

- LETTRE FINANCIÈRE - QUATRIÈME TRIMESTRE 2021

Perspectives économiques et financières

Dans son rapport de janvier, la Banque Mondiale prévoit un ralentissement de la croissance mondiale en 2022 à 4,1% (de 5,5% estimé en 2021) dû à la Covid, à la réduction du support budgétaire et monétaire des gouvernements et aux problèmes persistants dans les chaînes d'approvisionnement. Dépendant de la trajectoire de la pandémie, la Banque estime que la croissance pourrait varier de 0,2% à 0,7% autour de sa projection de base. La prévision pour 2023 est de 3,2%. Aux États-Unis, un récent sondage des économistes du secteur privé indique que les attentes de croissance pour l'année 2022 sont passées de 3,6% en octobre à 3,3% maintenant, ce qui reste une bonne croissance. Des experts pensent que la pandémie entrera éventuellement en phase endémique, c'est-à-dire que le virus persistera et se transformera, mais que ses effets seront plus limités, de sorte que nous pourrions revenir graduellement à une vie plus normale, mais toujours sujette à des mesures d'adaptation.

Quant à l'inflation, elle a été de 7,0% pour les douze mois au 31 décembre aux É-U (4,8% au Canada). Les spécialistes s'entendent pour dire qu'une partie de cette inflation est due aux effets de la pandémie sur les chaînes d'approvisionnement et est temporaire : les chaînes d'approvisionnement de biens physiques sont perturbées par la forte demande conjuguée à la faible offre. La demande pour les biens est augmentée par l'argent qui a été mis massivement entre les mains des consommateurs par les gouvernements et par la réduction due à la pandémie de la possibilité alternative de dépenser pour des services (voyages, restaurants, services personnels, etc); l'offre pour les biens physiques est aussi diminuée par la pandémie qui a mis les manufacturiers, producteurs, distributeurs et transporteurs à court d'employés. Mais peu de spécialistes s'accordent pour dire quelle proportion de l'inflation actuelle est plus permanente et plutôt due à l'argent massif qui a été imprimé par les banques centrales et l'argent massif injecté par les gouvernements dans leur économie. Pour le moment, la réserve fédérale (la Fed) estime que l'inflation aux É-U sera de 2,6% en 2022 et de 2,3% en 2023, mais cela change continuellement et la Fed doit faire attention dans ses prédictions à ne pas elle-même créer des attentes inflationnistes. Le marché s'attend pour l'instant à quatre à cinq hausses de taux en 2022 aux É-U et cinq à six au Canada. Le taux de chômage aux É-U a fortement chuté à 3,9%, ce qui pourrait favoriser l'inflation. Certains experts estiment que l'inflation en 2022 pourrait aller de 1% dans un scénario de récession à 6% dans un scénario d'instabilité géopolitique majeure. Sur une plus longue période de cinq ans (2022-2026), les marchés anticipent une inflation un peu sous les 3%. Le risque principal pour les bourses est que les hausses de taux requises pour mater l'inflation dans les prochaines années soient plus rapides et plus prononcées que ce qui est présentement anticipé.

Comment investir : s'intéresser à ce qui renforce une entreprise mais ne paraît pas encore.

Il est difficile de dire ce que vaut un actif quand les conditions monétaires sont très relâchées. Nous aurions aussi une meilleure idée de la valeur soutenable de nos portefeuilles (et de notre immobilier) si les taux d'intérêt étaient plus normaux et que le portefeuille des banques centrales était moins gonflé (aux É-U, il approche 9 billions \$ (9 000 milliards) vs 4 billions \$ avant la pandémie). L'éventail des possibilités quant au futur est grand et nous préférons ne pas nous aventurer à faire des prédictions; mais disons que la conjugaison des évaluations élevées, des taux d'intérêt très bas par rapport à l'inflation et de la phase de réduction de la liquidité par les banques centrales dans laquelle nous entrons augmente les risques d'une correction boursière, surtout évidemment des titres dont les attentes futures sont surévaluées par le marché.

Nous avons au cours de l'année 2021 continué à rééquilibrer les portefeuilles en vendant/réduisant graduellement des titres qui nous semblaient surévalués ou pleinement évalués pour augmenter notre coussin de sécurité (encaisse/revenus fixes très courts) ou réinvestir dans des titres sous-évalués, selon la situation de chacun. Nous avons en général augmenté d'année en année, durant les dernières années de forte progression des multiples boursiers, notre coussin de sécurité. Surtout ceux d'entre nous qui sont plus âgés sont en meilleure position que jamais en dollars absolus de coussin de sécurité, après avoir cristallisé de solides gains. Lorsque les bourses subiront une forte chute, nous serons en position d'évaluer sereinement les opportunités. Toutefois, même après trois années de forte hausse, nous pensons qu'il y a des occasions présentement en bourse pour ceux qui ont trop d'encaisse ou de l'argent frais à placer. Dans l'environnement actuel, il s'agit souvent d'entreprises dont les perspectives pour la prochaine année sont moins bonnes, pour toutes sortes de raisons; le marché n'est pas prêt à attendre et regarde le passé plutôt que le futur. Parfois, c'est une situation de redressement par une nouvelle équipe de direction faisant suite à plusieurs années de déception. C'est une question pour nous de juger le nouveau plan d'affaires et d'évaluer les compétences des nouveaux dirigeants. C'est ce que nous avons fait avec Microsoft, qui nous a procuré un rendement annualisé de 33,1% en dix ans, soit 15,7X notre mise (sans compter le gain additionnel sur la devise). Microsoft était traitée de dinosaure lorsque nous l'avons achetée et peu de gens croyaient en son potentiel. Nous pensions au contraire que la valeur était en train de se bâtir, mais sous la terre, comme les racines d'un bambou¹. Dans les situations de redressement, nous n'aurons pas toujours raison, mais l'important est d'avoir une bonne moyenne au bâton. D'autres fois, une entreprise de grande qualité va bien, mais le marché la perçoit défavorablement pour une raison externe négative, dont il faut juger la durée et la portée réelle et voir si nous sommes en désaccord avec le marché et si oui, pourquoi. Là aussi, c'est notre moyenne qui compte. La situation idéale pour acheter est un krach boursier, car nous pouvons alors acheter à bon rabais des entreprises dominantes, de première qualité, qui n'ont pas de problème spécifique; mais cela n'arrive en moyenne qu'aux 10-12 ans. Mars 2020 nous a donné une correction d'environ 35%, ce qui était bon et nous en avons bien profité, mais 2008-2009 était encore mieux, avec un krach d'environ 55% et là, nous avons "reculé le camion et rempli la benne" de titres de qualité fortement sous-évalués.

¹ Les racines du bambou chinois prennent cinq ans à pousser avant que l'arbre ne sorte de terre; lorsqu'il fini par sortir il peut atteindre 90 pieds de haut en cinq semaines.

Quant aux revenus fixes, la hausse des taux au cours de la prochaine année nous donnera l'occasion d'augmenter nos échéances moyennes qui sont très courtes présentement.

Les dix dernières années et les dix prochaines

Il est utile de régulièrement porter un regard sur le passé pour nous aider à juger ce que nous avons fait, ce qui a fonctionné et ce qui mériterait d'être corrigé pour tenter de faire mieux dans le futur. C'est le principe japonais du « *Kaizen* », soit de l'amélioration continue.

Notre moyenne annualisée de rendement sur 10 ans (pondéré selon le temps-composite de tous les clients) en actions est de 15,3%. Nous possédons un portefeuille essentiellement d'actions canadiennes et américaines; sur cette base, nous pensons que cela nous situe parmi les meilleurs au Canada, tout en ayant pris peu de risque spécifique d'entreprises. Notre véritable objectif en construisant nos portefeuilles n'est pas de battre quiconque, il est plutôt de bâtir pour chacun de vous un portefeuille résilient, à l'épreuve des intempéries, adapté à votre situation et vous permettant d'atteindre le mieux possible vos objectifs financiers. La plupart d'entre vous nous ont confié la quasi-totalité de vos épargnes et sont en phase de décaissement. Cela influence la composition de nos portefeuilles d'actions et nos rendements ne peuvent être comparés à ceux de fonds de couverture agressifs.

Par ailleurs, ce qui est important pour un investisseur individuel est un taux de rendement pondéré selon la valeur monétaire (TRPVM), net de l'impôt, des frais et de l'inflation (appelons-le *triple-net*) de tout son portefeuille (actions et revenus fixes), qui permette d'atteindre ses objectifs personnels et familiaux. Ce taux ne fait pas partie des données offertes dans notre industrie, car il est difficile à calculer et impossible à utilement comparer d'une personne à l'autre. Il reste que cela est la seule mesure réelle de l'enrichissement. Nous mettons beaucoup d'efforts pour minimiser l'impact fiscal de nos placements de sorte que nos rendements nets d'impôts ont été bonifiés depuis dix ans; cela fait une grande différence mais n'est pas facilement mesurable. Selon nous, un facteur encore plus important pour obtenir un TRPVM *triple-net* de long terme élevé est de ne pas paniquer lors des crises et des krachs boursiers et de ne pas se laisser emporter par l'avidité lors des périodes excessives de hausses boursières, comme nous le vivons depuis quelques années. Par exemple, une personne qui a le courage d'injecter des sommes fraîches d'encaisse après un krach boursier et de rester plus défensive après des hausses exagérées des bourses générera un rendement interne (TRPVM) plus élevé. Une des grandes valeurs ajoutées comme gestionnaire de portefeuilles et conseillers se situe à ce niveau et notre réussite à vous aider à aller à contre-courant dépend en grande partie de la confiance que nous réussissons à établir avec vous. Conserver une vision de l'investissement sur plusieurs décennies est la clé du succès, mais est plus facile à dire qu'à faire, étant données les pressions médiatiques et celles provenant de l'industrie financière qui favorisent généralement une vision à court terme.

Le ratio cours/bénéfice (C/B) du S&P 500 a fortement progressé depuis 10 ans. Le ratio actuel peut être interprété de différentes façons, mais pour les prochains 10 ans, personne ne peut prévoir ce que donneront les marchés en général. Nous pourrions faire plusieurs hypothèses. Un exemple typique d'hypothèse est de ramener le multiple d'évaluation du S&P 500 à la normale d'ici 10 ans, à environ 15-16X et de faire une hypothèse de croissance annualisée des profits. Dépendant des hypothèses, nous aurons différentes projections de croissance annuelle du S&P 500. Une foule de variables peuvent changer sur 10 ans et la fourchette des prévisions peut être large (certaines vont

par exemple de 4% à 8%). L'important pour nous face à l'incertitude, est de posséder un portefeuille diversifié d'une vingtaine de sociétés de qualité nettement supérieure aux indices et d'investir lorsque les attentes du marché sont à notre avis trop basses. L'investisseur doit donc avoir l'expertise et le jugement pour savoir d'abord reconnaître les entreprises exceptionnelles et ensuite savoir en déterminer la valeur. C'est ce qui nous a permis de faire mieux que nos indices depuis 10 ans. Mais pour faire encore mieux dans l'avenir et appliquer le *Kaizen*, nous allons travailler sur trois types d'erreurs que nous avons commises dans le passé : 1/ ne pas avoir acheté des entreprises exceptionnelles parce que nous les pensions trop chères; 2/ avoir mal jugé des entreprises en redressement qui ne se sont ultimement jamais redressées (essayer d'augmenter notre moyenne au bâton à cet égard); 3/ avoir conservé en portefeuille des entreprises que nous pensions « stables et prévisibles » mais qui ne se démarquaient pas vraiment.

En conclusion, nous essaierons toujours de faire mieux, mais ne pouvons rien promettre en termes de rendements pour les prochains dix ans. Nous pouvons toutefois vous assurer que 1/ depuis dix ans, nous avons accumulé encore plus d'expérience et avons raffiné notre philosophie, notre pratique et nos processus 2/ nous avons fait une liste de nos erreurs et de nos bons investissements de long terme et en avons tiré des leçons 3/ nous avons développé nos connaissances dans de nouvelles industries pour agrandir et diversifier notre champ d'intervention; 4/ nous ne laisserons pas notre succès passé créer un excès de confiance et conserverons un sain doute cartésien de nous-mêmes 5/ nous ne prendrons pas plus de risques pour essayer de mieux faire et allons toujours privilégier la protection de votre capital 6/ notre enthousiasme, notre passion et notre énergie restent très élevés.

Les sections suivantes sont réservées aux clients de Préfontaine Capital.

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.