

- LETTRE FINANCIÈRE - DEUXIÈME TRIMESTRE 2021

Perspectives

La Banque mondiale dans son rapport de juin prévoit 5,6% de croissance mondiale en 2021, avec des incertitudes quant à la progression de la pandémie, la vaccination et le niveau élevé de dettes gouvernementales, surtout dans les pays émergents. Pour 2022, elle prévoit 4,3% et 3,1% en 2023. Aux États-Unis, un récent sondage d'économistes américains prévoit une croissance de 6,9% en 2021, 3,2% en 2022 et 2,3% en 2023. En Europe, la hausse des infections a provoqué un ralentissement, mais la Banque mondiale prévoit une croissance de 4,2% en 2021, 4,4% en 2022 et 2,4% en 2023. Au Canada, la Banque du Canada prévoit que l'économie progressera de 6% en 2021 et 4,6% en 2022, aidée notamment par la hausse des prix des matières premières et l'investissement résidentiel. Elle prévoit l'inflation à un peu plus de 3% en 2021, 2% en 2022, un peu plus de 2% en 2023 et 2% en 2024. La Banque du Canada a commencé à retirer un peu de stimulus en réduisant son programme d'achat d'obligations et prévoit commencer à hausser les taux d'intérêt en 2022. La reprise économique est favorisée par la vaccination, la demande refoulée dans certains secteurs et un bilan des ménages aidé par les transferts gouvernementaux. Cette forte demande continue de créer des pénuries sectorielles de biens et de main-d'oeuvre qui provoquent des goulots d'étranglement dans certaines chaînes d'approvisionnement. En retour, ceci génère une forte inflation, jugée temporaire par les experts, dans certains secteurs comme les puces électroniques, les voitures usagées et les conteneurs maritimes. Les taux d'intérêt très bas créent aussi une surchauffe immobilière.

Le bilan de la Réserve Fédérale a cru de 4,4 billions \$ (4 400 milliards) en mars 2020 à 7,1 billions \$ en mai 2021. La réponse du congrès américain à la Covid-19 devrait totaliser 5,1 billions \$ ou 4,4% du PIB d'ici à 2024 selon le Committee for a Responsible Federal Budget, vs 2,4% durant la crise financière de 2007-09. Nous ne sommes pas des experts en économie, mais il nous semble que l'endettement massif des gouvernements devra être remboursé de trois façons : soit par des taxes, tarifs et impôts plus élevés, soit par l'inflation, soit par une croissance économique plus forte, ou par une combinaison des trois. En gros, s'enrichir aujourd'hui avec de la dette implique s'appauvrir plus tard, à moins que l'on réussisse par des investissements productifs et de l'innovation à créer assez de richesse additionnelle pour compenser, ce qui est faisable mais pas facile. Taxer plus n'est pas facile politiquement. Le plus facile des trois nous semble être de rembourser les dettes par l'inflation (l'inflation diminuant la valeur de l'argent). Alors la question de l'inflation pour nous n'est pas de savoir si cette année et l'année prochaine l'inflation augmentera et ensuite diminuera. La question est sur les dix prochaines années, quel sera le niveau d'inflation et de taux d'intérêt et est-ce que cela sera un facteur défavorable sur l'économie. Cela reste à être déterminé et même les plus grands spécialistes ne s'entendent pas.

Les bourses ont poursuivi leur progression au second trimestre. Le ratio d'évaluation pour le S&P500 dans son ensemble est proche du sommet de l'année 2000, bien qu'un petit nombre de grandes sociétés technologiques très fortement évaluées distordent la moyenne.

Risques climatiques

Lorsque nous étudions les risques et les opportunités d'affaires de long terme, nous pensons qu'un thème majeur sinon le thème majeur des dix prochaines années sera la crise environnementale (climat et biodiversité). Selon le 6^e rapport de synthèse à venir du GEIC (Groupe d'Experts Intergouvernemental sur l'Évolution du Climat) de l'ONU, dont une partie a été dévoilée en juin, le rythme de réchauffement climatique et ses impacts sont beaucoup plus rapides que l'on pensait. Il est inévitable que les gouvernements à travers le monde devront accélérer encore plus les mesures de décarbonisation et cela créera un grand pan d'actifs échoués. Selon certains chercheurs, les marchés boursiers pourraient chuter de 20% si une taxe sur le carbone de 75\$US la tonne était subitement imposée globalement et de 40% avec une taxe de 150\$US. Ce n'est évidemment qu'une hypothèse et personne ne le sait vraiment, mais nous ne voulons pas être du mauvais côté de cette réalité financière et nous devons nous assurer de la résilience de nos entreprises en portefeuilles advenant un resserrement rapide des lois environnementales dans les années à venir. À noter que le coût de l'émission d'une tonne de carbone en Europe est présentement de 55 € et de 40\$CAD au Canada (augmentant à 50\$ en 2022 et 170\$ en 2030). Il y a dans le monde 64 initiatives de prix sur le carbone qui couvrent 21,5% des émissions mondiales. Le Canada vient d'adopter la loi C-12 qui balisera de façon plus stricte le chemin menant à une économie carboneutre d'ici 2050 avec une cible de réduction de 40% à 45 % en 2030 vs les émissions de 2005. Il y a quelques jours, la Commission Européenne a annoncé leur plan climatique 2030, incluant des tarifs pour les produits importés de sources sans prix sur le carbone. Il s'agit du plan le plus détaillé et le plus avancé au monde. Il vise une réduction en 2030 des émissions de carbone de 55% par rapport aux émissions européennes de 1990. On voit qu'il y a encore du chemin à faire avec pour le moment une grande fragmentation dans la réglementation.

Le « Greenwashing »

Dans le monde de l'investissement, nous avons vu au cours du trimestre une recrudescence de ce qu'on appelle le « greenwashing » c'est-à-dire la prétention de certaines entreprises et fonds d'être verts et durables alors que ce n'est pas vraiment le cas. Les standards internationaux concernant ce qui peut être qualifié de vert, durable ou responsable sont en formation, mais pour le moment disons qu'ils sont très élastiques et sujets à abus. Le Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (organe du Financial Stability Board, organisme international de gestion du système financier international) a émis des recommandations qui sont un bon premier pas pour que les entreprises puissent calculer et divulguer leurs émissions de carbone. Aussi, les pays du G7 ont mis sur pied un International Sustainability Standards Board (ISSB) qui devrait commencer cet automne à établir des standards communs de divulgation des effets du changement climatique sur les entreprises. Un premier ensemble de standards devraient être émis à la mi-2022. Par ailleurs, les banques centrales sont en train d'élaborer des tests de résistance climatique pour les banques et les assureurs, mais nous en sommes aux premiers balbutiements. Aussi, en Europe, une réglementation vient de voir le jour contre le « greenwashing » des fonds mutuels : le Sustainable Finance Disclosure Regulation. La première phase de la réglementation a pris effet le 10 mars dernier.

Comment Investir

Comme vous le savez, nous investissons dans des entreprises que nous espérons conserver au moins 5 à 10 ans et idéalement plus longtemps puisque nous cherchons à composer nos rendements nets de l'impôt à un rythme élevé. Ce qui fait que notre attention se porte notamment sur des tendances lourdes sur le plan économique, politique, social, technologique, scientifique et environnemental; nous consacrons toutefois la majeure partie de nos énergies à essayer de comprendre la dynamique concurrentielle spécifique à nos entreprises et à évaluer la qualité des dirigeants. Nous essayons de nous former une opinion sur les perspectives de nos entreprises durant la prochaine décennie. Nous cherchons aussi lorsque possible des situations particulières où les facteurs de réussite seront indépendants ou moins sensibles à la direction future de l'économie (ce que certains appellent des situations idiosyncratiques). Un exemple serait un nouveau médicament révolutionnaire contre le cancer sans concurrence crédible. Même si l'économie périclitait ou que l'inflation faisait rage, ce médicament se vendrait probablement bien et à de bonnes marges bénéficiaires. Nous avons dans ce sens ajouté à notre investissement dans notre solide entreprise biopharmaceutique en mai, son prix fléchissant alors que le marché portait son attention sur des modes passagères.

Comme vous l'avez remarqué, nous avons pris des profits sur des titres où le rapport entre le rendement espéré et le risque devenait à notre avis moins favorable. Notre but était aussi de constituer des réserves de « poudre sèche » (encaisse) pour nous positionner à acheter lorsque le lanceur (le marché boursier) nous enverra une balle facile. Nous attendons que le lanceur soit distrait, surexcité ou déprimé (idéalement à un point de pessimisme maximal) et nous en lance une facile. Contrairement au baseball, nous pouvons en tant qu'investisseurs laisser passer autant de balles que nous voulons. C'est pourquoi notre moyenne au bâton est élevée.

Une autre caractéristique de notre façon d'investir est la grande attention (certains diront obsession) que nous portons aux risques, c'est-à-dire à la probabilité de perdre définitivement notre capital. Notre attention va d'abord aux risques d'affaires spécifiques des entreprises que nous évaluons. Une petite partie de notre attention porte sur les risques systémiques, c'est-à-dire les risques généraux de marché, qui sont toutefois très difficiles à juger et moins importants pour un investisseur de long terme.

Relecture de *Warren Buffett's Ground Rules*

Nous avons relu récemment certains passages du livre *Warren Buffett's Ground Rules* par Jeremy Miller sur les jeunes années d'investisseur de Warren Buffett, de 1957 à 1969. Tout le livre est exceptionnel mais un passage du jeune Buffett nous a particulièrement frappés :

The evaluation of securities and businesses for investment purposes has always involved a mixture of qualitative and quantitative factors. (...) although I consider myself to be primarily in the quantitative school, the really sensational ideas I have had over the years have been heavily weighted towards the qualitative side where I have had "high-probability insights". (...) So the really big money tends to be made by investors who are right on qualitative decisions

but, at least in my opinion, the more sure money tends to be made on the obvious quantitative decisions”.

Quand on pense à Amazon, alors que le titre était passé de plus de 105\$ en 1999 à environ 6\$ en 2001, nous doutons qu’il y ait eu beaucoup de réconfort sur le plan quantitatif en 2001. Il fallait donc croire dans le modèle d’affaires qui n’était pas prouvé à ce moment. Il est important de comprendre que l’économie s’est grandement dématérialisée depuis une vingtaine d’années et que les actifs intangibles forment maintenant une part importante de l’activité économique sinon dominante en termes de croissance future. Ceci fait en sorte que l’évaluation des entreprises devient de moins en moins quantitative et de plus en plus qualitative. Ceci implique aussi que le risque de se tromper devient plus grand pour ceux qui ne se donnent pas de balises et se laissent emporter par des vœux pieux. Il faut accepter de laisser passer un grand nombre de situations où il est impossible de quantifier le risque avec un degré raisonnable de conviction et ne pas se morfondre dans le regret de tout ce qui s’avère a posteriori un succès auquel on n’a pas participé. L’aiguille devra toutefois bouger un peu plus à droite sur l’échelle allant de *preuve tangible de succès passé* à *espoir de succès futur fondé sur une bonne idée*. Mais nous devons bien baliser nos « visions perspicaces à haute probabilité » pour nous assurer que nous nous limitons à des situations où la probabilité de perdre notre capital est très basse. Cela doit rester notre priorité.

LES SECTIONS SUIVANTES SONT RÉSERVÉES AUX 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.