

## Commentaires – Automne 2015

Dans mes commentaires, je tente de résumer chaque trimestre en toute indépendance et en quelques paragraphes, tout en faisant ressortir certains éléments notables et importants pour les quelques mois passés et à venir.

Par ailleurs, je ne manque jamais de pointer une tendance ou un changement potentiellement important susceptible de se produire dans un avenir un peu plus lointain.

La mention de titres dans ce document ne constitue pas un conseil de vente ou d'achat, mais les considérations plus générales contenues dans ces commentaires peuvent intéresser tout lecteur. Seuls nos clients reçoivent des conseils spécifiques ou investissent selon un modèle que je gère, et pour lequel une convention entre le client et Valeurs mobilières Desjardins a été établie.

Voici les thèmes que nous aborderons dans cette infolettre :

1. Redressement des indices américains, mais pas dans tous les secteurs.
2. Réduction des prévisions de croissance économique dans la plupart des pays et limites de l'effet des mesures de stimulation.
3. Faible impact des mesures d'assouplissement quantitatif en Europe et au Japon.
4. Scandales dans les secteurs pharmaceutique et automobile.
5. L'émergence d'un grand changement dans l'industrie, particulièrement en Chine.

### **Redressement des indices américains à la suite de la confirmation, par la Fed, du report de la hausse des taux, et de l'annonce d'une relance économique en Chine**

Après avoir enregistré en août le plus mauvais mois depuis 2011, les indices nord-américains ont connu leur meilleur mois depuis... 2011! Bref, ce jeu de yoyo n'aura pas servi à grand'chose, sinon à générer des émotions, comme le fait souvent la volatilité à court terme.

Pour autant, les indices cachent une réalité plus complexe : les titres et les secteurs n'ont pas tous remonté la pente également. Les grands porteurs de la technologie ont progressé davantage, alors que des titres de l'économie « classique » s'en sont moins bien tirés.

Par exemple, Macdonald et Walmart – des titres que nous ne détenons pas dans nos portefeuilles – sont en déclin, apparemment en raison des changements de modes de vie et parce qu'ils ont épuisé toutes les possibilités de leur modèle d'affaires. Les ventes en ligne nuisent fortement à Walmart et mettent de la pression sur les marges de profit. Or, si plus de gens se détournent de la restauration rapide pour des raisons de santé et de rapport qualité-prix, l'action de Macdonald n'a pas de beaux jours devant elle...

À l'opposé, Google et Facebook caracolent en tête et leurs résultats dépassent les attentes.

**Les corrections à la baisse à l'égard des prévisions de croissance s'accumulent, mois après mois.** Les organismes comme le FMI, l'OCDE, les banques centrales ainsi que les ministères de l'économie et des finances sont encore contraints de corriger leurs prévisions à la baisse.

Cet écart constant souligne une sérieuse incompréhension de ce qui se passe ces dernières années : les économistes croient qu'il suffit de réduire les taux des banques centrales et d'augmenter la liquidité disponible pour que la consommation et la production s'ajustent, comme par magie.

Or, ce n'est pas ainsi que les choses semblent se passer. En fait, l'austérité frappe le gros des ménages de la classe moyenne, ceux-là mêmes qui doivent faire face à une baisse de leur pouvoir d'achat réel (l'inflation est sous-estimée), qui craignent de perdre leur emploi ou qui redoutent de voir réduits ou disparaître certains avantages matériels importants comme leur fonds de pension.

Les chiffres du chômage peuvent bien s'améliorer, mais nous savons tous que, la plupart du temps, les personnes d'âge moyen ou mûr qui n'ont pas les diplômes les plus recherchés (une maîtrise en informatique, par exemple) retrouveront rarement un emploi aussi bon que celui qu'elles ont perdu à la suite de la fermeture d'une entreprise où elles ont travaillé pendant 15 ans. Même les banques, pourtant extrêmement prospères, n'offrent plus de fonds de pension à leurs nouveaux employés.

Bien sûr, un travailleur qui gagne 50 000 \$ et qui a droit à un fonds de pension à 65 ans peut dépenser plus qu'un autre qui touche un salaire de 50 000 \$, mais qui n'a aucun fonds de pension.

Ce dernier devra économiser et investir toute sa vie pour espérer garder un niveau de vie décent à la

retraite. Donc, même si les entreprises ont tout à fait le droit de faire ce qu'elles veulent pour favoriser leurs actionnaires aux dépens des employés, admettons que leurs choix au chapitre des priorités ont des conséquences économiques qui, au final, touchent tout le monde. Le maître mot de l'économie globalisée contemporaine, c'est « interdépendance ». L'oublier, c'est se limiter à faire des évaluations partielles, et donc, fausses.

**Les mesures d'assouplissement quantitatif (QE) n'ont pas encore d'effet réel en Europe et ont un impact limité sur les marchés boursiers au Japon.**

Alors que la zone euro se débat avec une inflation retombée à zéro et que les opérations de la Banque centrale européenne n'ont eu pour effet que de repousser les taux de cinq ans et moins en territoire négatif, Mario Draghi, président de la BCE, a répété qu'il envisage d'accroître le volume et l'éventail des achats de titres par la BCE pour soutenir l'activité économique (lire : les prix) d'ici décembre. Ces opérations n'auront d'effet concret que lorsque la BCE achètera enfin des titres adossés à des créances – comme la Fed l'a fait – et amènera son programme à une proportion plus grande de son PNB.

De son côté, la Bank of Japan et le gouvernement de ce pays n'envisagent pas d'accroître les efforts de cette banque, qui est déjà assez avancée dans son processus (environ 1 000 milliards de dollars). Pourtant, après un regain passager, la situation n'est pas meilleure au Japon. Malgré la baisse du taux de change, l'inflation dans ce pays retombe.

Bref, le contexte déflationniste demeure. Au Japon, il sévit depuis 1989 et rien n'y fait. Tout indique que le même phénomène est à l'œuvre dans une vaste partie du monde.

Il est possible que seuls les États-Unis, qui sont dotés de la monnaie de référence mondiale, puissent encore « gonfler » leur économie et, une fois de plus, en faire subir les conséquences à leurs « partenaires », comme c'est le cas depuis l'abolition de la convertibilité du dollar américain en or, en 1971.

### **Scandales dans les secteurs pharmaceutique et automobile**

Au moment d'écrire ces lignes, l'action vedette de Toronto, Valeant, qui fut brièvement la plus grande capitalisation du Canada (absente de nos portefeuilles), a perdu 70 % de sa valeur depuis son sommet de l'été 2015. Cette dégringolade est survenue à la suite d'allégations de rapports de ventes incorrects, mais aussi, plus généralement, à cause d'une remise en question du modèle de croissance de ce genre d'entreprise, qui acquiert des concurrents, coupe dans les budgets de recherche, abuse d'artifices comptables légaux et utilise la surévaluation de son action comme une monnaie gratuite pour faire toujours plus d'acquisitions.

Bien que les montants qui font l'objet d'une enquête soient sans rapport avec la chute de la valeur boursière de l'entreprise (qui a perdu 70 milliards), cette situation montre que le doute n'est pas permis dans le domaine boursier, et encore moins à l'égard d'une entreprise dont le prix de l'action montait en flèche. Il est ironique de se rappeler que Biovail, le prédécesseur boursier de Valeant, avait connu le même type de déboires en 2004 (ventes reportées de manière anticipée) et avait vu le prix de son action s'effondrer.

La société Turing Pharmaceuticals a elle aussi mis le feu aux poudres dans le secteur des pharmaceutiques aux États-Unis. Appliquant avec une exagération délirante une technique jusque-là tolérée, le dirigeant de cette entreprise, Martin

Shkreli, a multiplié par 55 le prix d'un médicament existant dont il venait d'acquérir les droits exclusifs de commercialisation aux États-Unis : le Daraprim est un vieux – mais unique – médicament qui est essentiel pour traiter la toxoplasmose et la malaria. Il existe depuis 1953 et son brevet est expiré depuis des lustres. Turing a augmenté le prix de ce médicament, qui est passé de 13,50 à 750 \$ US *le comprimé!*

Enrichi par les fonds de couverture, Martin Shkreli n'a aucune compétence en recherche pharmaceutique. Il est maintenant présenté comme la parfaite incarnation de ce qu'est un profiteur sans morale et s'est attiré les foudres de tout le monde. La controverse est allée jusqu'à une bataille de courriels et de tweets avec Hillary Clinton, qui a mis tout le secteur pharmaceutique sous la loupe, car la pratique qui consiste à augmenter continuellement le prix des médicaments est systématique.

Un scandale à la fois différent et semblable, et dont l'ampleur est inouïe, secoue Volkswagen. Là encore, la suspicion se généralise, car le fournisseur du logiciel est Bosch, une société qui fournit de nombreux constructeurs. De sorte que même si, chez VW, on fera porter le chapeau à deux douzaines d'ingénieurs et à au plus trois ou quatre cadres dirigeants, les enquêtes se poursuivent et portent sur les autres marques d'automobiles.

Pour les procureurs, la chasse est ouverte, et on publie maintenant des enquêtes qui montrent que les données en matière de consommation de carburant des autos sont établies dans des conditions tellement éloignées de tout bon sens (une minute pour passer de 0 à 100 km) qu'il n'est pas étonnant que ces chiffres se révèlent en pratique fortement sous-évalués.

Ces événements nous confortent dans notre prudence et notre engagement absolu envers une approche honnête et scrupuleuse de notre métier.

Selon un vieil adage bien connu des professionnels, « cela prend 20 ans pour bâtir une réputation et cinq minutes pour la détruire ». Ce dicton a été repris par Warren Buffett à l'usage des plus jeunes : « Cela prend 20 ans pour bâtir une réputation et cinq minutes pour la détruire. Si vous y pensez, vous réfléchirez différemment ».

