

- LETTRE FINANCIÈRE - QUATRIÈME TRIMESTRE 2020

Bilan et leçons de 2020

Dans son rapport de Janvier 2021, la Banque Mondiale estime que l'économie mondiale a reculé de -4,3% en 2020 et croîtra selon son scénario central de 4,0% en 2021 et de 3,8% en 2022. Pour les États-Unis, un estimé de -3,6% en 2020, 3,5% en 2021 et 3,3% en 2022. Si on porte notre attention sur le long terme, la Banque Mondiale prévoit une croissance « potentielle » moyenne de 1,9% pour les dix prochaines années vs 2,5% pour les dix dernières et 3,3% pour la première décennie du 21^e siècle. Ce qui importe pour nous dans ces projections ne sont pas des chiffres précis, mais plutôt les facteurs qui sous-tendent ces prévisions. La Banque Mondiale croit que la croissance sera affectée par le vieillissement de la population, la baisse des échanges due à la montée du nationalisme économique, les niveaux de dette élevés, une baisse des investissements en capital et des perturbations en éducation provoqués par la pandémie. Des découvertes technologiques et des politiques publiques éclairées feraient contrepoids. Le gouvernement canadien quant à lui prévoit que la pandémie a retranché 0,5% à la croissance « potentielle » de long terme de l'économie canadienne, maintenant une croissance réelle estimée de 1,4% annuellement. Ce potentiel dépend notamment de l'investissement des entreprises, de la croissance de la productivité et de la formation et maximisation de la participation de la main d'œuvre. Les chiffres réels futurs dépendront donc de la bonne gouvernance et des politiques publiques.

Sur le plan boursier, l'année 2020 a été riche en leçons. La pandémie a provoqué une chute boursière (S&P500) très rapide d'environ -35% et une remontée tout aussi rapide de 68% au 31 décembre. Il est bien évident que cette remontée boursière a été due aux mesures sans précédent des gouvernements et banques centrales pour pallier aux effets de la pandémie sur l'économie. Sans ces mesures, les bourses seraient selon nous encore en terrain négatif, même avec les vaccins, car l'économie sera probablement plus faible pour de nombreuses années. La remontée boursière fulgurante a aussi entraîné selon nous un bulle spéculative sectorielle, notamment dans le secteur du logiciel infonuagique et des véhicules électriques/énergies vertes, mais aussi d'autres secteurs qui ont un aura de « nouveauté ». Nous en tirons quelques conclusions pour nous, investisseurs individuels :

1. Toute somme investie en bourse devrait pouvoir faire l'objet d'une sévère correction sans que l'investisseur panique et décide de vendre ; chacun devrait donc réévaluer sa tolérance à la volatilité à la lumière de son comportement lors de la correction en mars 2020 ;
2. La tolérance à la volatilité dépend de plusieurs facteurs, dont notre situation d'emploi et/ou l'importance de notre coussin d'urgence en encaisse pour couvrir des dépenses familiales; de notre compréhension de l'histoire de la bourse ; de notre compréhension des facteurs

affectant les revenus et dépenses de chacune de nos entreprises en portefeuille ; et finalement de notre expérience passée à vivre plusieurs cycles boursiers ;

3. La bulle technologique que nous vivons présentement doit nous amener à examiner notre comportement durant cette bulle ;
4. L'impact à long terme des interventions gouvernementales et banques centrales sur l'économie et sur les marchés boursiers reste à être déterminé.

Effets psychologiques de la pandémie et des bulles spéculatives

Il est important d'identifier les émotions que nous vivons et de voir comment cela affecte nos investissements. La pandémie provoque un stress émotionnel, de l'anxiété, de l'ennui, de la lassitude, de la peur et de l'espoir face à un environnement très incertain. Dans un environnement hautement anxiogène, la tendance naturelle est de vouloir agir pour nous donner l'impression que nous contrôlons notre destin. Souvent, nos achats/ventes en périodes anxiogènes s'avéreront malavisées.

Les bulles spéculatives commencent toujours par une thèse d'investissement très réaliste, mais finissent par une exagération et une exubérance irrationnelle. Dans le cas présent, la transformation vers une économie plus propre, digitale, dématérialisée, automatisée est une réalité incontestable. L'idée de départ est donc bonne. Le problème, comme en 1997-2000 avec les dotcoms est que cette bonne idée fait l'objet d'une enflure graduelle où, arrivés à un certain point, les investisseurs ne considèrent plus le prix payé et sont motivés par la peur du regret de ne pas participer à la hausse (« Fear of Missing Out » ou « FOMO »), par la dopamine sécrétée lors d'un investissement et par la tendance à n'écouter que ce que l'on espère être vrai (le « wishful thinking » du biais de confirmation).

Présentement, il semble que la croissance de l'économie traditionnelle « tangible » dans les prochaines années sera faible. Les investisseurs cherchent donc des secteurs qui auront une croissance plus forte comme les logiciels, la biotechnologie, les thérapies géniques, les jeux vidéo, les ventes en ligne, les vidéoconférences, les réseaux sociaux, les applications infonuagiques, le divertissement et l'entraînement en ligne, l'automatisation industrielle et la robotisation, l'internet des objets, les énergies renouvelables, etc. Bien qu'il soit vrai que ces secteurs croîtront plus rapidement et que l'innovation sera le moteur du redressement économique, cela ne veut pas dire que nous pouvons facilement identifier les entreprises qui gagneront la féroce concurrence dans ces secteurs et que la croissance parfois fulgurante des premières années de certaines entreprises se poursuivra suffisamment longuement pour justifier leurs valeurs actuelles en bourse. Voici quelques indicateurs de notre thèse d'une bulle spéculative :

1. Les Offres Publiques Initiales (OPI) en 2020 aux États-Unis ont été lancées avec un ratio prix/ventes moyen de 24x par rapport à une moyenne de 6x depuis 2010 (et de 45x lors de la bulle techno de 2000) ; il y a eu 480 OPI en 2020, un record, par rapport à 233 en 2019 et le précédent record de 397 en 2000; 70% des entreprises sont déficitaires et leur prix en bourse a progressé en moyenne d'environ 64% en 2020 ;
2. L'investissement sur marge (emprunter pour investir) est à un niveau record ;
3. Le prix du Bitcoin est à un record, un indicateur à notre avis de frénésie populaire ;
4. Environ 10 millions de nouveaux comptes de courtage ont été ouverts en 2020 aux États-Unis, alors que les casinos ont été fermés par la pandémie;

5. Un certain niveau d'agressivité des investisseurs, qui ne veulent pas se faire dire par leurs conseillers qu'il y a spéculation et/ou bulle, par peur de perdre l'occasion d'une remontée (FOMO) ; cette agressivité a été remarquée vers la fin des deux dernières bulles de 2008 et 2000 ;
6. Les exagérations comptables et de mesures financières par les dirigeants d'entreprises (durant le présent cycle : exagération de notions telles que « revenus récurrents », « nouveaux clients », etc.) ;
7. Voici quelques évaluations actuelles (qui nous font penser à Cisco Systems (CSCO) en mars 2000 à un Cours/Bénéfices de 196x et un prix par action de 77\$, par rapport à 45\$ aujourd'hui, vingt ans plus tard) :

	Valeur boursière (US\$ milliards)	Ventes	Cours/ventes	Bénéfices	Cours/bénéfices
Tesla	\$806.1	\$28.2	28.6x	\$0.5	1 512.5x
Snowflake	79.8	0.5	163.1x	-0.4	pas significatif
Zoom	111.7	2.0	57.1x	0.4	262.6x
Airbnb	96.0	3.3	29.4x	-1.0	p/s
Doordash	60.2	2.2	27.2x	-0.3	p/s
Crowdstrike	50.1	0.8	65.8x	-0.1	p/s
DocuSign	47.6	1.3	36.7x	-0.2	p/s
Twilio	59.3	1.5	38.4x	-0.4	p/s
Datadog	31.8	0.5	58.9x	0.0	p/s
Shopify	147.5	2.5	60.0x	0.2	747.4x
Okta	34.2	0.8	44.5x	-0.2	p/s
Atlassian	57.7	1.7	33.7x	-0.4	p/s
Coupa Software	24.3	0.5	49.6x	-0.1	p/s
Dye & Durham	2.2	0.1	41.3x	0.0	p/s
Nuvei	8.3	0.3	24.5x	-0.1	p/s

