l'anxiété des clients. La plupart des conseils et des bavardages des acteurs du secteur des placements visent à accaparer l'argent des clients.

Dans plusieurs autres contextes, nous nous accommodons très bien d'un environnement bruyant, tout en demeurant concentrés sur nos objectifs — travailler, élever une famille, etc. — sans être trop distraits. Il est même agréable de se distraire et de se détendre après le travail avec une émission de télévision préférée. Certaines personnes éprouvent même de la difficulté à s'endormir en l'absence du bruit blanc que génère notre monde moderne.

Mais le secteur des placements s'emploie à nous rendre captifs de ses pièges cacophoniques. Ce secteur réalise des bénéfices astronomiques en perpétuant sa propre orchestration de bruits ambiants. Nous appelons cela le « bruit vert » étant donné toutes les commissions et tous les honoraires qu'empochent les intervenants du

secteur en incitant leurs clients à faire des transactions.

À court terme, il importe peu que le bruit de fond soit trompeur ou ridicule — tout ce que les intervenants du secteur financier recherchent c'est un nombre suffisant de clients qui ne se rendent pas compte du joug auquel ils sont soumis. Un simple regard sur les bénéfices du secteur financier suffit pour conclure qu'il doit exister un grand nombre de tels clients dans le monde.

Alors, tout comme les autres formes de pressions, la très vaste majorité des conseils offerts par le secteur des placements, leurs prédictions et leur bruit de fond peuvent être ignorés sans pour autant courir de risques.

Masquer le bruit ambiant : une approche stoïque à l'investissement

Imaginez combien il serait agréable d'être insensible à la très vaste majorité du battage promotionnel du secteur financier et au bruit ambiant qui s'en dégage. Un exemple de cela est celui des stoïciens, notamment les disciples d'Épictète aux premiers siècles de notre ère.

En sachant ignorer ce qui était sans importance ou hors de leur contrôle, les stoïciens pouvaient délibérément mener une vie caractérisée par la maîtrise de soi et la fortitude. Demeurant totalement indifférents à tout ce qui n'était pas pertinent pour eux ou sous leur contrôle, ils pouvaient vivre tranquilles, sans crainte et libres. Pas mal, n'est-ce pas ?

Les principes constituent le protocole d'intervention dans nos portefeuilles.

Après avoir appliqué nos principes sous-jacents, nous devrions ignorer presque tout ce que nous lisons et entendons concernant la Bourse, l'économie et les conseils « d'experts ». Mais il y a tout de même certaines circonstances où nous devons agir ; une discussion des interventions appropriées nous permettra de créer un protocole d'intervention complet et cohérent. Nous comprendrons alors quels types d'information méritent notre attention. Il est important de se rappeler que l'absence de bruit de fond qui rend possible les « interventions non naïves » ne survient que lorsque l'on considère chaque entreprise individuellement.

Trois scénarios peuvent justifier d'intervenir dans un portefeuille :

1. **Une variation de l'évaluation** — Si un titre devient surévalué, une vente peut alors devenir justifiée. Les évaluations sont matière à jugement, et nous faisons de notre mieux pour viser, comme Buffett, à être « à peu près corrects plutôt que précisément fautifs ». Dans certains cas, Buffett a continué à détenir des actions apparemment surévaluées, alors que dans d'autres cas il s'en départissait. Aux fins de notre protocole, il suffit que la détection d'une surévaluation ait pour effet de nous forcer à prendre une décision de vendre ou de conserver notre position.

   À l'inverse, si le titre d'une de nos sociétés devient sous-évalué, nous devons accroître notre position dans celui-ci. Le prix d'achat au début de notre période de détention d'un titre étant le facteur déterminant du rendement de notre investissement, il est essentiel de tirer avantage des occasions d'achat au rabais lorsqu'elles se présentent pour assurer notre succès à long terme.

2. **Un changement de l'avantage concurrentiel** — Si la douve qui entoure la forteresse économique d'une entreprise commence à s'éroder, c'est souvent le moment de vendre. Voilà un autre filtre utile pour nos recherches de titres dans un secteur donné. À l'inverse, l'apparition d'une nouvelle douve indique qu'il pourrait être opportun de réexaminer certaines entreprises du même secteur. Nous allons donc scruter systématiquement les changements sectoriels et la dynamique de la concurrence.

3. **Des changements au sein de la haute direction** — Peter Lynch, l'illustre gestionnaire de fonds de Fidelity, aurait dit qu'il aime détenir des actions d'entreprises que même un idiot pourrait diriger, car un de ceux-ci pourrait très bien accéder à la direction d'une de ces entreprises. Les changements de personnel de direction nécessitent donc l'introduction d'un autre filtre dans notre système, afin de nous amener à prendre des décisions opportunes dans le portefeuille à ce sujet.

Et voilà — un protocole d'intervention de portefeuilles qui découle directement de nos principes d'investissements : ignorer tout ce qui n'a pas d'impact sur l'évaluation des sociétés de notre portefeuille, sur leur avantage concurrentiel ou sur leurs dirigeants. Nous pouvons maintenant utiliser ce protocole pour extraire de l'information vraiment utile de la masse de données et de bruits d'ambiance.

En s'astreignant à ce protocole, on devrait parvenir à implanter une approche simple à l'image de celle de Buffett. Malgré ce nouvel outil, notre travail ne sera pas facile. Les devoirs qui nous attendent ne sont pas simples pour autant — identifier une poignée d'entreprises, attendre que leurs actions soient bon marché, les acheter et ne presque jamais les vendre. Bien accomplir ce travail nécessite une grande concentration et beaucoup d'attention.

On peut facilement s'acquitter de ces tâches de la mauvaise façon, ou en être distrait si on est constamment assaillis par un flot de bruit et d'information non pertinente. Notre protocole d'intervention de portefeuille nous aidera toutefois à ignorer toutes les distractions qui se présenteront et nous laissera plus de temps à consacrer aux éléments clés de notre approche. Comme le disait Taleb, il est peu efficace de ne pas se rendre compte qu'un camion se dirige vers nous, parce que nous sommes occupés à observer la couleur des yeux de ceux qui traversent la rue en même temps que nous.

L'essence même de l'approche axée sur la qualité et la valeur est effectivement la simplification par la réduction. Le nombre de sociétés qui satisfont nos critères est limité. Parmi celles-ci, le nombre de celles dont le cours est suffisamment bas pour en justifier l'achat est encore plus restreint. On ne peut effectuer nos décisions avec fermeté que si nous nous concentrons sur les choses importantes, sans plus. Comprendre ce qui fait réellement la différence a permis à Buffett de nous surpasser tous. C'est sur cet axe que notre outil d'intervention de portefeuille peut prendre du galon.

Implanter l'approche axée sur la qualité et la valeur

Récapitulons. Les investisseurs qui souhaitent suivre l'approche axée sur la qualité et la valeur de Buffett doivent tout d'abord convenir d'adopter les principes de placement suivants :

1. Se fixer un horizon de placement suffisamment long ;
2. La détention d'actions est la meilleure façon de faire croître son capital ;
3. Les actions de qualité sont les seules à considérer ; et
4. La méthode consiste à « acheter bon marché et à conserver ».

Si nous ne pouvons convenir de ces principes, le système de Buffett n'est pas fait pour nous.

Submergés dans une mer d'information presque entièrement inutile, nous avons utilisé ces principes sous-jacents pour mettre au point un protocole d'intervention de portefeuille qui nous permet de comprendre ce qui peut être ignoré sans encourir de risques, et ce sur quoi nous devons nous concentrer. En résumé : on ignore tout, sauf ce qui peut avoir un impact sur l'évaluation de sociétés de notre portefeuille, sur leurs avantages concurrentiels ou sur leurs équipes de haute direction. Si nous appliquons rigoureusement notre protocole, suivra alors, la tranquillité,

l'absence de craintes et la liberté — à l'image des stoïciens.

Et comment saurons-nous que nous sommes parvenus à maîtriser la situation ? Lorsque nous ferons moins d'interventions dans notre portefeuille, nous serons déjà à mi-chemin. Nous nous rapprocherons encore plus de l'objectif lorsque nous nous rendrons compte que nos pairs sont tourmentés par des craintes de récession, par la volatilité du marché et par des experts qui les invitent à se retirer du marché, alors même que tout cela nous laisse indifférents.

En utilisant l'approche axée sur la qualité et la valeur, et armés de notre protocole, notre portefeuille sera structuré de telle façon que nous ne souhaiterons rien changer, peu importe l'intensité ou le contenu du bruit de fond.

———————————

1 Bathurst, J. et D. Walton, « An Exploration of the Perceptions of the Average Driver's Speed Compared to Perceived Driver Safety and Driving Skill », *Accident Analysis and Prevention,* 1998.

2 Shermer, Michael, *The Believing Brain.* New York : Times Books, 2011.

3 Baker, Malcolm, Brendan Bradley et Jeffrey Wurgler, « Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low Volatility Anomaly », *Financial Analyst Journal* (janvier/février 2011) : vol. 67, nº 1.

4 Joyce, Chuck et Kimball Mayer, « Profits for the Long Run: Affirming the Case for Quality », GMO livre blanc, juin 2012.

5 Bogle, John, « The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse? », *Financial Analysts Journal* (janvier/février 2005) : vol. 61, nº 1.

6 Taleb, Nassim Nicholas, *Antifragile: Things That Gain from Disorder.* New York : Random House, 2012.

La Perspective de Burgundy

Gestion d'actifs Burgundy a pour rôle de protéger et de faire croître le capital de ses clients

Nous nous dédions à réaliser des rendements à long terme supérieurs et à offrir un service exceptionnel

Gestion d'actifs
BURGUNDY MD

Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Bureau 4510, C.P. 778, Toronto, ON M5J 2T3
T : (416) 869-3222
Sans frais : 1 (888) 480-1790
Fax : (416) 869-1700

1501, avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8
T : (514) 844-8091
Sans frais : 1 (877) 844-8091
Fax : (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com

® Marque de commerce licenciée de Gestion d'actifs Burgundy Ltée — © Toute reproduction interdite sans le consentement écrit de Gestion d'actifs Burgundy Ltée