

Lettre aux partenaires – 1^{er} trimestre 2008 (tous droits réservés)

La Bourse est le seul endroit où quand il y a une vente, les gens sont malheureux. Si j'aime une business, ça fait du sens d'en acheter plus à \$20 au lieu de \$30. Si McDonald's baissait le prix de ses hamburgers, je trouverais ça bien agréable.

- Warren Buffett (février 2008)

Commentaires sur les marchés et nos entreprises

Benjamin Graham, le père de l'analyse fondamentale et mentor de Warren Buffett, aimait comparer le comportement de la Bourse à un être maniaco-dépressif. Difficile de trouver une meilleure analogie, toujours aussi appropriée 59 ans après avoir été écrite dans le livre « L'investisseur Intelligent ». Et on a beau y être habitué, c'est toujours surprenant de voir le comportement irrationnel de la majorité des participants boursiers (ce serait un sacrilège d'utiliser le mot « investisseur » pour les caractériser).

Il y a quelques mois à peine, plusieurs « private equity funds » achetaient à crédit des compagnies de mauvaise qualité à hauts prix. Comment se financer? On émet du papier de dettes! Les émetteurs d'hypothèques ont aussi entrer dans la danse. Des prêts hypothécaires de mauvaise qualité (subprime) ont alors été souscrits en grande quantité aidant le marché immobilier à atteindre des niveaux records (la baisse subséquente a aussi atteint des records).

Des banques de partout dans le monde ont alors participé à un marché de transactions à grande échelle de papiers de dettes de toutes sortes... qui soudainement, cet été, n'ont plus trouvé de preneur. À ce jour, les pertes se chiffent à \$230 milliards à l'échelle de la planète. Même des banques suisses – pourtant reconnues pour leur conservatisme – ont participé au « party ». Et plusieurs banques canadiennes n'ont pas été épargnées (avec les PCAA).

Notre approche de choisir des compagnies solides et de ne pas embarquer dans les modes nous a aidé à passer à travers cette crise lors des derniers mois. Nos compagnies, dans leur ensemble, ont bien tenu le coup. Elles ont continué d'augmenter leurs profits à un taux acceptable (10% en 2007). La majorité de nos entreprises ont peu de dette et donc sans problème de refinancement. De plus, comme je l'indiquais dans notre lettre aux partenaires du 22 janvier dernier, nos compagnies financières (American Express, Wells-Fargo et Bank of the Ozarks) ont été à ce jour peu frappées par la crise du crédit.

Nos compagnies continuent, à date, d'annoncer de bons résultats :

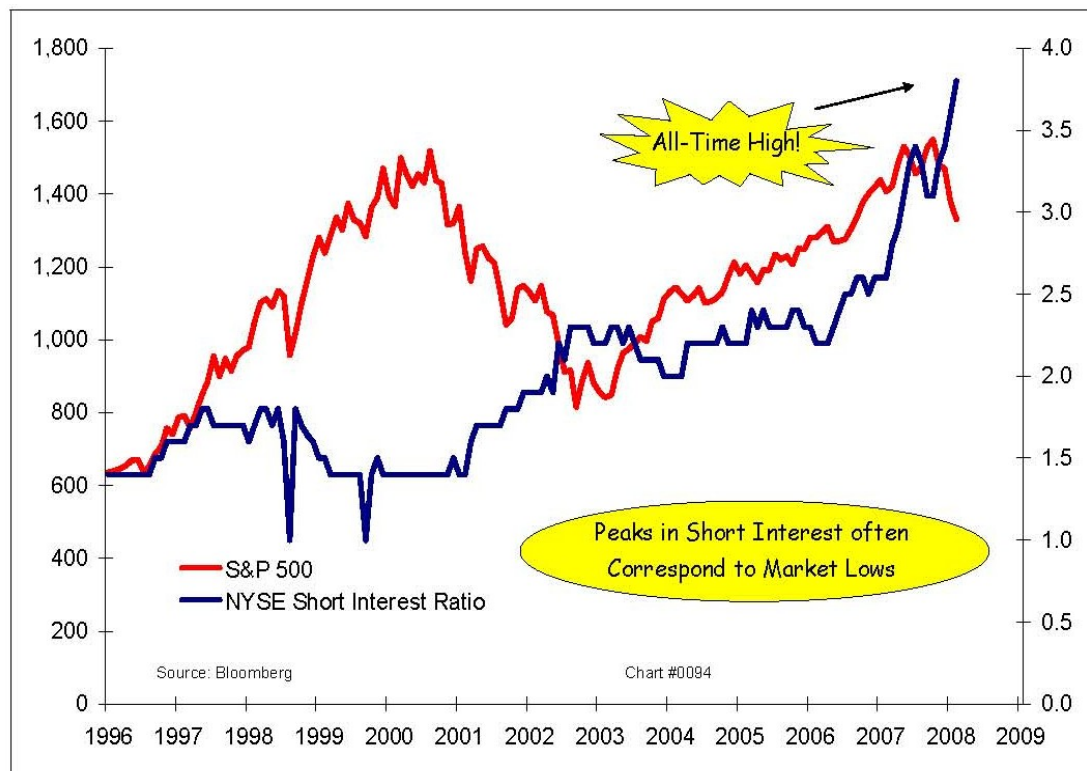
- Wal-Mart a haussé ses estimés pour son premier trimestre 2008. Elle prévoit maintenant une croissance de plus de 10%.
- Bank of the Ozarks a augmenté ses actifs de 20%, ses revenus d'intérêts de 19% et ses profits de 3% lors de son premier trimestre. C'est une des rares banques à afficher une croissance de ses profits à ce trimestre.
- Fastenal a haussé ses revenus de 16% et ses profits de 26% à son premier trimestre 2008.
- Les ventes de Walgreen ont augmenté de 9,6%, 14,5% et 10,6% pour les trois premiers mois de l'année.

- Johnson & Johnson a augmenté ses ventes de 8% et ses profits par action de 9%. La compagnie résiste bien à la perte de brevets sur certains de ses médicaments. Elle est, entre autres, aidée par la faiblesse du dollar américain car une importante part de ses revenus origine de l'extérieur des Etats-Unis.

Nos compagnies devraient, encore une fois, croître leurs bénéfices par environ 9 à 11% cette année malgré l'environnement économique difficile. Vu sous un angle normalisé, en incluant le dividende, nos compagnies augmentent leur valeur intrinsèque par environ 1% à chaque mois qui passe. Puisque nous voyons notre portefeuille comme le fait de posséder des entreprises (et non des jetons de casinos comme plusieurs participants boursiers les perçoivent), la valeur de nos investissements augmente donc d'environ 1% par mois. Que la Bourse le reflète ou non à court terme. À long terme, par contre, la Bourse finit toujours par refléter la valeur des entreprises.

Pessimisme sur les marchés

Le meilleur temps pour acheter des actions est lorsque le pessimisme règne. Si le sentiment ambiant n'est pas suffisant pour vous convaincre que les participants boursiers sont pessimistes, voici une courbe du ratio de titres vendus à découvert sur la Bourse de New York, un indicateur du niveau de pessimisme. C'est un indicateur inverse du potentiel de rendement des actions (plus le ratio *short* est élevé plus les actions ont un potentiel de rendement élevé). Le niveau actuel est plus de 3 fois celui du haut du marché de 1999 alors que l'optimisme régnait.



Source : BMO Capital Markets

Les ventes de fonds mutuels sont souvent un reflet du sentiment des participants (qui en général font la mauvaise chose au mauvais moment). Au premier trimestre 2008, les canadiens ont acheté pour \$9 milliards de fonds mutuels contre \$17 milliards au premier trimestre 2007. De ce \$9 milliards, \$10,7 milliards est allé en fonds de marché monétaire (qui rapporte 2,6% ces jours-ci soit sous le taux d'inflation). En plus de tout mettre leur nouvel argent en liquidités et en

obligations, ils ont vendu pour \$3 milliards nets en fonds d'actions. Acheter quand les prix sont plus bas n'est tout simplement pas dans les gênes de la majorité des participants boursiers.

Cette crise aussi passera

En ces temps de pessimisme, il est bon de relire les écrits passés, histoire de garder les choses en perspective. Abraham Lincoln, le célèbre président américain, écrivit ces mots dans une lettre à un organisme agricole en 1859 (après une mauvaise année de récolte probablement):

Un roi oriental chargea un jour ses plus sages hommes de pensée d'inventer une phrase, à être affichée à travers le royaume pour toujours, qui serait véridique en tout temps et toute situation. Ils lui présentèrent ces mots : « Et cela, aussi, passera ». Combien englobante est cette phrase. Combien tempérante dans les temps de fierté. Combien consolante dans les temps de peine.

Un exemple des avantages d'une récession

Dans notre dernière lettre annuelle aux partenaires, nous avons indiqué que les bonnes compagnies (comme le sont les nôtres) profitent des récessions pour gagner des parts de marché. Nous en avons eu un bon exemple au premier trimestre alors que la compagnie O'Reilly Automotive a acquis CKS Auto pour environ \$1 milliard (moitié en actions, moitié en dettes assumées). O'Reilly paie \$12 l'action pour CKS, un niveau 40% inférieur à son haut de 2004.

Les dirigeants d'O'Reilly n'ont pas froid aux yeux! Ils font passer leur nombre de magasins de 1800 à 3000 d'un coup soit une hausse de 66% pour un coût équivalent à 29% de leur capitalisation boursière. O'Reilly avait fait une acquisition aussi importante en 1998 (HI/LO Auto supply) et les bénéfices par action ont grimpé de 365% par la suite.

Bulle dans les commodités?

Notre valeur ajoutée au premier trimestre a été réalisée sans l'aide de titres d'énergie et de matériaux, quasi les seuls secteurs épargnés par la correction actuel. C'est tout de même ironique car, habituellement, les secteurs cycliques ont tendance à plus souffrir durant les ralentissements économiques que le reste de l'économie.

Ce qui vient brouiller les cartes dans l'analyse de ce complexe univers est le niveau extraordinaire de spéculation ces jours-ci. Il est estimé par certains experts qu'environ 40% des contrats sur les commodités sont achetés non pas par des utilisateurs des dites commodités mais par des intervenants externes (hedge funds, fonds transigés en Bourse, fonds de pension, etc.). Cette demande non industrielle, dont le niveau se chiffrerait à \$200 milliards à l'heure actuelle, est artificielle et ne pourra soutenir indéfiniment le marché. Elle vient par contre temporairement débalancer l'équilibre de l'offre et la demande.

Par exemple, il est estimé qu'environ 62% des contrats à terme sur le blé de la production 2007 étaient possédés par des fonds indiciels. Ces fonds peuvent "rouler" leurs contrats en 2008 bien sûr. Mais, clairement, pour réaliser un rendement, ces fonds devront liquider leur position à un moment donné. Dans ce scénario, on pourrait se demander à qui vendront-ils leur blé puisque la "vraie" demande est déjà comblée par 38% de l'offre. Et ils devront vendre un jour (nous voyons mal les détenteurs de fonds recevoir un dividende sous forme de blé).

Nous continuons d'être agnostiques sur le niveau des cours des commodités en général. Mais notre expérience des marchés (et le bon sens) nous portent à croire que la majorité de ces spéculateurs s'exposent à de grandes déceptions...

Al Gore à Montréal

J'ai eu la chance d'assister à la récente conférence d'Al Gore à Montréal. Étant un scientifique de formation, je suis à même de constater la pertinence de son message sur les dangers des gaz à effet de serre (GES).

M. Gore a profité de sa tribune pour insister sur l'importance pour le Canada de signer le protocole de Kyoto. Ce qui ralentit le Canada de pouvoir espérer atteindre les objectifs fixés à Kyoto est – entre autres – l'explosion prévue des GES par les sables bitumineux de l'Alberta. En effet, comme je l'indiquais dans notre lettre aux partenaires de 2007, le niveau des GES produits par cette complexe extraction est de 20% supérieur à celle utilisée pour le pétrole conventionnel.

Bien sûr, notre rôle est de gérer des investissements, les nôtres et les vôtres. Nous prenons sérieusement en considération les implications environnementales lors de nos analyses fondamentales. En plus d'éviter certaines industries, nous aurions tendance à regarder des entreprises qui pourraient profiter de la croissance de l'énergie éolienne et/ou l'énergie solaire.

Conclusion

Quoique la récession actuelle n'ait pas encore été officialisée, on peut noter que les récessions ont duré en moyenne 10 mois (contre 57 mois pour les périodes d'expansion). Et que la Bourse – qui escompte bien des mois d'avance les cycles économiques – a eu tendance dans le passé à remonter deux trimestres avant que le creux des profits ne soit touché.

Fidèle à notre philosophie, nous ne faisons pas de prédiction de nature boursière ou économique. Comme nous l'indiquons dans la lettre annuelle à nos partenaires, nous croyons que le potentiel d'appréciation de nos titres est très élevé ces jours-ci. Nos compagnies sont solides, leurs perspectives de croissance sont excellentes et leurs évaluations extrêmement basses.

Plusieurs partenaires aimeraient bien savoir *quand* les actions vont remonter. Évidemment, personne ne sait cela (à part certaines diseuses de bonne aventure de Brooklyn).

Par contre, il est bon de se rappeler qu'historiquement les actions ont généré un rendement d'environ 10% par année à long terme. Mais plus important encore : 90% de ce rendement a été généré durant seulement 1,5% des journées où la Bourse était ouverte. Le gestionnaire Robert Torray soulignait récemment que cette statistique implique que les probabilités sont à 66,5 pour 1 contre ceux qui tentent d'entrer et sortir de la Bourse en temps "opportuns".

Comme aimait dire Woody Allen : « 80% du succès est de simplement être présent ».

Bon trimestre à tous nos partenaires.



François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital