

Lettre aux partenaires – 3^{ème} trimestre 2008 (tous droits réservés)

Le marché boursier est, à court terme, dictée par les « votes » des investisseurs. Les votes varient au gré des émotions des participants. Il n'y a pas de test de connaissance pour voter. En Bourse, les gens votent selon leur quantité d'argent, pas leur intelligence. Ainsi, la Bourse peut faire des choses vraiment ridicules à court terme. À long terme par contre, elle est rationnelle et reflète la valeur des entreprises. Et vous savez, dans 5 ans, dans 10 ans, on va regarder cette période et réaliser qu'on aurait pu faire des achats vraiment extraordinaires. Je n'ai aucune idée de ce que va faire la Bourse sur un mois ou même six mois. Je sais que l'économie américaine va bien faire, sur une longue période de temps, et ceux qui en possèdent une partie, vont aussi bien faire.

- Warren Buffett, 24 septembre 2008

Commentaires

La Bourse connaît en ce moment sa pire baisse depuis l'éclatement de la bulle techno de 2000-2002. Par contre, la baisse actuelle est bien plus généralisée qu'en 2002. Tous les secteurs et quasi tous les titres sont en forte baisse. À la fin de la première semaine d'octobre, on notait un ratio rarement vu : 10 nouveaux hauts sur la Bourse de New York pour 2901 nouveaux bas. Sur le Nasdaq, ce ratio était de 1 pour 1514. Même le pétrole (et le dollar canadien) a fortement chuté.

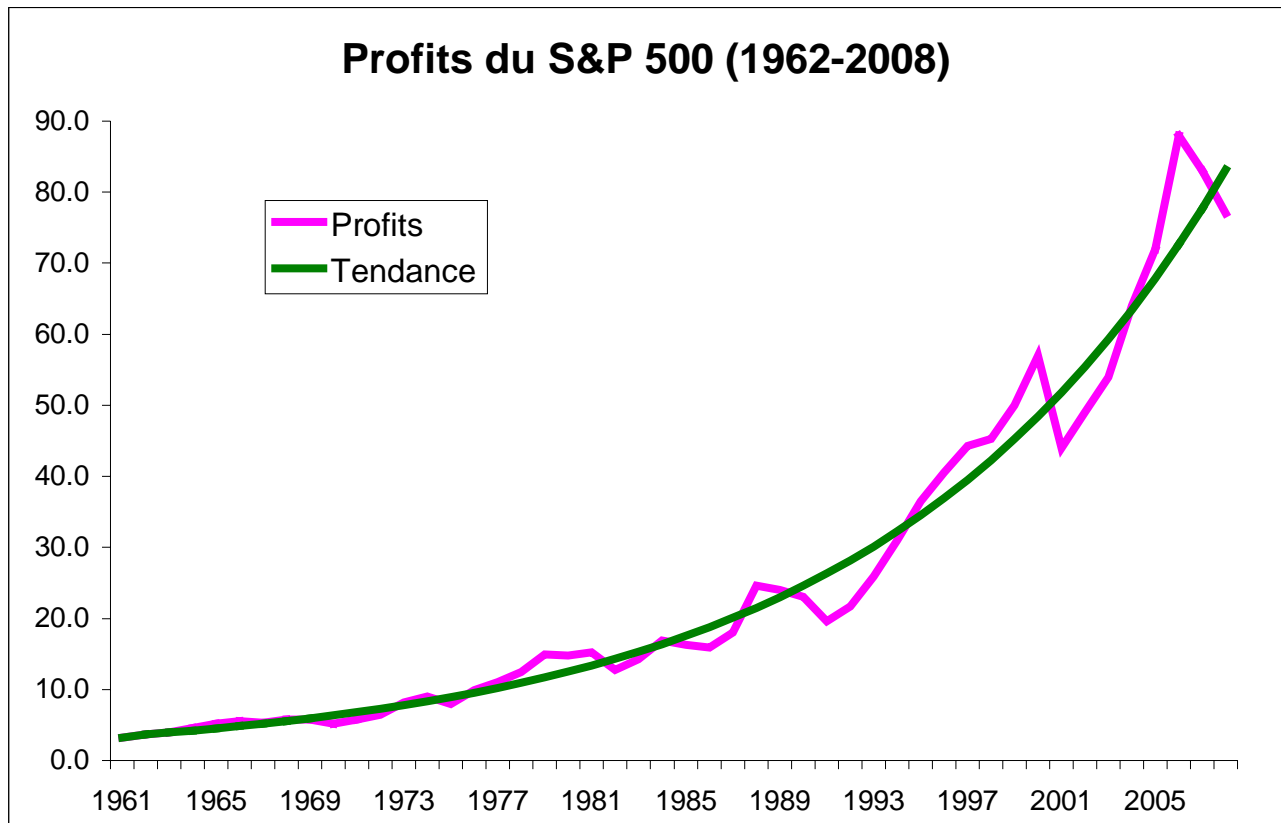
La baisse ressemble de plus en plus à celle de 1973-1974. Évidemment, aussi effrayantes soit-elles, les baisses boursières ne sont un désastre que pour ceux qui vendent. Ceux qui ont patienté (ou même racheté) en 1974 ont été récompensés. En effet, 10 ans plus tard, \$10 000 investis dans le S&P 500 en fin de 1974 valaient \$31 750 (12% composé) et 20 ans plus tard \$127 328 (13.6%).

Est-ce le marché boursier le plus sous-évalué de notre génération ?

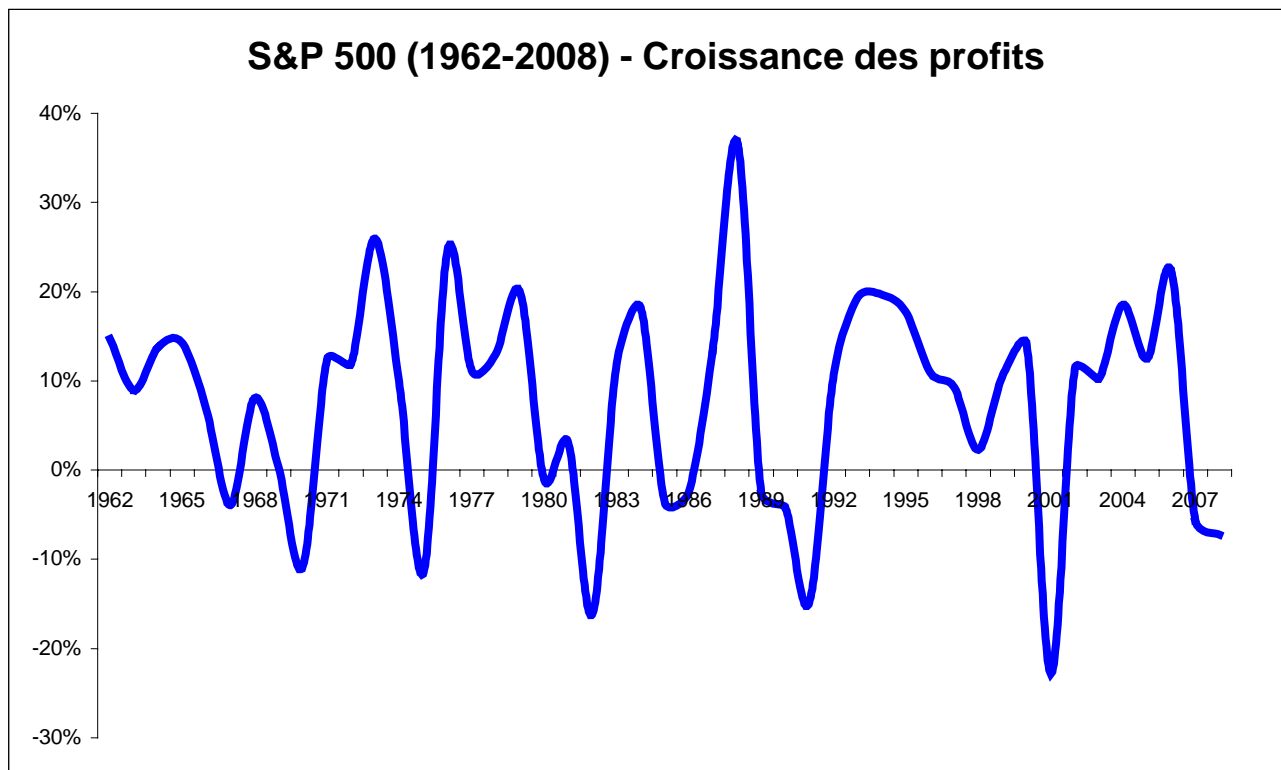
La clé pour comprendre les évaluations boursières – et les rendements qui en découlent – de l'ensemble du S&P 500 est de tenir compte de trois variables :

1. Les profits des entreprises composant l'indice.
2. Les profits ajustés selon le contexte économique du moment. Non pas sur une seule année mais selon une tendance historique de croissance de 7%. Ce taux correspond à un taux d'inflation moyen de 3% et d'une croissance réelle de 4% (3% due à une augmentation de la productivité et 1% de la croissance démographique). Ce taux de croissance de 7% est quasi une constante historique.
3. Les taux d'intérêts à long terme.

Donc commençons par les profits et leur tendance à long terme. J'ai pris toutes les données depuis 1962. Les profits et les cours du S&P 500. Les profits sont passés de 3.2 au début de 1962 (qui étaient à des niveaux normaux) à 83 en 2007. C'est un taux de croissance composé de 7.0%. En 2008, j'ai pris des estimés de 77 (baisse de 8%) pour les profits du S&P 500. Cela suit une baisse de 6% l'année dernière. Donc les profits de cette année sont déprimés de 13% depuis le haut de 2006.

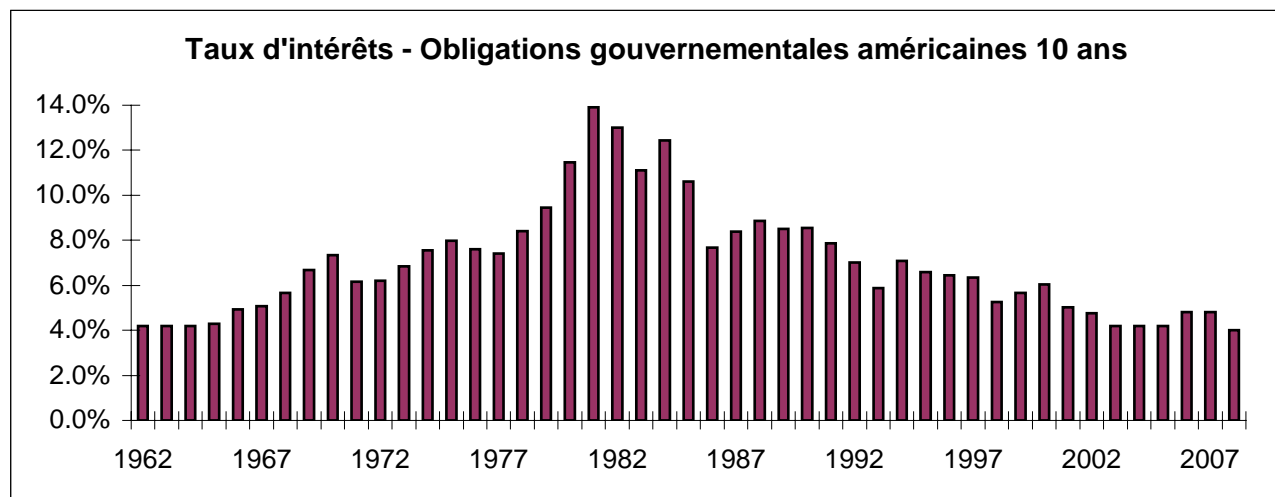


Dans le graphique ci-dessus, chaque baisse des profits du S&P 500 (en violet) correspond à un ralentissement économique ou une récession. On voit que dans les reprises qui suivent les récessions, les profits remontent rapidement et retournent vers leur tendance historique. En second lieu, voici le graphique de la croissance des profits année après année.



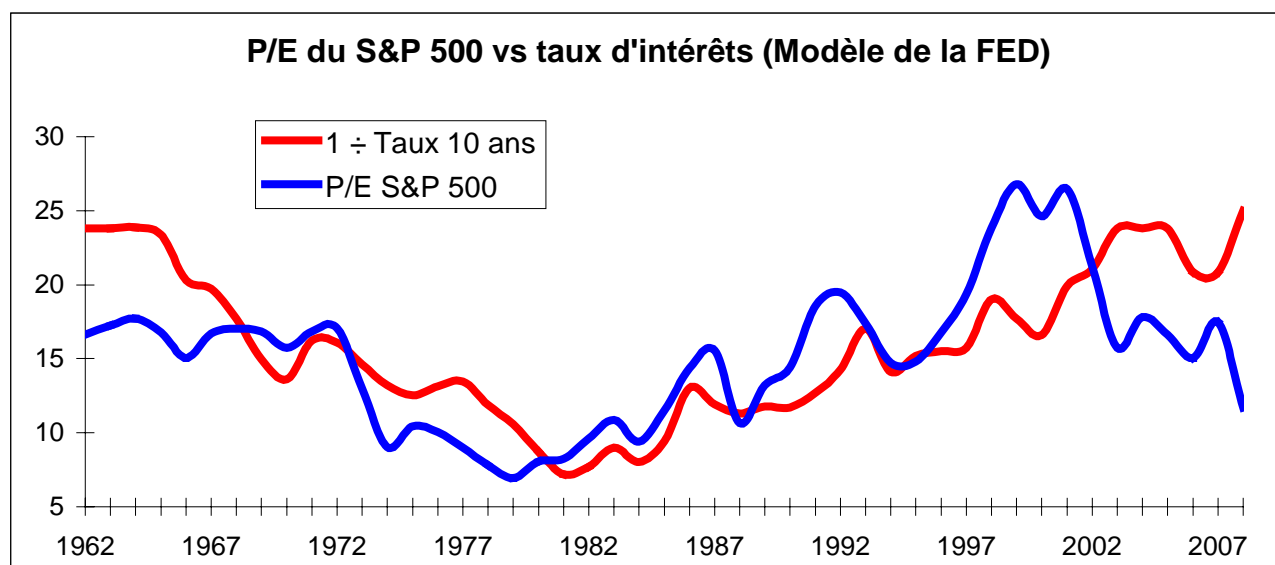
Ainsi, depuis 1962, nous en sommes à la 6^{ème} récession (1970, 1974, 1982, 1991, 2001). Donc la conclusion, c'est que les profits actuels doivent être partiellement normalisés car déprimés.

La seconde dimension, ce sont les taux d'intérêts. Voici les taux à long terme depuis 1962 :



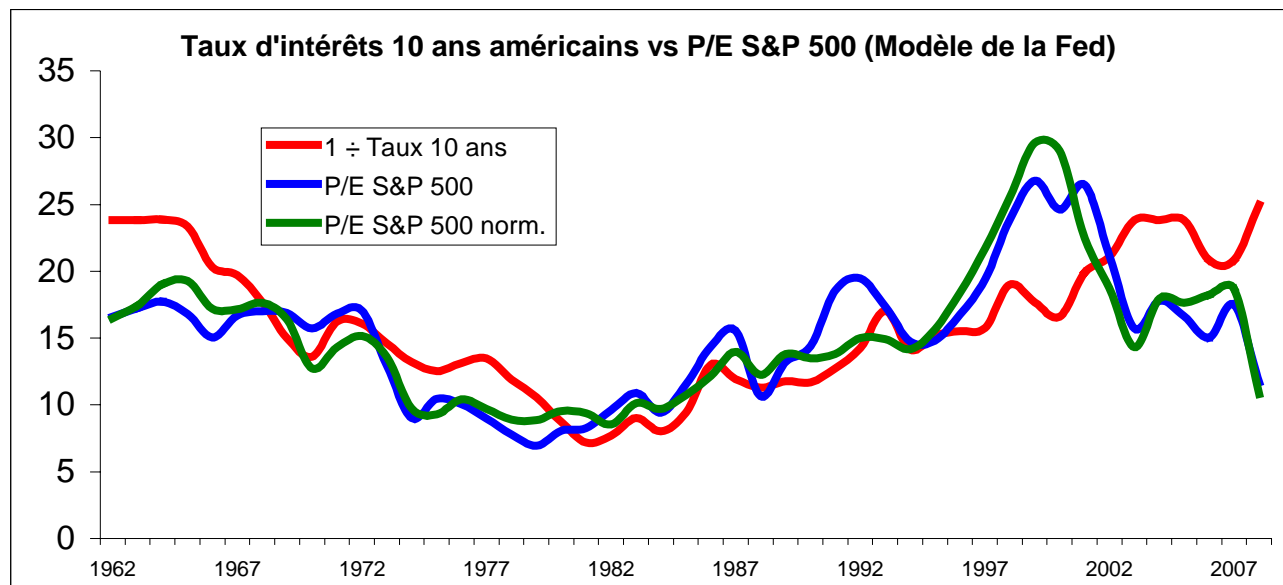
De 1973 à 1982, les États-Unis ont vu leurs taux grimper de 6% à 14%. C'est dévastateur pour les P/E, il est vrai. Mais en ce moment, les taux sont de 4%. Les pays d'occident ont appris de la crise inflationniste des années 1970 et ont lutté farouchement contre l'inflation depuis. En fait, historiquement, la période de 1974 à 1984 est une exception plutôt que la règle. À ce jour, il est du domaine de la spéculation de croire que les taux vont remonter grandement. Et même s'il grimpeait de 4% à 7%, ils seraient loin du haut de la fin des années 70. Sur les faibles P/E, Warren Buffett a déjà dit : « Vous ne devriez pas investir en Bourse comme si 1974 allait un jour revenir ».

Donc le quatrième graphique est de comparer l'inverse des taux d'intérêts avec le P/E du S&P 500. On arrive à ce graphique :

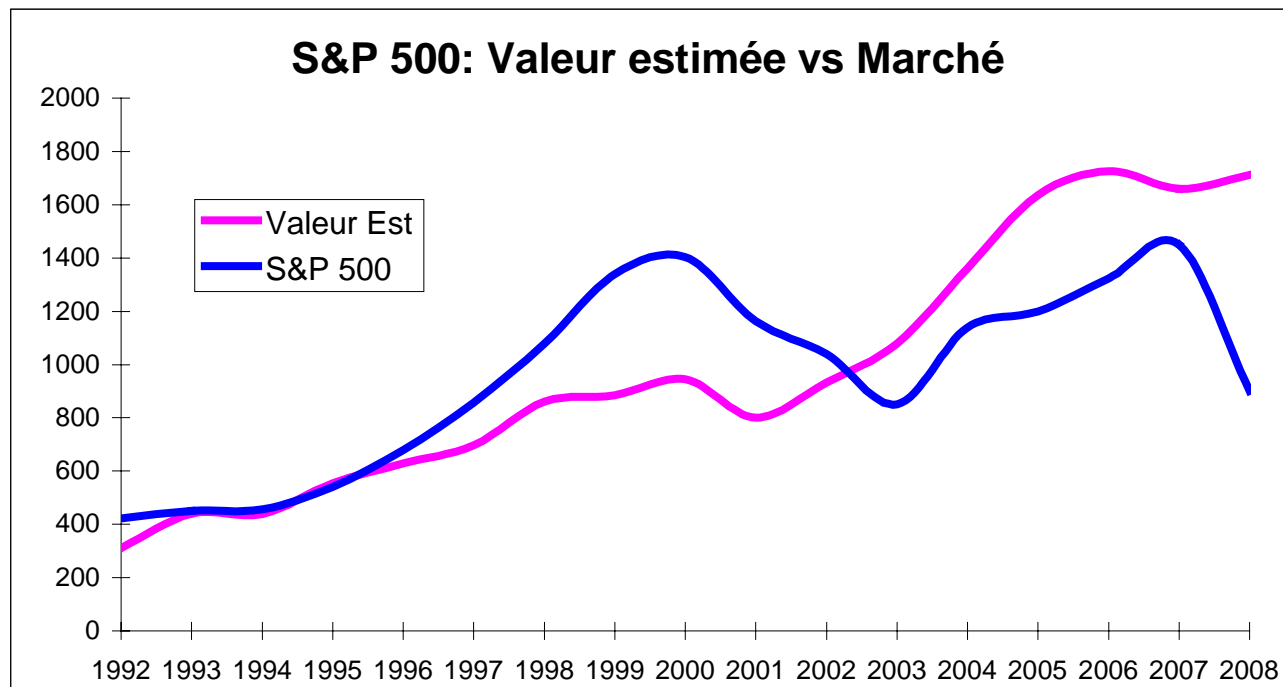


On voit que sur une longue période, les deux ont une importante corrélation. Elle n'est pas exacte mais suffisamment précise pour conclure que les P/E ont un lien direct avec les taux (ce qui est

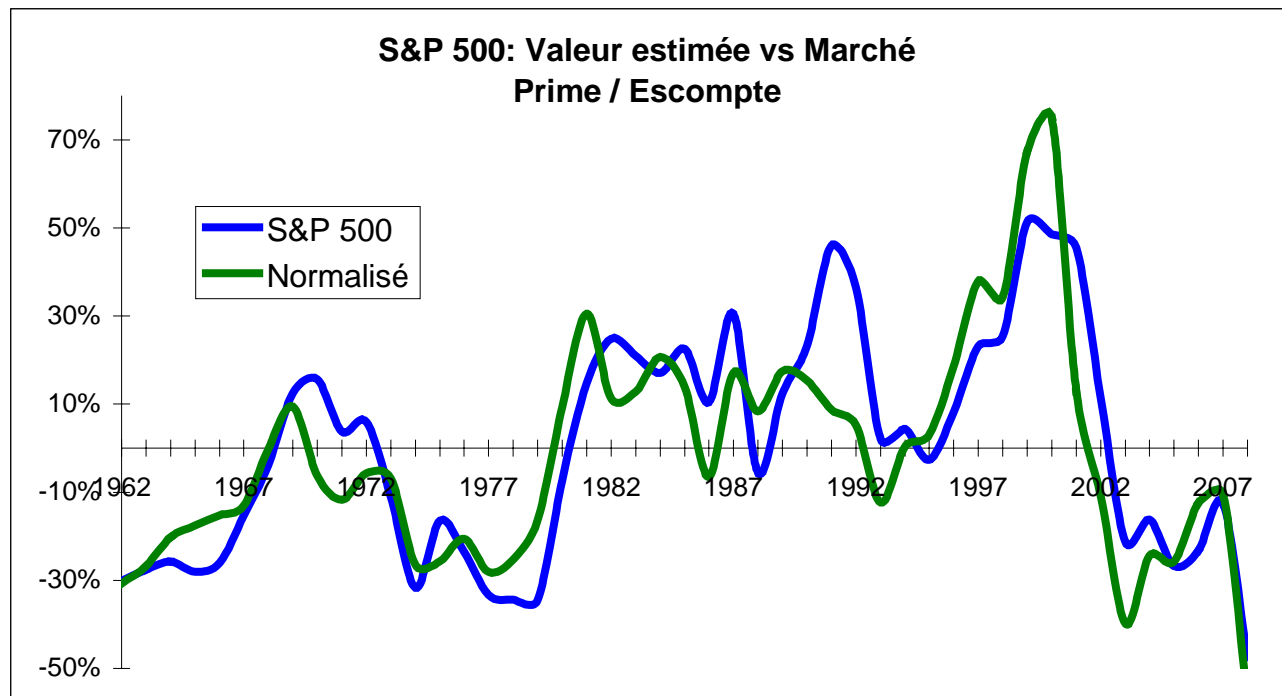
logique). L'écart actuel entre le ratio inverse des taux d'intérêts et le P/E du marché n'a jamais été aussi grand à part en fin 1999 (mais dans le sens de la surévaluation). Autant le marché était surévalué en 1999, autant il est sous-évalué à l'heure actuelle. Ajustons maintenant le P/E du S&P 500 selon les profits de tendance (tirés du premier graphique) :



Ainsi, le graphique en vert tente de normaliser les hauts et bas des profits. C'est intéressant car en faisant cet exercice, on réalise que si le P/E de 1992 (à mes débuts) était de 18x, le P/E normalisé était plus proche de 14x. Si on fait le même exercice pour 2008, le P/E actuel de 12x se normalise à 11x. En plus, les taux actuels sont de 4% versus 7% en 1992. Finalement, on peut arriver au graphique du niveau du S&P 500 versus une évaluation de sa valeur intrinsèque depuis 1992:



Et finalement, on en conclue le graphique le plus important. Le degré de surévaluation / sous-évaluation du S&P 500 depuis 1962. Pour le S&P 500 lui-même mais aussi pour celui ajusté pour une normalisation des profits :



Le S&P 500 semble actuellement sous-évalué de 45%. Ainsi, le marché boursier est au niveau le plus sous-évalué depuis 1974. Évidemment, la situation pourrait changer si les taux d'intérêts montaient. Mais même s'ils montaient au niveau de 7%, les actions seraient encore à un niveau sous-évalué. Plus la sous-évaluation est grande, plus important est le potentiel de rendement futur.

Le rendement potentiel futur des actions

En conclusion, quel est le potentiel du S&P 500 dans le futur? Je proposerais trois scénarios. Un optimiste, un plus pessimiste et l'autre très pessimiste.

Le premier : nous revenons à notre tendance historique de croissance des profits. Ainsi, les profits du S&P 500 touche 117 en 2013 (7% de croissance par rapport aux profits normalisés à 83 cette année). Les taux montent à 6% (car retour à une croissance économique) et le P/E atteint 16.7x (inverse de 6%). Le S&P 500 serait à 1950. C'est un rendement de 16% par année auquel il faut ajouter le dividende moyen actuel de 2% donc 18% annuel. C'est un scénario optimiste mais aussi qualifiable de réaliste car il ne prend en paramètres qu'un retour aux normes historiques.

Le second : la croissance future sera plus faible qu'historiquement soit 6% par année. Donc en 2013, les profits sont de 103. Et en plus, les P/E restent assez faibles et sont à 15x. Cela donne un niveau de 1545 et donc un rendement annuel de 11%. On ajoute le dividende de 2%, cela donne un rendement annuel moyen de 13%. Le niveau de 1545 correspond au haut de 2000 et 2007. Donc c'est loin d'un scénario optimiste.

Finalement, le scénario très pessimiste : la croissance future des profits n'est que de 5% par année, le P/E reste déprimé (disons 12 fois) et ainsi le S&P 500 ne génère que 8% par année (6% plus un dividende de 2%). Cela me semble un scénario peu probable car peu corrélé avec l'histoire.

Donc le S&P 500 pourrait générer des rendements entre 8% et 18% dans les 5 prochaines années. Il me semble que c'est un bon spectre de scénarios considérant les alternatives des obligations (qui rapportent entre 0.1% et 4% selon l'échéance). Et à Giverny Capital, notre ambitieux objectif c'est de faire 5% de mieux que ce rendement (et nous l'avons accompli à date sur une longue période).

Profiter de la crise pour bâtir pour le futur : l'exemple de Wells Fargo

Wells Fargo a acquis Wachovia en fin de trimestre et ce, sans aucune aide gouvernementale. Nous avons toujours admiré grandement Richard Kovacevitch, le président du conseil de WFC. Sous sa gouverne, WFC a résisté à la tentation des sub-prime. Il a toujours eu une vision à très long terme dans la gestion de l'entreprise depuis qu'il a pris les rênes de WFC en 1998. Et son titre est maintenant à \$30 au lieu de s'être effondré comme bien d'autres grandes banques. En achetant, Wachovia, WFC a fait passer ses actifs de \$620 milliards à \$1420 milliards (+129%) pour la somme de \$15 milliards (16% de sa valeur boursière). Même après une importante réduction du nombre de prêts, WFC va avoir acquis une grande quantité d'actifs pour une somme très raisonnable. Donc, je crois que cette banque résistera bien à la récession mais en plus elle met en place les éléments pour potentiellement réaliser une forte croissance lors de la reprise.

L'organe le plus important...

Peter Lynch aimait dire que durant les corrections boursières, l'organe le plus important n'est pas le cerveau mais l'estomac! Nous vous donnons beaucoup d'informations sur nos entreprises, les niveaux des marchés et notre philosophie de placement pour vous aider à comprendre notre approche. Nous vous traitons ainsi de la manière que nous aimerions être traités si les rôles étaient inversés. Par contre, nos partenaires doivent fournir l'estomac. Car toutes les bonnes analyses du monde que les investisseurs peuvent cumuler sont futiles s'ils paniquent et vendent leurs actions à cause d'une baisse des Bourses et/ou d'une crise économique.

Les baisses et récessions passées ont toutes un point en commun : elles ont toutes été temporaires.

Je vous souhaite, chers partenaires, chères partenaires, un bon trimestre.



François Rochon
Et toute l'équipe de Giverny Capital.