

## Berkshire Hathaway – Assemblée annuelle 2006

Comme à chaque année, voici notre compte-rendu de l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway présidée par Warren Buffett et son partenaire de toujours, Charlie Munger.

Plus de 20 000 personnes se sont présentées au *Qwest Center* d'Omaha pour entendre les deux légendes du placement parler d'économie, de finance et de philosophie de vie.



Le Qwest Center d'Omaha le samedi matin

À tour de rôle, les actionnaires ont posé des questions à Warren Buffett et Charles Munger. En voici quelques extraits.

### **Question : Sommes-nous dans une bulle spéculative dans le monde des commodités?**

**Warren Buffett :** Le pétrole et les métaux ont vu leurs prix exploser récemment; Le cuivre ayant probablement connu la plus forte hausse. Il y a quelques années, le pétrole était à \$10 et était sous-évalué. Au début de toute hausse, ce sont les fondamentaux de l'offre et la demande qui dictent les mouvements. Mais ensuite, c'est la spéculation qui embarque! Il y a une vieille maxime boursière qui dit « *Ce que les anges font en premier, les fous font en dernier* ». Toute importante hausse basée sur le fondamental finit par attirer les spéculateurs et après un certain temps, ce sont les spéculateurs qui prennent toute la place. Une fois qu'une hausse est enclenchée, les gens deviennent envieux. Je crois qu'il y a de la spéculation dans le monde des commodités comme dans le monde de l'immobilier. Jusqu'à où cela va aller? Personne ne le sait. Mais je crois qu'une bonne part des transactions sur les commodités est de nature spéculative.

**Charlie Munger :** Pour comprendre combien peu nous connaissons le monde des commodités, regardez notre opération dans l'argent (le métal) d'il y a quelques années...

**Warren Buffett :** Nous avons acheté trop tôt et aussi vendu trop tôt. Nous ne sommes pas très bons pour deviner jusqu'à où une tendance va se rendre. Si nous évaluons bien les fondamentaux, nous allons faire un peu d'argent. Les booms spéculatifs tendent à devenir fous vers la fin. Les gens se rassemblent autour du bol à punch et à mesure que la soirée avance, les femmes deviennent de plus en plus belles! Mais à Minuit, tout se transforme en citrouilles et en souris (*note : en référence au conte Cendrillon*). Tout le monde croit pouvoir partir avant Minuit. Le problème, pour citer Adam Smith, c'est qu'au party, il n'y a pas d'horloge. On l'a vu avec les stocks Internet il y a quelques années. On l'a vu avec les stocks d'Uranium dans les années 1950. Il n'y avait pas d'horloge au mur!

**Warren Buffett :** Nous possédions de l'argent pendant quelques années. Mais quand un investissement ne paie pas d'intérêt, vous devez espérer que le prix monte.

**Charlie Munger :** Nous ne sommes pas devenus riches en possédant des actifs qui ne payaient pas d'intérêts!



Warren Buffett et Charles Munger

**Question :** Croyez-vous que l'industrie des médias est devenue de manière permanente moins rentable à cause des nouvelles technologies ?

**Warren Buffett :** Il y a 50 ou 60 ans, les médias consistaient en le cinéma local, la radio et le journal. Maintenant, les gens sont informés très rapidement (pas nécessairement mieux par contre) de toute sorte de source. Lorsque la compétition augmente, la rentabilité diminue. Les perspectives pour les journaux par exemple ne sont pas bonnes. Quel multiple payeriez-vous pour une compagnie qui fait 100 millions de dollars de profits et qui voit ses profits baisser de 5% par année comparé à une compagnie qui voit ses profits augmenter de 5% par année? Les journaux sont devant des perspectives de décroissance potentielle à perpétuité. Mais la plupart des propriétaires de journaux ne voient pas les choses ainsi. Les multiples des titres de journaux restent relativement élevés, pas suffisamment bas à tout le moins pour compenser pour la

décroissance de leurs profits. Charlie et moi lisons quatre ou cinq journaux différents par jour. Mais pour plusieurs (surtout les plus jeunes), il y a bien des alternatives. Une époque, les journaux avaient une franchise - un avantage compétitif - quasi indestructible. Plus maintenant.

**Charlie Munger :** J'ai déjà cru que General Motors avait une franchise quasi indestructible. Maintenant, je placerais GM et les journaux dans le pile « trop difficile ». Si quelque chose est trop difficile à évaluer, nous cherchons quelque chose de plus facile à évaluer. Qu'est-ce qui pourrait être plus évident que ça?

**Question : Quel est votre vision de l'industrie des maisons préfabriquées ?**

**Warren Buffett :** Cette industrie a vraiment une histoire intéressante. Aujourd'hui la quantité vendue est bien inférieure au niveau d'il y a 30 ou 40 ans. Et pourtant, la qualité est bien supérieure. À un moment donnée, cela représentait 20% des ventes de maisons neuves; maintenant c'est autour de 7%. Le nombre de joueurs a fortement diminué et Clayton Homes (*une division de Berkshire Hathaway*) a une bien meilleure feuille de route que son industrie.

L'industrie finira par revenir. Et nous croyons qu'un jour, Clayton Homes pourrait être le plus important constructeur de maisons aux États-Unis.



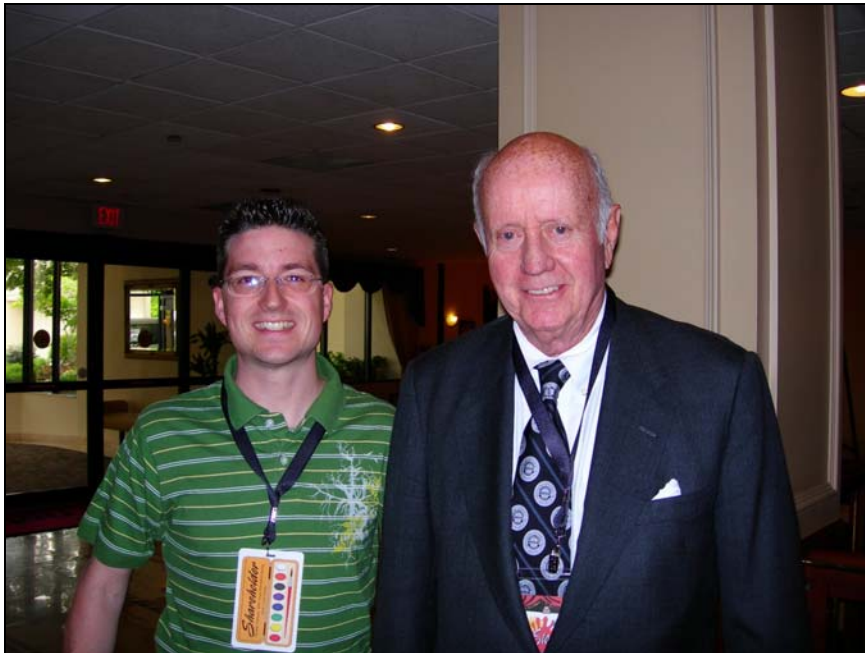
Kevin Clayton, PDG de Clayton Homes et François Rochon

**Question : Avez-vous des suggestion de mentors actuels que les jeunes pourraient suivre ?**

**Warren Buffett :** Vous n'avez pas besoin de seulement regarder « les actuels ». Les qualités à rechercher ne changent pas. Par exemple, vous n'avez qu'à étudier Don Keough (ancien PDG de Coca-Cola) et Tom Murphy (ancien PDG de Capital-Cities/ABC). Investir n'est pas compliqué. Vous devez avoir le courage de vos convictions quand tous les autres sont terrifiés. En 1974, tout le monde était paralysé. Vous devez apprendre à suivre la logique au lieu de suivre vos émotions.

**Charlie Munger :** On voit d'étranges comportements durant des périodes de crise. Si vous pouvez rester sage quand tout le monde est dominé par la peur, vous allez bien faire.

**Warren Buffett :** Par exemple, il y a quelques années seulement lors de la crise asiatique, on pouvait acheter de belles sociétés coréennes à deux ou trois fois les profits.



Jean-Philippe Bouchard avec Tom Murphy, l'ancien PDG de Capital Cities/ABC

### **Question : Quels sont les avantages de nager à contre-courant ?**

**Warren Buffett :** Être à contre-courant n'est ni bon, ni mauvais. Vous étudiez les données, faites votre analyse et arrivez à une conclusion. S'il y a une donnée qui est importante mais impossible à évaluer, alors oubliez-la ! Si c'est possible à évaluer mais c'est sans importance, alors ne perdez pas votre temps. Nous essayons simplement de collecter les faits qui sont importants et possibles à évaluer. Ensuite, vous décidez si cette information a suffisamment de potentiel de création de valeur pour agir en conséquence.

Le marché boursier est là pour vous servir, non pas pour vous instruire. Le problème avec d'autres approches comme l'analyse technique et l'investissement par « momentum » est que les investisseurs se font dicter leur actes par le marché. Assurez-vous plutôt que vos faits sont justes et votre jugement est sain.

### **Question : Que pensez-vous de la vente à découvert ?**

**Warren Buffett :** Je n'ai rien – philosophiquement parlant – contre la vente à découvert. Mais c'est une façon difficile de gagner sa vie. Historiquement, les titres qui sont beaucoup vendus à découvert se sont avérés des fraudes ou des semi-fraudes. J'ai eu une centaine d'idées de ventes à découvert au cours de ma carrière. J'aurais eu raison dans la plupart des cas mais bien des années après les avoir dénichées. En attendant, vous devez vivre avec la hausse qui souvent continue un bon bout de temps. Les gens qui dirigent ces compagnies sont en effet très bons à maintenir leur action élevée.



**Charlie Munger :** Une des expériences les plus irritantes qu'on peut imaginer est de vendre à découvert un titre à X et de le voir grimper à 3X. Il faut alors contempler tous ces bandits qui font une fortune et parodent avec votre argent alors que vous devez vivre avec un appel de marge. Pourquoi diable se lancer dans une telle opération?

**Question :** **Que pensez-vous de la controverse qui entoure Wal-Mart quant à la manière dont sont rémunérés les employés comparé par exemple à Costco (Note : Charlie Munger siège sur le conseil d'administration de cette dernière) ?**

**Warren Buffett :** Je suis l'industrie de la vente aux détails depuis l'époque de Buffett & Sons, le magasin général que possédait mon grand-père. C'est une industrie hyper compétitive où les avantages concurrentiels sont difficiles à maintenir. En 1968, c'est Sears qui dominait outrageusement le monde de la vente aux détails. Aujourd'hui, Wal-Mart réussit à livrer annuellement \$250 milliards de biens aux consommateurs américains de la manière la plus optimale. Elle leur fait épargner plus de \$25 milliards par année. J'ai une grande admiration pour cette entreprise. Je lève mon chapeau à ceux qui réussissent à livrer toujours plus aux clients et qui offre autant d'emplois à des gens qui – ne l'oublions pas – se portent volontaires pour y travailler (*note : l'an dernier, pour l'ouverture d'un magasin dans la région de Chicago, Wal-Mart a reçu 25 000 demandes d'emplois pour 325 postes disponibles*). Buffett & Sons n'aurait pas mieux payé ses employés. Il aurait seulement été moins efficace et ne pourrait pas être compétitif. Selon moi, les avantages de Wal-Mart sont bien supérieurs aux désavantages.

**Charlie Munger :** Il y a beaucoup de critiques injustes envers Wal-Mart. Je trouve que c'est une compagnie merveilleuse. Par exemple, il y a plusieurs employés âgés qui travaillent dans leurs magasins. Ils aiment leur emploi et sont gentils. Pour plusieurs, cela leur permet d'être ailleurs qu'à la maison. Et la comparaison avec Costco est ridicule. Ce n'est pas le même genre d'entreprise. Le « throughput » (*note : aucune idée comment traduire*) est très différent et donc la structure de coût n'est pas du tout similaire. C'est ridicule de comparer le salaire le plus élevé qu'une entreprise paie et dire que ce devrait être la norme dans toutes les industries. Cette façon de penser peut vous mener directement à la banqueroute.

## Quelques citations de Ms. Buffett et Munger

« Vous ne pouvez "fabriquer" de l'activité dans le monde de l'investissement. Peser sur le gaz ne fait que vous mettre dans l'eau chaude. »

« Un investissement alternatif est un investissement que vous n'avez jamais fait et qui a très bien fait ces dernières années »

« Nous connaissons les frontières de nos compétences mieux que la majorité des gens. Ce n'est pas de la compétence si vous n'en connaissez pas les frontières. »

« C'est très dur pour une institution comme un fonds de pension de choisir un gestionnaire supérieur. Ils reçoivent 50 appels par jour. Et ils finissent souvent par choisir le meilleur vendeur, pas le meilleur investisseur. »

Sur le sujet du successeur de Warren Buffett, Charlie Munger avait ceci à dire : « Warren a consacré sa carrière à bâtir une culture unique à Berkshire. Comment quelqu'un peut-il croire une seconde qu'il va tout gâcher à la toute fin dans la tâche de choisir un successeur à son projet de vie? Vous devriez vous soucier de bien d'autres choses. La culture va nous survivre. »

## Autres activités à Omaha

Nous avons profité de notre séjour au Nebraska pour visiter diverses entreprises « sur le terrain », comme déjeuner chez *International House of pancakes*, dîner chez *Panera Bread* et un peu de magasinage chez *Lowe's* (qui va bientôt venir au Canada).



Jean-Philippe au Lowes d'Omaha

Nicolas L'Écuyer, notre directeur marketing qui est aussi champion de bridge, en a profité pour aller jouer quelques mains aux tables mises à la disposition des actionnaires de Berkshire. Bill Gates est même venu faire un petit tour...



Bill Gates jouant au Bridge



Nicolas L'Écuyer à la table suivante....

## Third Annual Los Angeles Value Investor Conference

Ma conférence à Los Angeles a bien été. J'ai mis les diapositives de ma conférence sur notre site Internet pour les intéressés : <http://www.givernycapital.com/VIC-2006.htm>



Durant ma présentation

J'ai eu la chance de jaser un peu avec Bill Child de R.C. Wiley (une chaîne de magasins de meubles qu'a acquise Berkshire en 1995). C'est vraiment un homme remarquable. Je vous recommande à nouveau de lire le chapitre sur lui dans le livre « The Warren Buffett CEO ».



Avec Bill Child

À l'an prochain.

François Rochon  
Président,  
Giverny Capital Inc.