Sur les centaines de titres en extrême surévaluation, il y en aura peut-être quelques uns qui vont réussir à croître jusqu'à justifier leur prix, mais les probabilités pour nous de frapper dans le mille ne sont pas favorables. Pour chaque Amazon, quelques milliers perdront leur chemise. C'est un peu comme essayer en 1910 de choisir lesquelles parmi les centaines d'entreprises automobiles allaient survivre.

Ce qu'il y a d'important à retenir avec les bulles spéculatives est qu'elles peuvent durer de nombreuses années, ce qui vient tester nos convictions et notre patience car nous aurons « l'air fou » pendant toutes les années où nous jugeons les prix détachés de la réalité. Les augmentations de prix se nourrissant elles-mêmes, leur rythme d'amplification s'accroît et provoque une tentation irrésistible. Jusqu'au jour où la réalité rattrapera les prix exagérés et la chute se passera alors très violemment, à un moment imprévisible.

Comment investir en période de bulle spéculative: 1/ Voir les choses titre par titre et client par client ; 2/Rester discipliné et avoir l'humilité de se limiter aux entreprises que l'on comprend bien 3/ Éviter l'euphorie, l'avidité et l'envie.

Tout comme lors de la bulle technologique de 2000 lors de laquelle nous avons eu beaucoup de succès malgré le krach de -82% du Nasdaq, durant la présente bulle, nous continuons de regarder chacun de nos titres individuellement et essayons d'estimer le mieux possible la position de chaque titre sur une échelle d'évaluation allant d'extrême sous-évaluation à extrême surévaluation. Il y a des secteurs et des entreprises qui restent selon nous à des évaluations raisonnables.

Notre rôle principal en tant que gestionnaires de portefeuilles est d'identifier au meilleur de nos connaissances les risques et les opportunités et de trouver l'équilibre entre ces deux incertitudes. Parmi les risques pour les prochaines années, notons une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, une reprise économique faible, une mutation plus grave du coronavirus ou une autre pandémie plus grave, des cyber-attaques et autres chocs politiques ou naturels externes. Parmi les opportunités, nous cherchons toujours des situations peu médiatisées et/ou délaissées sous l'effet des modes passagères, mais qui ont un potentiel stratégique de long terme. En même temps, nous travaillons sur un tableau de bord d'entreprises innovantes pour nous aider à rester au fait des perturbations technologiques potentielles. Nous cherchons aussi à établir des contrepoids naturels (natural hedges) pour parer à différents scénarios. Par exemple, advenant une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, certains titres dans notre portefeuille actuel en bénéficieraient. Advenant que les taux restent bas longtemps, une autre portion en bénéficierait. Advenant une mutation plus grave ou une prolongation du coronavirus, certaines de nos entreprises y trouveraient leur compte.

Il faut toujours se rappeler les deux règles fondamentales en investissement : numéro un: ne pas perdre d'argent ; numéro deux : ne pas oublier numéro un.

Les sections suivantes sont réservées à nos clients

Le document est préparé à titre d'information seulement et ne constitue pas un conseil en matières légale, fiscale ou d'investissements. Tout le matériel constitue notre meilleur jugement au moment où il est écrit et est donné de bonne foi. Tous les faits, données et opinions peuvent changer en tout temps sans préavis. La performance passée ne garantit pas la performance future. La performance future n'est jamais garantie. Ce document ne constitue pas une sollicitation. L'utilisation du nom Préfontaine Capital Inc. ou de toute information contenue aux présentes ne peut être copiée ou redistribuée sans l'accord préalable de Préfontaine Capital Inc.