

L'économie et la Bourse

Au premier trimestre 2009, les économies du monde ont continué d'être en mode récession. Le taux de chômage a continué de grimper et la Bourse a continué de fluctuer fortement. Bien entendu nous ne savons pas quand la récession va se terminer (et nous croyons que personne ne le sait). Mais il semble il y avoir quelques signes positifs...

- L'indice de capacité manufacturière est à un creux typique des récessions. Cela ne veut pas dire qu'il n'ira pas plus bas mais nous sommes en ce moment en ligne avec les creux des récessions de 1974, 1958 et 1949 (et tout près de celle de 1982). Par contre, l'indice précurseur semble avoir débuté un léger revirement (voir figure 1).
- Le déficit commercial américain s'est fortement amélioré en ce début de 2009. Il a été réduit de moitié depuis son creux atteint en 2005. Ajusté en fonction du PIB, il est revenu à son niveau de 2000. C'est une excellente nouvelle pour l'économie américaine. Le Canada a été particulièrement touché : il a vu sa balance commerciale avec les É-U chuter de 65%.
- La Bourse a touché un creux le 9 mars 2009 alors que le S&P 500 a atteint le niveau de 677. En date du 9 avril, un petit mois plus tard, l'indice avait grimpé à 854 un rebond de 26%. Évidemment, nul ne sait si ce creux était le dernier ou non. Historiquement, la Bourse touche un creux environ six mois avant le creux économique.
- En début d'avril, nous en étions à un 17^{ème} mois de récession aux États-Unis. Cela en fait donc la plus longue depuis celle des années 1930. Nous sommes donc probablement plus près de la fin de la récession que de son début.

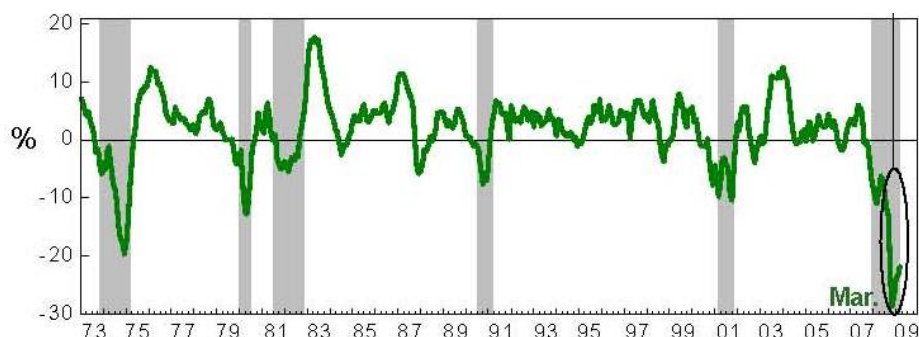


Figure 1 : Indice précurseur (croissance mensuelle). En gris : les récessions.

Source : Economic Cycle Research Institute (ECRI).

L'inflation à venir

Lors du premier trimestre, le trésor américain a décidé d'injecter des sommes énormes dans l'économie (environ \$1 billion). Ce montant paraît astronomique mais il ne correspond qu'à environ 3% de la valeur nette de l'américain moyen. Il s'ajoute par contre aux autres importants montants déjà injectés dans le système bancaire. Ainsi, nous croyons que ces décisions auront des effets inflationnistes. De quel niveau et à quel moment? Nul ne pourrait l'estimer.

En temps d'inflation, le pire actif à posséder est de la liquidité. Avec des taux d'intérêts sous les 1%, c'est une garanti d'appauvrissement. Et pourtant cette garanti est en grande demande ces

jours-ci. Je n'exagère pas une seconde : à l'heure actuelle, 43% des actifs des fonds communs aux États-Unis sont investis en fonds de marché monétaire.

Certains autres investisseurs croient que les matières premières représentent un bon placement en période d'inflation. Les faits historiques n'abondent pas dans ce sens. Par exemple, si on regarde le prix de l'or sur une longue période, il a, à peine, suivi le niveau de l'inflation. En fait, l'indice Reuters CRB des matières premières a généré un rendement annualisé réel de -1% depuis 1956 soit l'équivalent d'une perte du pouvoir d'achat de moitié.

Le meilleur actif à posséder reste une entreprise (en tout ou en partie par l'achat d'actions) qui a un avantage compétitif important et qui peut ainsi augmenter ses prix pour maintenir son niveau réel de revenus.

Par exemple, un billet d'entrée d'une journée à Walt Disney World coûtait \$9.50 en 1981, \$33 en 1991 et \$75 en 2008. Il n'y a pas vraiment d'équivalent pour une famille nord-américaine que de passer des vacances à Walt Disney World. Ainsi, Disney a un avantage compétitif fabuleux et cela rend ses actifs, ses revenus et - par ricochet - ses actions un excellent bouclier à l'inflation. De plus, quand une telle compagnie est gérée par Robert Iger, c'est encore mieux!

Nous pourrions aussi prendre l'exemple de Martin Marietta : au cours de la dernière décennie, elle a augmenté le prix de son agrégat à un taux moyen de 5.5% soit deux fois le niveau de l'inflation de cette période. Et la compagnie possède des réserves équivalentes à 84 ans de production.

Quelques nouvelles de nos compagnies

- Carmax a annoncé de bons résultats pour son premier trimestre. Malgré une importante baisse des ventes de voitures (-26%), les profits ont été en forte hausse aidés par un retour à la profitabilité pour sa division financière. De plus, Carmax a réussi à vendre une partie de ses prêts sur le marché secondaire, une excellente nouvelle. Le bilan s'est aussi amélioré : les liquidités ont grimpé à \$140 millions et la dette à long terme a été réduite à \$178 millions (une baisse de 22% par rapport à l'an dernier). Le titre a bien fait en Bourse grimant de 50% durant le trimestre.
- Malgré une hausse des réserves pour mauvais prêts, le bilan se solidifie chez American Express. La compagnie a pu aller chercher une grande quantité de nouveaux dépôts (qui ne coûte quasi rien ces jours-ci) grâce à sa transformation en institution bancaire.
- Wells-Fargo a réduit son dividende de 85% dans le but de conserver en 2009 un capital supplémentaire de \$5 milliards. D'un autre côté, la compagnie a eu un excellent premier trimestre : des profits d'exploitation de \$3 milliards soit le double du niveau attendu par les analystes. De plus, nous avons observé 8 achats d'initiés dans le trimestre, un très bon signe. Le titre a été volatile durant le trimestre : il a fluctué entre \$8 et \$30 (il est à \$19 en date du 22 avril). Et certains croient encore que la Bourse est "efficace"!
- Du côté de Bank of the Ozarks, le premier trimestre a été solide: les bénéfices par action ont grimpé de 20% (aidés par des gains non-récurrents).
- O'Reilly continue de bien faire dans le très difficile environnement économique pour la vente aux détails. À son dernier trimestre, les ventes comparables ont augmenté de 4%. La compagnie anticipe que cette performance sera maintenue pour l'année 2009 et entrevoit une hausse de ses profits de 13%.
- Fastenal a connu un premier trimestre difficile : les ventes ont reculé de 14% et les bénéfices par action de 28%. Malgré cela, armée d'un bilan sans dette, la compagnie continue d'investir dans sa croissance future : Elle prévoit ouvrir environ 2 à 5% de nouveaux magasins en 2009.

- Même son de cloche chez MTY Food : la compagnie prévoit ouvrir 60 nouveaux restaurants en 2009 soit environ 6% d'augmentation. La compagnie a annoncé aussi l'acquisition de Country Style, ce qui devrait augmenter de 25% les ventes du groupe.
- Les résultats finaux de Nitori pour 2008 (année se terminant en février 2009) ont été au-delà des attentes : Les profits d'exploitation ont grimpé de 27% à ¥33 milliards. La compagnie table sur une croissance de 8.5% en 2009, un objectif qui nous apparaît conservateur.

Baisse de l'immobilier aux États-Unis : stabilisation prochaine?

La récession actuelle trouve son origine principalement dans la bulle immobilière américaine du début des années 2000. Le prix moyen des maisons aux États-Unis a chuté de plus de 25% depuis son haut. Cela a rendu les prix beaucoup plus abordables pour la famille moyenne américaine. En fait, le niveau des paiements hypothécaires par rapport au revenu familial est à un creux de 20 ans (voir figure 2). Ce niveau est aidé bien sûr par la baisse des taux d'intérêts mais aussi par une plus grande prudence des institutions financières et des consommateurs. L'immobilier plus abordable combiné à la forte baisse des nouvelles constructions résidentielles et à une augmentation du taux d'épargne laissent présager, selon nous, une stabilisation prochaine dans le secteur. Ce qui aiderait nos entreprises indirectement liées au secteur comme Mohawk Industries et – dans une moindre mesure – Martin Marietta Materials.

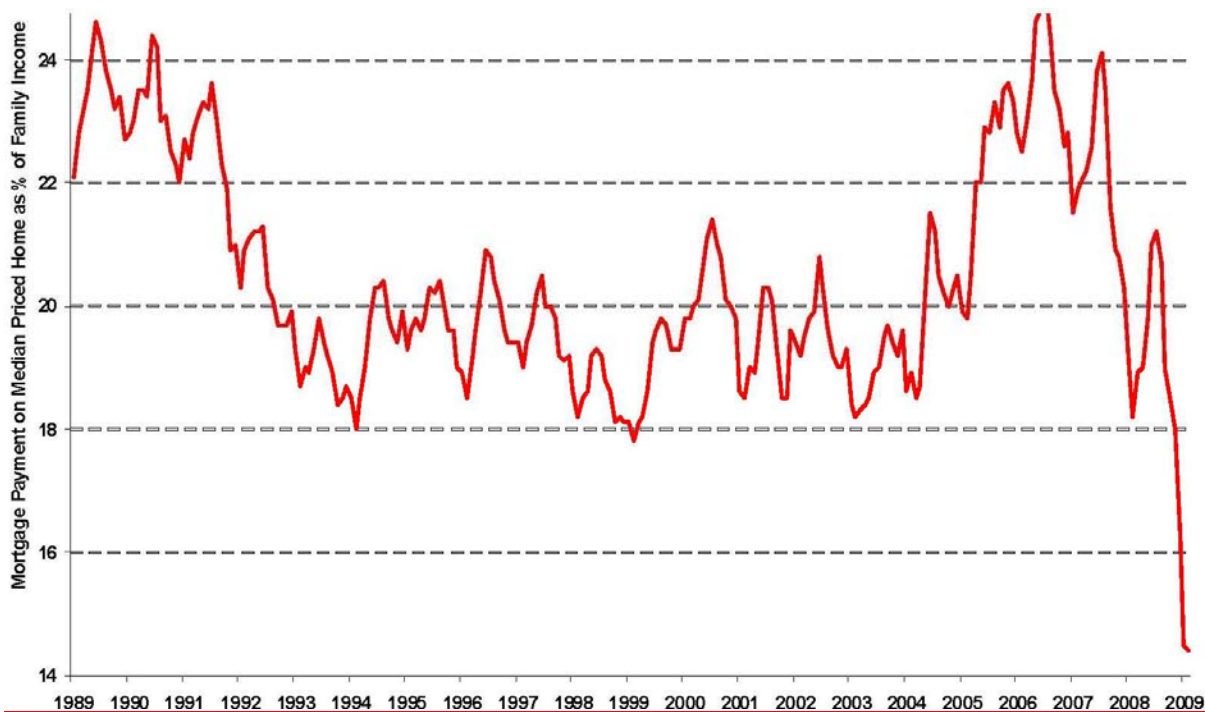


Figure 2 : Niveau du coût des paiements hypothécaire par rapport au revenu familial moyen

Source : US National Association of Realtors et T2 Partners

Aubaines dans les financières

Durant le trimestre, Plusieurs banques américaines ont touché des creux de sous-évaluation qui nous semblaient incroyables. Nous tenions en à profiter quitte à vendre d'autres titres moins sous-évalués.

Nous avons ainsi vendu notre participation dans Walgreen's pour acquérir des actions de M&T Bank. Nous aimons Walgreen's mais nous croyons que nous obtenons un actif encore plus sous-évalué avec M&T.

Cette banque est bien connue de la grande majorité de nos partenaires puisque nous avons été actionnaires pendant plusieurs années. Nous avons acquis nos premières actions de M&T en 1998-99 à environ \$40-45 l'action. À l'époque, la compagnie avait \$21 milliards d'actifs et réalisait un rendement de l'actif de 1.1%. En 2006, la compagnie a réalisé \$7.73 de bénéfices par action (BPA) soit le double du niveau de 1999. Nous avons décidé de vendre presque toutes nos actions à plus de \$100 l'action à ce moment-là puisque les perspectives de croissance à moyen terme nous semblaient modestes.

Au mois d'août 2008, le titre a reculé à \$60 en Bourse et nous avons jonglé avec l'idée d'augmenter notre participation à nouveau. Nous sommes allés à Buffalo rencontrer le président de M&T, Robert Wilmers, en qui nous avons toujours eu grande confiance. Nous sommes revenus réconfortés en la solidité de la banque en cette période de crise. Je me souviens d'avoir émis le commentaire que si le titre allait à \$40 que ce serait tout un achat puisque ce serait environ le tiers de sa valeur intrinsèque estimée. Mon commentaire relevait alors plus du fantasme que d'une prédiction boursière.

Lorsque le titre a reculé à \$38 en février dernier, nous avons sauté sur l'occasion pour racheter des actions. Il est difficile de croire que nous avons payé un prix inférieur à celui d'il y a 10 ans. Car il y a une différence importante avec 1998 : les actifs de la banque ont triplé. Il est instructif de noter que le titre a glissé jusqu'à \$29 peu après notre achat. Comme quoi qu'un titre se transigeant au tiers de sa valeur intrinsèque peut baisser au quart à court terme. On n'est jamais à court de surprises avec la Bourse. Le titre a rebondi à plus de \$50 en début d'avril.

Nous sommes très enthousiastes quant aux perspectives de rendements de M&T pour les années à venir. Les partenaires plus passionnés de finance apprécieront certainement la lecture du plus récent rapport annuel dans lequel M. Wilmers explique bien l'origine de la crise et comment M&T a su passer à travers et éviter, en grande partie, les écueils.

Conclusion

Nous continuons de dénicher des aubaines partout dans le monde. En Chine, par exemple, les évaluations boursières sont revenues sur Terre. En Europe, il n'est pas rare de dénicher des entreprises se transigeant à 7 fois les profits et/ou procurant un rendement en dividende de 8%. Si au cours des mois à venir, nous croyons qu'un nouveau titre a un potentiel d'appréciation encore plus élevé qu'un titre déjà présent dans nos portefeuilles, nous ferons des changements en conséquence. Comme ce fut le cas avec M&T Bank.

Nous croyons que les perspectives de rendements de nos titres dans les années à venir sont très élevées. Nous sommes très optimistes quant au potentiel d'enrichissement de notre portefeuille.

Nous souhaitons un excellent trimestre à tous nos partenaires.



François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital