

Actions de valeur : pourquoi en détenons-nous encore?

MAI 2019

Survol

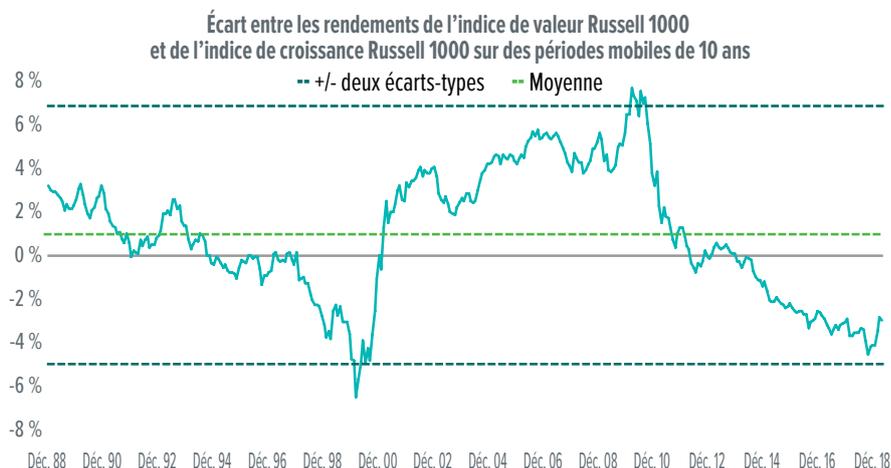
- Les actions de croissance ont surpassé les actions de valeur pendant la plus grande partie de la dernière décennie, en particulier aux États-Unis; c'est pourquoi de nombreux investisseurs ont perdu confiance dans les actions de valeur.
- Nous pensons que l'écart actuel entre les rendements des actions de croissance et de valeur représente la conjoncture la plus intéressante que nous avons connue depuis près de 20 ans pour investir dans des actions de valeur américaines.
- Pour nous, la question n'est pas de savoir si, mais quand un accent mis sur la valeur rapportera aux États-Unis. La situation est toutefois plus nuancée au Canada.

Les actions de valeur américaines (représentées par l'indice de valeur Russell 1000) ont nettement surpassé les actions de croissance américaines (représentées par l'indice de croissance Russell 1000) entre l'apogée de la bulle technologique en mars 2000 et le sommet du marché en octobre 2007 atteint avant la crise financière mondiale. Depuis, l'avance des actions de valeur a fondu au cours de ce qui a été une période de plus de 10 ans de surperformance des actions de croissance. La combinaison de taux d'intérêt historiquement faibles, d'une inflation contenue, d'une croissance modérée du produit intérieur brut et d'une performance explosive d'actions technologiques a entraîné les actions de croissance dans une trajectoire haussière, qui a culminé dans leur ascension rapide des deux dernières années.

De leur côté, les actions de valeur ont affiché un si piètre rendement par rapport à celui des actions de croissance que l'écart entre leurs rendements n'a été pire que dans 5 % des précédentes périodes de 10 ans (soit deux écarts-types au-dessous de la moyenne), selon notre analyse. Étant donné que, depuis 2008, elles n'ont surpassé le marché que lors de quelques courtes périodes et ont accusé un retard impressionnant au total, de nombreux investisseurs ont perdu confiance dans les actions de valeur américaines.

Néanmoins, malgré leur forte sous-performance depuis 10 ans, la catégorie d'actif des actions de valeur américaines a affiché en moyenne un rendement supérieur d'environ 0,98 % à celui de la catégorie des actions de croissance sur les périodes mobiles de 10 ans entre décembre 1978 et mars 2019 (figure 1). Voilà pourquoi nous continuons de détenir des actions de valeur dans les portefeuilles de nos fonds.

Figure 1 : Les actions de valeur paraissent attrayantes par rapport aux actions de croissance



Sources : SEI et FactSet, au 31 mars 2019. Rendements en dollars américains.