### **Grand changement mondial en développement : la robotisation croissante de l'industrie est aussi à l'œuvre en Chine**

En 2011, on avait remarqué que le patron de Foxconn, une société de Taïwan active en Chine qui compte un million de travailleurs et fabrique des iPhone et des iPad pour Apple, avait annoncé qu'il remplacerait 500 000 employés par des robots. Cette déclaration avait causé beaucoup d'inquiétude quant à la possibilité de la destruction des emplois par la robotisation. Elle avait aussi beaucoup surpris, car la main-d'œuvre bon marché semblait un atout maître de la Chine.

Dernièrement, le *Wall Street Journal* ironisait un peu sur le fait que Foxconn, quatre ans plus tard, compte 50 000 robots et... un million trois cent mille employés! Ce qui semble démentir les prédictions.

Le journaliste oublie toutefois de compter combien de travailleurs 50 000 robots remplacent. Si on

assume qu'un robot a la même production horaire qu'un employé, comme un robot travaille sans relâche 24 heures sur 24 et ne prend jamais de vacances ou de congés, on peut estimer qu'un robot remplace en gros quatre employés. Autrement dit, 50 000 robots représentent déjà 200 000 emplois abolis ou non créés... D'ailleurs, la croissance vertigineuse des ventes d'Apple – qui ont plus que doublé depuis fin 2011 - aurait dû correspondre à une croissance plus importante du nombre de travailleurs de Foxconn.

Ce qui est stupéfiant, c'est qu'en Chine, un travailleur coûte moins de 500 \$ par mois. Le fait que Foxconn trouve plus avantageux de robotiser ses activités montre à quel point le secteur manufacturier ne sera vraisemblablement plus jamais un secteur de création nette d'emplois.

Certains robots simples sont amortis en un an ou deux. Dans le cas d'un robot comme « Baxter », cela signifie que l'investissement de 25 000 \$ US est récupéré en un an par l'économie sur la main d'œuvre. Le reste constitue un gain. Parions que les entreprises, toujours à la recherche de profits plus élevés, seront de plus en plus nombreuses à adopter des robots.

Ce sujet fait maintenant l'objet d'études sérieuses (par McKinsey, par exemple) qui estiment que la moitié des tâches et des types d'emplois seront touchés à moyen terme, même en Occident.

C'est un enjeu en pleine évolution et il aura d'importantes répercussions sur les investissements, l'économie, les perspectives d'emploi et notre vie quotidienne.

Si vous souhaitez discuter de cet article ou d'autres sujets qui vous préoccupent, n'hésitez pas à communiquer avec nous.

Veuillez agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos sentiments distingués.



Fabrice Vinet, MBA, FCSI<sup>MD</sup>  
Gestionnaire de portefeuille  
514 876-2833  
[fabrice.vinet@vmd.desjardins.com](mailto:fabrice.vinet@vmd.desjardins.com)

### Mise en garde

Le présent document peut contenir des statistiques provenant de tiers que nous estimons fiables. Valeurs mobilières Desjardins ne se prononce pas à savoir si l'information statistique obtenue est exacte et complète, et l'utilisateur ne saurait s'y fier en ce sens. Les estimations, les opinions et les recommandations exprimées aux présentes le sont en date de la présente publication et peuvent changer sans préavis.

Le conseiller de Valeurs mobilières Desjardins dont le nom est publié en page frontispice du présent document ou au début de toute rubrique de ce même document atteste par la présente que les recommandations et les opinions exprimées aux présentes reflètent avec exactitude son point de vue personnel à l'égard de la société et des titres faisant l'objet du présent document ainsi que de toute autre société ou de tout autre titre mentionné au sein du présent document dont le conseiller suit l'évolution. Il est possible que Valeurs mobilières Desjardins ait déjà publié des opinions différentes ou même contraires à ce qui est exprimé ici. Ces opinions sont le reflet des différents points de vue, hypothèses et méthodes d'analyse du conseiller qui les a rédigées.

Fabrice Vinet est inscrit à titre de gestionnaire de portefeuille auprès des organismes d'autoréglementation. Il est autorisé, conformément aux dispositions de la Règle 1300 de l'OCRCVM, à prendre des décisions de placement et à donner des conseils relativement à des titres pour des comptes gérés. À l'exception de Fabrice Vinet, aucun membre de son équipe ne peut exercer de pouvoirs discrétionnaires sur le compte d'un client, approuver des ordres discrétionnaires pour un compte géré ou participer à la formulation de décisions de placement prises au nom d'un compte géré ou de conseils donnés relativement à ce dernier.

Desjardins Gestion de patrimoine Valeurs mobilières est un nom commercial utilisé par Valeurs mobilières Desjardins inc. Valeurs mobilières Desjardins inc. est membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE).