

- LETTRE FINANCIÈRE -
SECOND TRIMESTRE 2022

Perspectives économiques et financières et stratégie d'investissement

Les faits marquants du second trimestre ont été la hausse plus marquée des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine et la banque du Canada et son effet dépréciant sur le prix des actifs, face à une inflation d'environ 8-9%. Le S&P500 a chuté de 20% depuis le début de l'année jusqu'au 30 juin. Les plus récentes estimations de croissance de l'économie américaine sont pour le moment à 1,7% pour 2022 et 0,5% pour 2023. Le taux de chômage est à 3,6% et il y a présentement plus d'emplois disponibles que de chômeurs. Il semble que la Covid ait retiré un grand nombre de travailleurs du marché de l'emploi. Au Canada, la croissance est pour le moment estimée à 3,5% en 2022 et 1,8% en 2023. Le taux de chômage est très bas à 4,9% au Canada. Au Québec, la croissance est estimée à 3,6% en 2022 et 1,8% en 2023. Le taux de chômage est à 4,3%, notamment dû à une démographie plus vieille et au départ massif à la retraite des baby boomers, conjugué à un taux d'immigration plus bas qu'ailleurs au Canada.

Beaucoup d'emphase dans les médias est mise sur la chute des bourses en 2022, la plus forte depuis 52 ans. Mais il ne faut pas oublier que même après cette chute, sur les trois dernières années, la bourse a généré un rendement annualisé aux É-U de 10,6% (S&P500) et de près de 8% au Canada (au 30 juin); sur les dix dernières, près de 13% annualisé (S&P500) et de 8,2% au Canada, ce qui est très bon. Beaucoup d'emphase est aussi mise dans les médias sur les risques de récession. Ce n'est pas vraiment ce qui est important pour nous investisseurs. Qu'il y ait une récession ou non ne change pas grand-chose quand on détient de solides entreprises pour le long terme, car elles profitent des récessions pour se renforcer vis-à-vis leurs concurrents. Plus significatif est de savoir s'il y aura une période de stagflation de plusieurs années ou non, comme dans les années '70. Personne ne peut répondre à cela avec un degré suffisant de certitude pour que cela soit utile.

Prédire ce qui va se passer dans les prochains 12 ou 24 mois est très difficile sinon impossible. Toutes les opinions sont dans la nature. Certains pensent que nous nous dirigeons vers une correction boursière additionnelle importante (20%-25% de chute additionnelle) suivant un resserrement monétaire très rapide et sévère au cours des prochains trimestres. Ils pensent que les banques centrales ne pourront venir sauver l'économie comme en 2001 et en 2008. Aussi, le commerce mondial n'est pas dans une période d'expansion comme en 2001, mais plutôt en phase de déglobalisation suite au conflit Chine-Russie/É-U. La transition énergétique vers une économie verte (« greenflation ») et le vieillissement de la population sont d'autres facteurs structurels qui pourraient être inflationnistes. D'autres commentateurs, à l'inverse, pointent sur la baisse déjà marquée des cours boursiers de certains secteurs comme la technologie (-50% pour de nombreux titres), le taux de chômage très bas, ainsi que le bilan solide des ménages et des banques pour dire que les valorisations en bourse sont

raisonnables. Nous penchons vers l'idée que le nettoyage des excès des dix dernières années devrait normalement prendre du temps, probablement quelques années, et cela teinte quelque peu la position pour le moment plus défensive de nos portefeuilles. Une des incertitudes qui milite pour la prudence selon nous est l'impact du plan de réduction des portefeuilles de titres de dette (« bilans ») des principales banques centrales (US-Europe-G-B) dans les prochaines années. Il n'y a pas de précédent historique à une telle expérience monétaire, contrairement à une hausse importante des taux d'intérêt, où les années '70 et '80 peuvent servir de point de repère. La Réserve fédérale américaine prévoit réduire son portefeuille de 95G\$ par mois à partir de septembre (sur un bilan d'environ 9 billions\$ (9 000 milliards)). Théoriquement, lorsqu'on réduit la liquidité, cela augmente la volatilité des prix. Cela pourrait mener à des situations de prix exagérément bas ou élevés, ce qui paradoxalement pourrait créer des occasions pour nous, investisseurs de long terme. Mais la meilleure attitude intellectuelle est d'admettre que nous ne pouvons nous fier sur une prévision précise et nous devons donc diversifier nos avoirs, pour faire face à plusieurs scénarios possibles sur le court et moyen terme.

Toutefois, le plus important est d'essayer de se faire une idée sur le plus long terme (5 à 10 prochaines années) des perspectives spécifiques de chacune des entreprises dans lesquelles nous investissons. Investir dans des entreprises de première qualité est la meilleure façon de parer à l'inflation ou aux récessions. Notre analyse porte sur la force concurrentielle, la capacité à augmenter ses prix, les perspectives de croissance ainsi que sur la qualité des dirigeants, plutôt que sur ce que fera la Réserve fédérale, les taux d'intérêt, l'inflation, l'économie ou Vladimir Poutine. Les grandes tendances structurelles et durables sur le long terme nous intéressent davantage : par exemple, démographie vieillissante, changements climatiques/biodiversité et automatisation-robotisation de l'économie. Au moment de l'achat d'un titre coté en bourse, nous cherchons à savoir au meilleur de notre connaissance si au prix payé, nous pouvons espérer composer annuellement un rendement après impôt adéquat au-dessus de l'inflation sur les 5 à 10 prochaines années.

En conclusion, le nettoyage des excès suit son cours, et nous voyons favorablement la hausse des taux d'intérêt, la correction boursière et la correction des prix de l'immobilier, qui devraient nous mener vers un environnement économique et des valorisations d'actifs plus solides et plus durables.

Nos investissements

À la toute fin du second trimestre, la vente d'**Intertape Polymer Group (ITP)** à Clearlake Capital Group pour 40,50\$ par action a été complétée. Puisqu'ITP constituait près de 10% de notre portefeuille d'actions, cela nous laisse un important coussin d'encaisse. Après la fin du trimestre, nous avons complété la vente finale d'**Abbvie (ABBV)**, ce qui a augmenté davantage notre encaisse. Nos portefeuilles sont positionnés avec la plus grande proportion d'encaisse et quasi-encaisse depuis 2007 (incluant les revenus fixes très courts) par rapport à nos cibles en actions, ce qui est avantageux à ce stade-ci du cycle économique et boursier, car nous pourrions profiter des prix plus bas pour acheter d'excellentes entreprises.

Au cours du second trimestre, nous avons ajouté à quelques-unes de nos positions en actions dans les portefeuilles dont les pondérations en actions étaient particulièrement basses par rapport à leur cible.

Nos rendements boursiers lors de la présente correction ont été particulièrement bons; nous avons excédé notre indice de référence (50% S&P500 RT CAD – 50% S&PTSX RT) par 516 pdb (5,16%) depuis le début de l'année et par 502 pdb (5,02%) depuis un an. Cela a aidé à améliorer notre surperformance sur le plus long terme.

Notre portefeuille de revenus fixes a très bien fait puisque nous avons une moyenne d'échéances très courte. Depuis le début de l'année 2022, notre rendement en obligations est de -0,1% vs -11,8% pour l'indice obligataire universel canadien, une surperformance donc de 1170 pdb (11,7%). Notre rendement de marché monétaire a été de +1,0%. Au total, nos revenus fixes (marché monétaire plus obligations) sont restés en territoire légèrement positif avec environ +0,06%.

Si on prend nos rendements d'actions et de revenus fixes ensemble, nous pouvons affirmer que nous avons eu la prévoyance de bien positionner nos portefeuilles, assez défensivement, pour nous adapter à l'avance à l'environnement actuel.

Durant les prochains mois et trimestres, nous prévoyons continuer à augmenter la pondération en actions en vue d'atteindre la cible en actions pour chacun de nous, à commencer par ceux qui ont un plus grand écart négatif vs leur cible. Si les prix des excellentes entreprises que nous suivons chutent très fortement à partir de ce point-ci, nous prévoyons augmenter la pondération en actions au-dessus des cibles, en marche vers les maximums, dépendamment de l'amplitude des corrections de prix futures et des occasions que nous pouvons identifier, au cas par cas.

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.