Préfontaine Capital Inc.

- LETTRE FINANCIÈRE -

QUATRIÈME TRIMESTRE 2022

Bilan général 2022

L'année 2022 a été marquée par une flambée d'inflation, la hausse rapide des taux d'intérêt suivie d'une chute correspondante des marchés boursiers et obligataires, la guerre en Ukraine et une certaine normalisation de la pandémie (sauf en Chine). L'économie mondiale aurait progressé de 2,9% en 2022 selon l'estimé de la Banque Mondiale. Le taux de chômage est à un creux historique, notamment en Amérique du Nord (3,5% aux É-U). L'inflation dans les 20 pays les plus développés (G-20) était à 9,0% au 30 novembre dernier selon l'OCDE. Aux É-U, l'inflation en décembre était à 6,5%, par rapport à un sommet de 9,1% en juin et au Canada, à 6,3%, par rapport à 8,1% en juin.

L'année 2022 a été très positive sur plusieurs plans. Ce qui nous a frappé le plus est la capacité d'adaptation extraordinaire des êtres humains, qui se manifeste surtout lors des grandes crises existentielles, que ce soit une guerre, une pandémie ou un cataclysme naturel. La rapidité avec laquelle l'Europe s'est adaptée à l'aggression russe, avec l'aide des États-Unis, est proprement remarquable. Le renforcement de l'unité politique européenne et la restructuration de l'approvisionnement et la production énergétique de tout un continent en un si court laps de temps en a surpris plus d'un. Face à la pandémie, la rapidité avec laquelle la science a développé un vaccin ARN messager contre la Covid et ses variants est une autre révolution phénoménale, qui laisse entrevoir d'autres avancées spectaculaires en médecine. L'étiolement graduel de l'attrait des populistes et dictateurs dans plusieurs régions du monde est une cause de réjouissement et d'espoir. Enfin, les résultats de la COP15 sur la biodiversité et sur la COP27 sur le climat sont aussi de bons pas en avant, même s'il reste tant à faire.

Sur le plan des aspects négatifs de 2022, le réchauffement climatique et ses manifestations catastrophiques restent en haut de notre liste. Le rapprochement des dictatures de Chine et de Russie en 2022 augure des relations économiques et politiques mondiales difficiles et une diversion bien dommage de ressources vers l'armement, notamment en Allemagne et au Japon. L'investissement en armements augmente le PIB, mais n'augmente pas la productivité (et donc a tendance à pousser à la hausse l'inflation), ni n'aide à la transition vers une économie durable.

Les avancées scientifiques majeures qui nous ont frappés en 2022 sont notamment la première production d'énergie par la fusion (par opposition à fission) nucléaire en Californie; l'intelligence artificielle générative d'Open AI (Chat GPT) et l'utilisation généralisée de l'IA, notamment en médecine, en transport, en communication, en science climatique et en robotique; la technologie ARN messager et son utilisation prochaine pour la vaccination universelle multivalent (Covid-Influenza-VRS), et ses perspectives contre le cancer, la malaria et d'autres maladies graves; le nouvel ordinateur quantique à 433 qubits d'IBM; le téléscope James Webb; la ressussitation d'organes décédés par la machine OrganEx; le changement de direction de la trajectoire d'un astéroide par la NASA; le séquencage

complet (100%) du génome humain par le National Human Genome Research Institute; la création d'organes synthétiques vivants en laboratoire; les premiers trains propulsés par l'hydrogène en Allemagne.

Quand à l'économie et les marchés en 2022, le nettoyage des excès a suivi son cours et nous voyons toujours favorablement la baisse du prix des actifs financiers et de l'immobilier. Évidemment, ce sont les actifs les plus surévalués dont les prix ont le plus chuté. Certains pans de l'économie nous pensons ont été transformés de façon plus structurelle par des politiques économiques et industrielles nationales plus prononcées aux É-U et en Europe notamment, que ce soit par exemple en matière d'énergies renouvelables (Inflation Reduction Act aux É-U de 369G$), de technologies (Chips and Science Act de 280G$), d'infrastructures (Infrastructure and Jobs Act de 1 000G$) ou de protection des données. D'autres industries ont été transformées par la pandémie (immobilier, détaillants, etc.) probablement pour le mieux. La menace des dictatures chinoise et russe a favorisé une plus grande implication des gouvernements dans l'économie et un réajustement de certains marchés et chaînes d'approvisionnement (reshoring/friendshoring manufacturier – infrastructures de GNL en Europe, etc.). Les grands changements de 2022 affectent parfois le contexte concurrentiel et nécessitent une révision des perspectives de nos entreprises en portefeuille.

Bilan de nos investissements en 2022

« La simplicité est la sophistication suprême »

-Léonard de Vinci

Nous avons eu une bonne année sur le plan de nos investissements. Nos rendements en actions (tous nos comptes consolidés, rendements pondérés en fonction du temps) sont à -4,4%, par rapport à -9,0% pour nos indices. Nous avons obtenu ce résultat favorable malgré aucune exposition aux producteurs d'énergie fossile qui ont fortement surperformé en 2022. Notre rendement obligataire de +1,1% en 2022 a fortement excédé le marché qui a fait -11,4% (donc +12,5%). Un portefeuille type de 60% actions et 40% obligations nous aurait donné -2,2% par rapport à -10% pour les marchés, soit +7,8% de mieux. Trois titres sont sortis du portefeuille en 2022 : **Intertape Polymer (ITP)** qui nous a procuré un rendement total (incluant dividende) composé de 28,7% par année depuis nos premiers achats de 2018; **Abbvie (ABBV),** qui nous a procuré un rendement total composé d'environ 25% par année en dollars canadiens depuis janvier 2013; et **Financière Manuvie** (**MFC**), vendue à 27,50$ en février 2022, dont nos premiers achats remontent à septembre 2011, que nous détenions comme « substitut d'obligations » lorsque les obligations payaient peu d'intérêt, qui nous a procuré un rendement annuel composé de 12,7% depuis ce moment. Les perspectives de MFC d'ici cinq à dix ans nous semblent peu convaincantes et nous n'avons plus besoin de substitut d'obligations. En 2022, nous n'avons que très peu investi les liquidités procurées par ces trois ventes; nous avons donc de la « poudre sèche » prête à être déployée en actions ordinaires.

Notre titre qui a le plus souffert en 2022 est **Intel (INTC),** dont le prix a chuté de 50% en USD. Si on ajoute le dividende et l'effet de la devise canadienne, la baisse est autour de 40%. Nous continuons à détenir Intel car nous pensons que l'entreprise, qui vit des moments difficiles et qui a perdu des avantages technologiques et concurrentiels est en phase de redressement, avec un impressionnant nouveau PDG depuis 2021 (Pat Gelsinger). Nous pensons toujours que l'entreprise, au prix actuel, nous offrira de bons rendements sur les cinq à dix prochaines années, mais pensons que le redressement prendra quelques années à se faire sentir. Nous suivons attentivement les progrès de l'entreprise et de

ses concurrents. Notre titre qui a le mieux performé en 2022 est **Mckesson** (**MCK)** avec un rendement total de 53% en USD et environ 58% en CAD.

Nous rappelons que ce qui est important pour un investisseur est son rendement total, incluant revenus fixes et actions, pondéré en fonction de la valeur en dollars (rendement interne individuel), net de l'inflation, de l'impôt et des frais, sur une longue période (10-20-30 ans). Bien que difficile à calculer et impossible à comparer, c'est à notre avis la bonne définition de création de valeur; le résultat dépend de nos décisions individuelles d'entrées et de sorties de fonds et de notre taux d'imposition individuel. Pour obtenir un bon rendement interne, la clé est de ne pas paniquer lors des krachs boursiers et de ne pas devenir avide lors des bulles spéculatives; oublier les soubresauts de la bourse et penser à long terme comme un propriétaire d'entreprise privée. Aussi, une gestion efficace et continue de la fiscalité des placements fait une grande différence lorsque composée sur une longue période.

Perspectives 2023 et années suivantes

La Banque Mondiale prévoit une croissance mondiale de 1,7% en 2023, en baisse par rapport à son dernier estimé en juin à 3%. Aux É-U, la prédiction pour 2023 est de 0,5% et est similaire au Canada à environ 0,8%. Sur le moyen terme, la grande question est quelle sera l'étendue et la durée du présent cycle d'inflation. Un récent sondage d'économistes aux É-U voit l'inflation à 3,3% à la fin de 2023 et 2,4% à la fin de 2024, ce qui semble le consensus actuel. Toutefois, certaines études démontrent qu'une fois passée 8% (nous avons excédé 9% en juin), historiquement l'inflation a pris en moyenne 9 à 12 ans avant de revenir à 3%[1]. Durant ces cycles, il y a eu des faux départs de la bourse, sur de nombreuses années. Il y a donc des chances que l'inflation soit incrustée pour plusieurs années et que les valeurs en bourses s'en ressentiront sur le moyen terme. Mais le contexte est toujours différent d'une époque à l'autre et nous pensons que personne n'a vraiment la réponse.

Face à l'incertitude du moyen terme, nous investirons nos liquidités graduellement, par tranches, tout au long du cycle inflationnaire, lorsqu'une occasion particulièrement intéressante se présente, tout en acceptant que nous ne frapperons pas le creux des prix. Le type d'entreprise qui nous intéresse, inflation ou pas, récession ou pas, a la capacité d'augmenter ses prix et se démarque nettement de la concurrence, soit par une position dominante dans un niche oligopolistique, soit par une capacité d'innovation inégalée (brevets, marques de commerces fortes), soit par des économies d'échelle inégalées, et toujours par une équipe de direction hors pair qui a une connaissance fine de ses marchés. Nous avons l'avantage en ce début d'année 2023, d'être en bonne posture psychologique pour investir dans les actions, puisque nous n'avons pas vraiment souffert en 2022. Nous chercherons, si des occasions se présentent, à tourner l'aiguille un peu plus vers les entreprises de taille moyenne qui ont une bonne perspective de composer nos rendements sur 5-10 ans et tourner l'aiguille un peu moins vers les entreprises matures.

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.

[1] History Lessons: How Transitory Is Inflation? George Santayana, Research Affiliates, November 2022