

Rapport trimestriel – 3^{ème} trimestre 2002

La Bourse a malmené les investisseurs lors de ce troisième trimestre 2002. Le S&P 500 a reculé de 18% en trois mois. De son haut de mars 2000, la baisse du S&P est donc de 48%. En fait, au creux du 24 juillet, la baisse a été de 50%. Comment expliquer une telle baisse?

Pour comprendre cela, il faut se concentrer sur les deux variables dans un cours boursier : les profits et leurs évaluations. Le prix d'un titre en bourse reflète en effet la multiplication de ses profits par action par son cours-bénéfices (P/E). Dans son ensemble, le S&P 500 a connu une baisse de ses profits d'un niveau de 57 en 2000 à 50 en 2002. Aussi, le P/E est passé de 27 fois à 16 fois. Les deux variables combinées ont fait que le S&P a baissé de 48% : une baisse de 12% des profits combinée avec une contraction de 40% du P/E. Pour comprendre ce que nous réserve le marché en terme de rendement futur, il faut donc se concentrer sur ces deux variables.

D'abord les profits des entreprises. En période de boom économique, il est logique que les profits grimpent plus vite qu'en temps normal. En récession, il est normal que les profits baissent. Un investisseur faisant preuve de sagesse doit donc tenter d'avoir plus de perspectives que les profits d'une seule année. J'aime utiliser ce que j'appelle « les profits de tendance ». Je pars de 1962 avec des profits de 3,7 pour le S&P 500 et je les fais croître à une tendance de 6,8% année. Pourquoi un tel ratio? C'est simple. L'économie croît d'environ 3-4% par année en terme réel et l'inflation est de 3% en moyenne. Sur 40 ans, cela a donné environ 6,8% de croissance annuelle des profits. La figure 1 montre un graphique des profits réalisés par les 500 entreprises du S&P par rapport à la tendance depuis 40 ans.

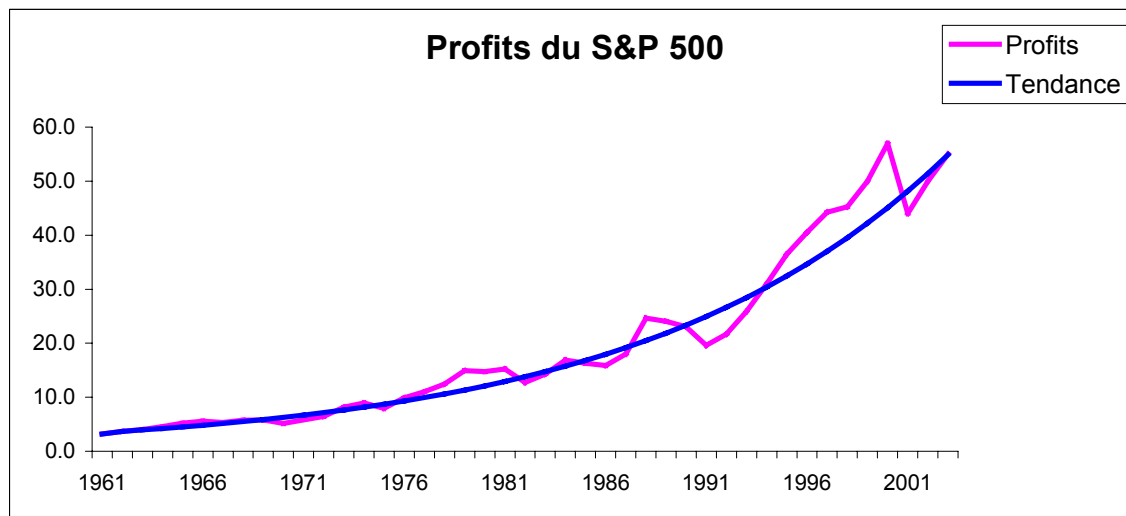


Figure 1 : profits du S&P 500 versus la tendance à très long terme.

On peut voir qu'à long terme, les profits des entreprises ont suivi la tendance. On peut aussi voir qu'à la fin des années 90, les entreprises ont "pris de l'avance" sur leur tendance historique. Ce fut corrigé par l'actuelle récession et on est donc revenu en ligne avec la tendance historique. Ceux qui proclament que les profits des entreprises ne sont

pas conformes à la réalité se basent plus sur les exceptions (WorldCom et autres) que sur l'ensemble des entreprises (ou cherchent une raison pour justifier une continuation de la baisse boursière). Il est vrai que plusieurs programmes de *stock options* n'ont pas été comptabilisés correctement lors des dernières années (c'est probablement une des explications de l'écart entre les profits et la tendance entre 1996 et 2000). Mais c'est en train de changer pour le mieux en ce moment.

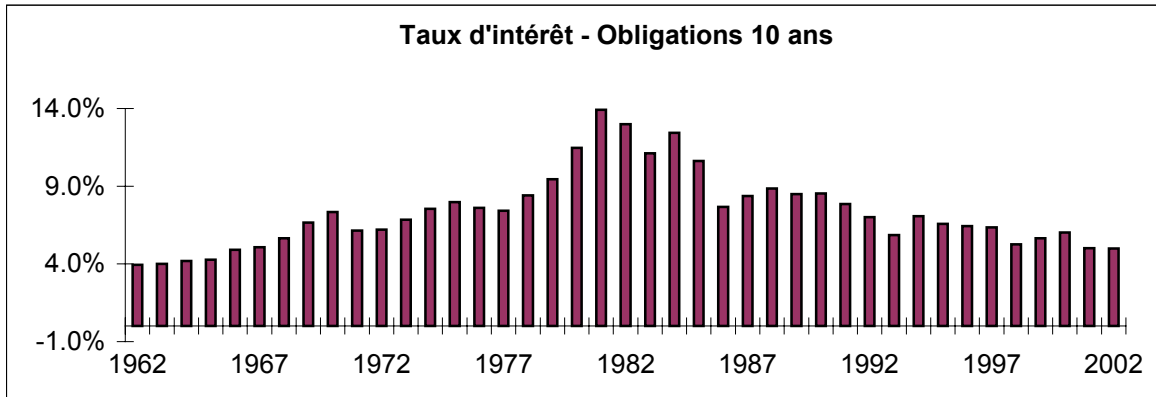


Figure 2 : taux d'intérêt moyens des obligations gouvernementales américaines 10 ans (1962-2002)

L'autre facteur dans l'évaluation des actions est la variable P/E. Cette variable est liée directement avec les taux d'intérêt à long terme. La *Fed* américaine utilise les taux 10 ans pour évaluer le niveau des cours boursiers. Je vais faire de même. À la figure 3, vous avez le graphique du P/E des obligations (l'inverse des taux d'intérêt des obligations gouvernementales 10 ans de la figure 2) comparé au P/E du S&P 500 et aussi comparé au P/E du S&P 500 normalisé selon mes profits de tendance.

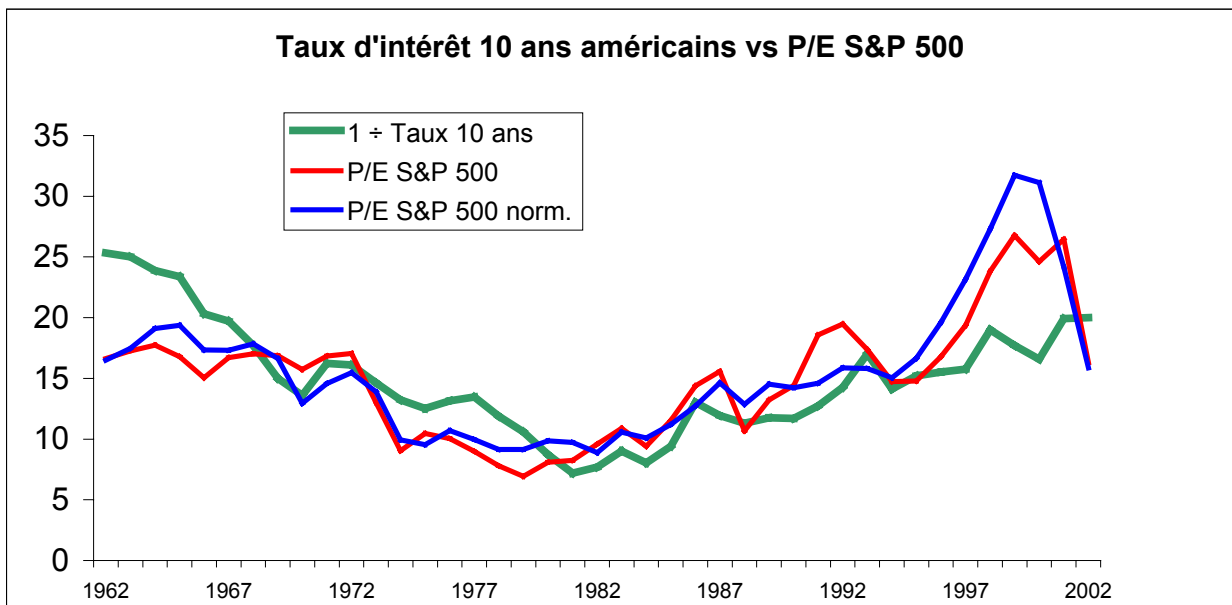


Figure 3 : comparaison des évaluations des actions vs les obligations (1962-2002)

Quoique la corrélation entre le P/E des actions et les taux d'intérêt n'est pas toujours exacte sur une année en particulier, on peut définitivement voir un lien. Et c'est un lien qui fait du sens. Les investisseurs ne paieront pas les mêmes P/E dans un environnement où les taux sont 10% que lorsque les taux sont de 5%. En ce moment, le S&P 500 est à 16 fois les profits et les taux d'intérêt 30 ans à 4,75% (donc 21 fois). Les actions sont donc probablement sous-évaluées globalement par un facteur de 25%.

J'aimerais ajouter un point sur le célèbre haut de mars 2000 dont tout le monde parle. Le S&P était à 27 fois les profits mais ce n'était pas un reflet fidèle de l'évaluation générale des actions américaines. En fait, les 40 plus grosses capitalisations (formant la moitié du S&P 500 et composé de plusieurs vedettes technologiques d'alors) se transigeaient en moyenne à plus de 35 fois les profits alors que tous les autres titres se transigeaient à environ 19 fois. J'avais discuté de ces écarts d'évaluation dans mon rapport annuel de 1998 (voir sur le site Internet de Giverny Capital). Il est à noter qu'en mars 2000, il était aussi possible d'acheter M&T Bank à 8 fois les profits et bien d'autres titres de "l'ancienne économie" (ce terme est moins utilisé dernièrement) à une fraction de leur valeur comme Progressive, qui a plus que doublé depuis. On peut conclure que malgré les niveaux d'évaluation des cours boursiers dans leur ensemble, il est toujours possible de trouver des titres sous-évalués et/ou surévalués. Selon moi, une stratégie de placement axée sur une sélection prudente de quelques compagnies soigneusement choisies est une source d'enrichissement plus grande que de tenter de prédire les cours boursiers.

Que nous réserve le quatrième trimestre de 2002? J'en ai aucune idée.

Par contre, si les compagnies formant le S&P retrouvent leur taux croissance de tendance de 6,8% et que le P/E grimpe de 16x à disons 19x sur 5 ans cela nous donne un objectif approximatif de 1350 pour le S&P 500 en fin de 2007. Si on y ajoute le dividende (2% réinvesti annuellement), cela fait grimper à 10-12% le rendement annuel des actions sur les cinq prochaines années si - et c'est un important SI - les taux restent sensiblement les mêmes qu'en ce moment. J'aimerais ajouter qu'il est possible d'acheter en ce moment des entreprises parmi les meilleurs au Monde à escompte de leur valeur intrinsèque.

Malgré ces belles paroles optimistes, je sais que quelques clients en ont assez de se faire servir la "sauce du long-terme". Plusieurs ont perdu le tiers ou même la moitié de leur portefeuille depuis 2 ans et commencent à manquer de patience. C'est compréhensible.

La solution est de se concentrer sur la performance intrinsèque des entreprises composant le portefeuille. Il faut voir un portefeuille comme l'équivalent d'une société de holdings, chaque titre étant une division. Si vous possédiez un holding privé, vous évalueriez la performance de la compagnie sur l'ensemble des divisions et non pas sur les offres que vous en receviez de l'extérieur (ce que sont les cotes boursières). Par exemple, le portefeuille modèle de Giverny Capital a baissé d'environ 9% depuis janvier. J'ai calculé que les profits des entreprises composant le portefeuille vont probablement grimper de 18% en 2002 comparé à 2001. Ainsi, il y a un écart de 27% entre les performances de mes titres en Bourse et de celles des entreprises sous-jacentes. Aussi, durant la même période, les taux d'intérêt ont baissé de 5,25% à 4,75%, ce qui augmente la valeur de tous les actifs financiers. À long terme, le bon sens l'emportera et la Bourse reflètera la valeur des entreprises, les nôtres comme celles formant le S&P 500. Et les entreprises qui sauront faire croître leur valeur intrinsèque à des taux supérieurs à la moyenne, permettront à leurs actionnaires de réaliser une performance boursière supérieure aux indices. Comme dirait Peter Lynch, "si la compagnie fait bien, le stock finira par suivre".

N'est-ce pas une bonne prémisse sur laquelle bâtir son patrimoine?

François Rochon, ing. M.Sc.
Président
Giverny Capital Inc.
www.givernycapital.com