« Il existe de solides arguments pour investir dans des actions de valeur américaines. L'indice de croissance Russell 1000 est surévalué de près de 50 % et offre une croissance du BPA prévu qui n'est que légèrement supérieure à celle de l'indice de valeur Russell 1000. Les actions de valeur sont très bon marché par rapport aux actions de croissance, sous toutes les mesures. Les actions chères deviennent de plus en plus chères et les actions bon marché deviennent de plus en plus bon marché, ce qui, selon nous, ne peut durer. Nous voyons maintenant certaines actions de valeur commencer à surpasser le marché. »



Stephen C. Dolce, CFA

Gestionnaire de portefeuille,
Actions américaines à petite capitalisation

De plus, nous pensons que l'écart actuel entre les rendements des actions de croissance et de valeur représente la conjoncture la plus intéressante que nous avons connue depuis près de 20 ans pour investir dans des actions de valeur américaines. Pour nous, la question n'est pas de savoir si, mais quand un accent mis sur les actions de valeur rapportera.

Par le passé, les actions de valeur ont habituellement connu un retour vers la moyenne (ou une surperformance) par rapport aux actions de croissance après des périodes prolongées de sous-performance. Par conséquent, nos fonds d'actions américaines surpondèrent les actions de valeur en raison des bénéfices, des flux de trésorerie, des dividendes et des actifs intéressants de leurs sociétés émettrices.

Au Canada, la situation est plus nuancée. Les actions de valeur connaissent des moments difficiles au Canada tout comme dans le reste du monde. La distinction est que les actions de valeur canadiennes sont plus présentes dans des secteurs plus volatils et plus sensibles à l'économie comme les produits industriels (pondération de 7 % au sein de l'indice composé S&P/TSX), l'énergie hors pipelines (13 %), les biens de consommation durables (2 %) et les services financiers (33 %). Les actions de valeur représentent donc plus de la moitié de l'indice composé S&P/TSX mais sont concentrées dans seulement quatre secteurs. Bien que ces titres soient actuellement bon marché, des incertitudes à l'égard de la croissance de l'économie mondiale empêchent leurs valorisations d'augmenter. Par conséquent, les actions de valeur traditionnelles au Canada sont perçues comme étant plus risquées, et dans de nombreux cas, de qualité inférieure. Étant donné le degré d'avancement apparent du cycle économique, il n'est pas surprenant que ces secteurs connaissent des difficultés par rapport aux secteurs axés sur la croissance.

« Les actions de valeur ne sont plus ce qu'elles étaient. Dans la foulée de la crise financière, les actions de valeur sont devenues synonymes d'actions malaimées et délaissées appartenant souvent à la "vieille économie" – les secteurs de la santé, de l'industrie et de la consommation. Au Canada aujourd'hui, elles sont associées aux actions plus volatiles et plus sensibles à l'économie qui sont souvent malmenées chaque fois qu'une nouvelle soulève de l'incertitude économique. »



Rachel Volynsky, CFA

Gestionnaire de portefeuille,
Actions canadiennes

Pourquoi des retours à la moyenne se produisent-ils – et à quoi ressemblent-ils?

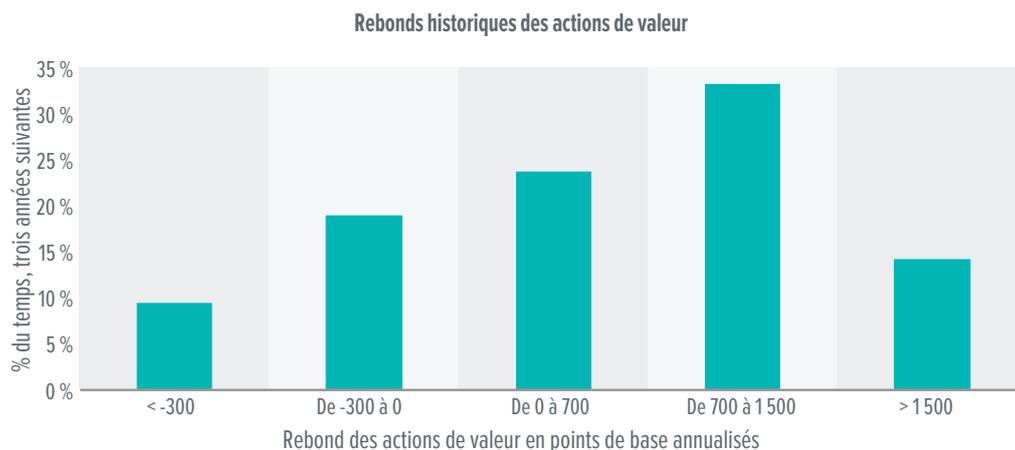
Benjamin Graham, qui est généralement reconnu comme le père de l'approche de placement axée sur la valeur, a écrit qu'« à court terme, le marché est une machine à voter, mais, à long terme, c'est une machine à peser ».

Il a soutenu qu'il ne faut pas confondre popularité à court terme et valeur à long terme; et que la valeur intrinsèque finit par se refléter dans le prix de l'action. Le retour à la moyenne est la façon par laquelle cette reconnaissance de la valeur se produit.

Des données du célèbre chercheur et auteur Ken French¹ montrent que les longues périodes (définies comme des périodes mobiles de cinq ans) au cours desquelles les actions de valeur ont été surpassées par les actions de croissance ont été suivies en moyenne par une forte surperformance des actions de valeur au cours des trois années suivantes. Bien que l'histoire récente puisse indiquer autre chose, les actions de valeur américaines ont rebondi et surpassé les actions de croissance dans plus de 70 % de ces cas depuis 1927.

Ce n'est pas seulement la fréquence qui est intéressante mais aussi l'ampleur des gains générés par ces titres auparavant malaimés. Dans le tiers des cas, les actions de valeur américaines ont surpassé les actions de croissance de 7 % à 15 % en moyenne, annuellement. Dans près de 15 % des cas, la surperformance des actions de valeur américaines a dépassé 15 % en taux annualisé.

Figure 2 : Beaucoup de valeur



Source : Données de Ken French sur les actions américaines pondérées en fonction de la capitalisation boursière depuis 1927, qui comparent la tranche de 30 % des actions du marché les moins chères à la tranche de 30 % des actions les plus chères. Rendements en dollars américains.

Bien que les rendements à la figure 2 paraissent assez intéressants, ils sont survenus après des périodes de sous-performance. La période actuelle de sous-performance des actions de valeur américaines est l'une des plus longues et des plus importantes jamais enregistrées.

La difficile vérité des actions de valeur

La plupart des investisseurs pensent que d'acheter à bas prix et de vendre à prix élevé est une stratégie payante à long terme. Mais acheter des actions dont le prix est bas peut souvent paraître peu naturel et difficile. De plus, détenir des actions de valeur bon marché pendant que des actions technologiques de croissance continuent de s'envoler peut frustrer de nombreux investisseurs. Toutefois, dans l'approche de placement axée sur la valeur, la patience peut vraiment être une vertu.

¹ Data Library, avec l'aimable autorisation du professeur Kenneth R. French. Tuck School of Business, Dartmouth College.

« Nous avons identifié des sources d'alpha qui ont procuré par le passé des gains supérieurs aux investisseurs. L'une de ces sources est la prime de risque, qui englobe la valeur. À moins que nos perspectives à l'égard des actions de valeur soient défavorables, nous investissons dans ces sources. Ce n'est pas simplement une prise de position tactique; c'est une prise de position stratégique (à long terme). »



William T. Lawrence, CFA

Directeur des placements,
Gestion d'actifs traditionnels

Nos portefeuilles sont diversifiés entre de nombreux facteurs, dont la valeur, le momentum, la stabilité, la taille et la qualité. Mais nous privilégions la valeur depuis plusieurs années. Nous reconnaissons que cet accent mis sur la valeur (qui est plus prononcé dans nos fonds d'actions américaines que dans nos fonds d'actions canadiennes) nous a nuï au cours des dix dernières années. Mais l'histoire montre que l'approche de placement axée sur la valeur a été le plus profitable lorsqu'investir dans cette catégorie d'actif était le plus difficile.

Que nous réserve donc l'avenir?

Tout le monde veut savoir quand les actions de valeur redeviendront populaires et quel catalyseur déclenchera ce virage.

La réponse courte est que ce genre de virage est notoirement difficile à prévoir et que les investisseurs risquent de rater des gains impressionnants s'ils tardent trop.

Cela dit, nous pensons qu'un certain nombre de catalyseurs pourraient modifier favorablement l'opinion des investisseurs à l'égard des actions de valeur, y compris :

- › une hausse des taux d'intérêt (qui sont extrêmement faibles actuellement)
- › des prix des produits de base plus élevés
- › une inflation plus forte
- › une croissance économique plus rapide
- › des différences dans les rendements relatifs des secteurs du marché boursier américain (le rendement supérieur de l'énergie par rapport à celui de la santé a conduit à une récente surperformance des actions de valeur; de plus, le secteur des services financiers a commencé à surpasser celui des technologies)
- › des actions technologiques qui ne répondent pas aux attentes élevées des investisseurs

Cette liste des catalyseurs possibles ne se veut pas exhaustive. Le catalyseur du virage vers les actions de valeur pourrait très bien aussi ne pas avoir encore été identifié.

Le fait de miser tôt sur ce virage élimine le besoin de deviner correctement le catalyseur; les investisseurs doivent seulement être suffisamment patients pour attendre que le marché vire. Nous reconnaissons que cela puisse être difficile mentalement, étant donné la sous-performance des actions de valeur américaines au cours des dix dernières années.

Un biais comportemental

SEI est un pionnier en finance comportementale, et ce champ d'études continue d'influer sur notre pensée.

Prenons par exemple le biais de récence. Il décrit la capacité d'un investisseur à mieux se souvenir des éléments qui figurent à la fin d'une longue liste de données complexes que de ceux qui se trouvent au début.

Évaluer les conditions sur les marchés financiers exige d'examiner de longues listes d'informations complexes. La plupart des investisseurs ne disposent pas de systèmes qui conservent d'importantes données datant de plusieurs années ou dizaines d'années. Même ceux qui ont de tels systèmes peuvent ne pas accorder un poids suffisant aux données plus anciennes.

Il y a de nombreux exemples du biais de récence dans l'histoire des marchés financiers. Le plus récent exemple important a eu lieu au début des années 2000. Après quatre ans d'une progression débridée des actions des secteurs des technologies, des médias et des télécommunications qui a propulsé le marché à de nouveaux sommets, des investisseurs – professionnels et amateurs – ont cru que c'était « différent cette fois-ci ». Même s'ils avaient vécu auparavant des cycles de formation et d'éclatement de bulles, de nombreux investisseurs pensaient que ces actions continueraient de s'apprécier indéfiniment. Comme nous le savons maintenant, cela n'a pas été le cas, car la bulle technologique s'est dégonflée dans un spectacle tragique.

Si l'on regarde encore plus loin, les « nifty fifty » (un groupe de 50 actions américaines très prisées) ont stimulé les gains du marché dans les années 1960 et au début des années 1970. Mais les mêmes actions ont été à la traîne du marché dans les années 1980.

Chaque contexte de marché est différent, mais des parallèles avec le marché américain actuel sont faciles à établir. Les actions FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Google) semblent assez chères. Ces actions, avec une poignée d'autres actions technologiques très performantes, ont produit une bonne partie des gains réalisés par l'indice S&P 500 au cours des dernières années. Pendant ce temps, les actions de valeur malaimées sont demeurées à la traîne. Il est important de noter que les actions de valeur ont enregistré des gains assez impressionnants après l'éclatement de la bulle technologique. Il est facile d'imaginer une situation semblable si les meneurs du marché changent.

Les investisseurs peuvent combattre le biais de récence en n'oubliant pas que les relations à long terme durent pour de bonnes raisons. Par exemple, la relation entre les flux de trésorerie produits par une société et le cours de son action ne devrait pas changer substantiellement durant de longues périodes. L'histoire montre que cela finit par revenir à la moyenne. Les investisseurs doivent se demander si c'est vraiment différent cette fois-ci. Nous sommes persuadés que non.

Un coup d'œil sur nos portefeuilles

Aux États-Unis, les actions FAANG sont concentrées dans les secteurs des technologies de l'information et des communications. Il n'est donc pas surprenant que ces secteurs soient sous-pondérés dans la plupart de nos portefeuilles. Mais nos portefeuilles sous-pondèrent aussi certains secteurs considérés comme des secteurs de valeur par le fournisseur d'indices Russell.

Par exemple, la plupart des actions du secteur des services publics sont classées parmi les actions de valeur par les fournisseurs d'indices. Pourtant, nous ne les trouvons pas particulièrement intéressantes sur le plan de la valorisation. Elles ne présentent pas non plus des caractéristiques de croissance semblables à celles des actions FAANG.

« Les gestionnaires actifs axés sur la valeur ne trouvent pas que le secteur des services publics est particulièrement intéressant actuellement. Les sociétés de ce secteur sont souvent fortement endettées et assujetties à une lourde réglementation. Bon nombre d'entre elles ne produisent pas suffisamment de flux de trésorerie pour couvrir leurs paiements d'intérêts, leurs dividendes et leurs dépenses en immobilisations nécessaires. De plus, elles ne paraissent pas particulièrement bon marché. Il existe de meilleures occasions de valeur dans les secteurs des services financiers et des matériaux. »



David Hintz, CFA

Gestionnaire de portefeuilles, Actions américaines à grande capitalisation

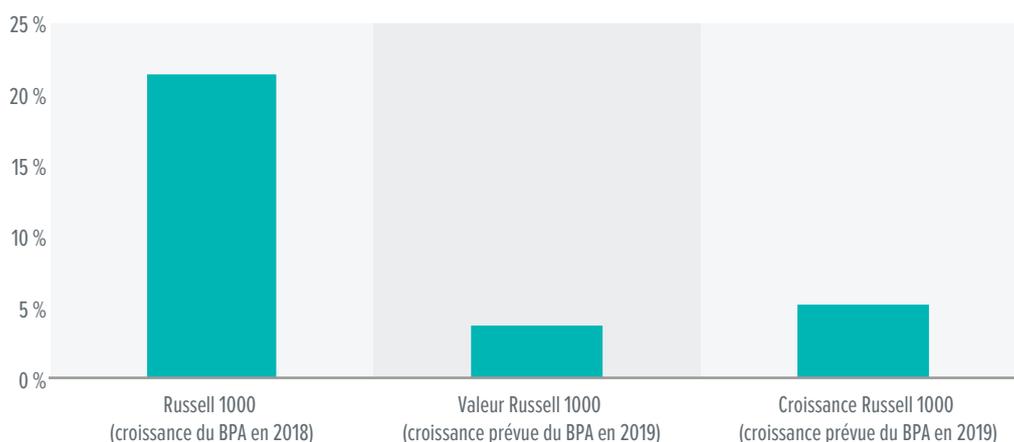
En ce qui concerne les actions de valeur américaines, le secteur le plus fortement surpondéré dans nos portefeuilles est souvent celui des services financiers. Les actions de ce secteur affichent souvent un ratio cours/valeur comptable intéressant et présentent actuellement de bas ratios cours/bénéfice et des dividendes croissants. Les bénéficiaires des banques profitent des récentes augmentations des taux d'intérêt à court terme. Bien qu'il semble que la

Réserve fédérale américaine ne relèvera plus son taux directeur de sitôt, la hausse graduelle de celui-ci de la fin de 2016 à la fin de 2018 a poussé les taux à court terme à leurs plus hauts niveaux depuis plus de 10 ans.

La construction de nos portefeuilles n'est pas fondée sur l'anticipation des marchés. Nous croyons que tenter d'anticiper parfaitement les points d'inflexion du marché est un exercice futile. Au lieu de cela, nous évaluons où il est le plus judicieux d'investir notre prochain dollar et prenons nos décisions en conséquence.

Dans un contexte où la croissance est rare (figure 3), les investisseurs paient souvent une prime pour la catégorie des actions de croissance. La croissance supplémentaire offerte par l'indice de croissance Russell 1000 par rapport à l'indice de valeur Russell 1000 ne vaut pas une prime importante, selon nous. Bien que la plupart de nos fonds américains ne soient pas explicitement consacrés à des stratégies axées sur la valeur, nous affichons une préférence pour les actions de valeur en raison de leurs valorisations attrayantes.

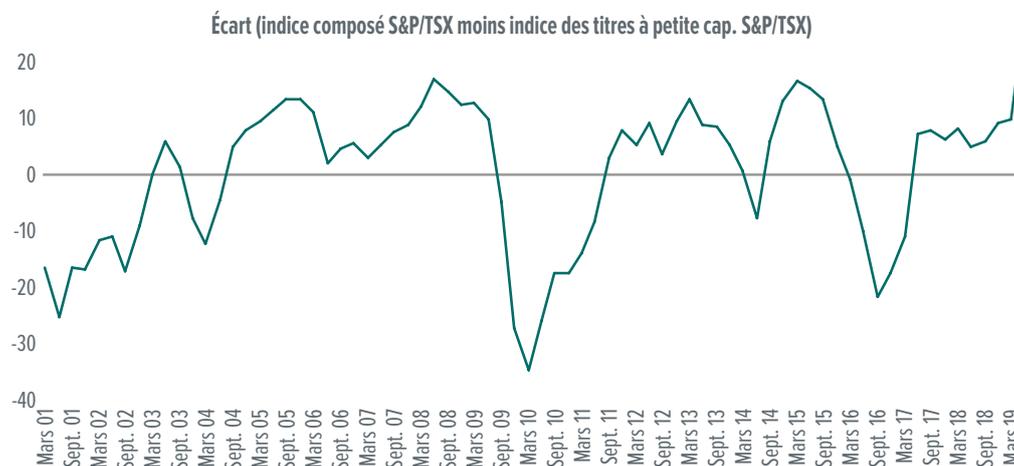
Figure 3 : Une croissance insuffisante pour le prix



Sources : SEI et FactSet, au 31 mars 2019.

Au Canada, nous avons une approche plus modérée à l'égard des actions de valeur traditionnelles; nous maintenons notre pondération stratégique de 33 % pour la source d'alpha de la prime de risque (qui, comme nous l'avons déjà mentionné, englobe la valeur). De plus, cette source d'alpha est surtout confiée à deux gestionnaires : un gestionnaire axé sur la valeur maximale et un gestionnaire axé sur la valeur relative. Nous avons aussi actuellement une part de 10 % pour la source d'alpha de la sélection des titres, qui est investie dans une stratégie d'actions à petite et à moyenne capitalisation, car nous cherchons à accroître notre alpha en investissant dans des actions à petite capitalisation plus liquides et des actions à moyenne capitalisation. Bien que ces titres aient été à la traîne des actions à grande capitalisation, leur remontée dans le cadre d'un retour à la moyenne est probable (figure 4).

Figure 4 : Les actions à plus petite capitalisation pourraient bientôt amorcer un retour en force



Sources : SEI, S&P/TSX du 1^{er} mars 2001 au 30 avril 2019. Rendements en dollars canadiens.

À moins d'indication contraire, tous les rendements indiqués sont en dollars américains.

Pourquoi gardons-nous confiance?

Nous savons que de nombreux investisseurs ont perdu confiance dans les actions de valeur. Mais investir dans les actions de valeur exige de la patience pour obtenir une récompense.

Nous continuons aussi de nous fier à nos recherches qui indiquent qu'à long terme, les actions de valeur surpassent l'ensemble du marché boursier. Presque par définition, les sociétés de valeur ont globalement une capitalisation et une valorisation fondamentale inférieures à celles de l'ensemble du marché. Investir dans de plus petites sociétés est aussi une caractéristique de la gestion active, et nos gestionnaires ont assurément des placements dans des sociétés de plus petite taille comparativement à leur indice de référence.

Après avoir évalué le contexte actuel des marchés, nous demeurons fermement persuadés, d'après nos recherches et les données empiriques, que les actions de valeur offrent des rendements attrayants à long terme. Nous avons l'intention de maintenir notre position jusqu'à ce qu'un changement dans l'opinion des participants aux marchés entraîne une remontée des actions de valeur, ce qui, selon nous, est inévitable.

Définitions

Alpha : Rendement en excédent de celui de l'indice de référence.

Écart-type : Mesure statistique de la volatilité historique. Une mesure statistique de l'écart probable d'une variable par rapport à sa valeur moyenne. Il est appliqué au taux de rendement annuel d'un placement pour mesurer la volatilité du placement (risque). L'écart-type est synonyme de volatilité, dans la mesure où plus l'écart-type est important et plus le rendement du placement sera volatil. Un écart-type de zéro signifie qu'un placement génère un taux de rendement qui ne varie jamais.

Ratio cours/bénéfice : La capitalisation boursière divisée par le bénéfice après impôts. Plus ce ratio est élevé, plus les participants au marché sont disposés à payer un montant élevé pour chaque dollar de bénéfice annuel.

Ratio cours/valeur comptable : La capitalisation boursière d'une société divisée par sa valeur comptable, la valeur comptable d'un actif étant sa valeur telle qu'elle figure au bilan, soit le coût de l'actif moins l'amortissement cumulé. La valeur comptable se calcule de la même façon pour une société au complet ou une action.

Source d'alpha : Terme utilisé par SEI dans son système de classification interne pour classer et évaluer les gestionnaires de portefeuille afin de construire des portefeuilles diversifiés. La source d'alpha est l'approche de placement employée par un gestionnaire de placements actif dans le but de générer des rendements excédentaires. Une autre façon de définir la source d'alpha est que c'est le type d'inefficiencies qu'un gestionnaire de placements actif cherche à exploiter afin d'ajouter de la valeur.

Définition des indices

L'indice Russell 1000 comprend les actions des 1 000 plus grandes sociétés américaines selon leur capitalisation boursière et la liste des sociétés actuellement inscrites à l'indice. Il sert à mesurer l'activité du marché boursier américain à grande capitalisation.

L'indice de croissance Russell 1000 mesure le rendement du segment de croissance à grande capitalisation des actions américaines. Il comprend les sociétés de l'indice Russell 1000 qui présentent un ratio cours/valeur comptable plus élevé et une croissance prévue supérieure.

L'indice de valeur Russell 1000 mesure le rendement du segment de valeur à grande capitalisation des actions américaines. Il comprend les sociétés de l'indice Russell 1000 qui présentent un ratio cours/valeur comptable plus faible et une croissance prévue inférieure.

L'indice composé S&P/TSX est un indice représentatif des plus grandes sociétés canadiennes. Il représente environ 70 % de la capitalisation boursière totale à la Bourse de Toronto et comprend les actions d'environ 250 sociétés.

L'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX est un indice représentatif de plus petites sociétés canadiennes. Il comprend les actions d'environ 200 sociétés inscrites à la Bourse de Toronto.

Information importante

Société de placements SEI Canada, filiale en propriété exclusive de SEI Investments Company, est le gestionnaire des fonds SEI et des portefeuilles SEI, un service de répartition des actifs, au Canada.

Les présents renseignements sont fournis à titre indicatif seulement et ne constituent pas des conseils juridiques, fiscaux, comptables, en valeurs mobilières, de recherche ou de placement sur des fonds ou un titre en particulier ni un avis sur la pertinence d'un placement. Ils ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente d'un titre, d'un produit dérivé ou d'un contrat à terme standardisé. Il n'est pas recommandé d'agir en fonction de l'information contenue dans ce document, à moins d'obtenir l'avis juridique, fiscal, comptable et financier d'un professionnel en placement. Le présent document est une évaluation de la situation du marché à un moment précis et ne constitue pas une prévision d'événements à venir ni une garantie de rendements futurs. À la publication du présent document, rien ne garantit que les Fonds SEI détiennent ou non les titres qui y sont mentionnés.

Il est possible que le présent document renferme des « informations prospectives » au sens défini par les lois sur les valeurs mobilières canadiennes applicables. Les informations prospectives sont des déclarations se rapportant à des événements, des conditions ou des résultats probables et reposent sur des hypothèses au sujet de conditions économiques et de plans d'action futurs. Les informations prospectives sont exposées à divers risques, incertitudes et autres facteurs qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent grandement des attentes explicites ou implicites dans le présent document. Les informations prospectives reflètent les attentes actuelles en ce qui concerne les événements actuels et ne sont pas une garantie de rendements futurs. Toute information prospective figurant dans le présent document, ou qui y est intégrée par renvoi, est fournie dans l'unique but de communiquer des prévisions actuelles et peut ne pas convenir à toute autre utilisation.

Les présents renseignements proviennent de sources externes ou d'autres sources jugées fiables, mais ils ne sont pas garantis par Société de placements SEI Canada et ils peuvent être incomplets ou changer sans préavis.

Les données sur les rendements des indices sont fournies à titre indicatif seulement et ne reflètent pas le rendement réel d'un fonds de SEI. Les rendements des indices ne tiennent pas compte des frais de gestion, des coûts de transaction ni des autres charges. Les indices ne sont pas gérés et il n'est pas possible d'y investir directement.

Les placements comportent des risques, dont celui de perdre le capital investi. La diversification peut ne pas offrir de protection contre le risque lié au marché. Les placements internationaux peuvent comporter des risques de perte en capital découlant de fluctuations défavorables de la valeur des devises, de divergences dans les principes comptables généralement reconnus ou de l'instabilité politique ou économique dans d'autres pays.

Des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres dépenses peuvent être associés aux fonds communs de placement et à l'utilisation d'un service de répartition des actifs comme les portefeuilles SEI. Avant d'investir, veuillez lire le prospectus des fonds SEI et des fonds sous-jacents dans lesquels il est possible d'investir par l'intermédiaire des portefeuilles SEI. Les titres de fonds communs de placement ne sont pas couverts par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts et ne sont pas garantis. Rien ne garantit qu'un fonds de marché monétaire pourra maintenir une valeur liquidative fixe par part ou que le plein montant de votre placement dans le fonds vous sera retourné. La valeur des fonds communs de placement fluctue souvent et les rendements passés pourraient ne pas se reproduire.