

Une bulle dans les obligations?

Dans le monde de la gestion de portefeuilles, la stratégie typique est de répartir le capital entre actions et obligations. Pourtant, la logique dicte que les actions devraient être favorisées car - à long terme - elles ont beaucoup mieux fait que les obligations (environ 10% vs 5% annuel).

Malgré cela, les investisseurs achètent des obligations pour toute sorte de raisons, la principale étant que le capital est garanti (dans le cas des obligations gouvernementales à tout le moins et encore, ça dépend des gouvernements!). Depuis quelques années, la course vers la sécurité a dépassé le cadre de la

prudence pour tomber dans une forme d'hystérie collective. Et cela s'est reflété dans le prix des obligations et de leurs taux d'intérêt.

Les partenaires de Giverny Capital qui ont choisi de favoriser grandement les actions (en étant dans le même bateau que moi) sont des exceptions ces jours-ci. En effet, la majorité des épargnants (incluant les caisses de retraite) consacrent la majorité des nouvelles entrées de fonds en obligations et même vendent des actions pour en acheter encore plus.

Le plus ironique de tout cela est que la raison évoquée pour éviter les ac-

tions est que les gouvernements sont trop endettés. La solution de ces « prudents et sages investisseurs » est de prêter PLUS de leur argent à ces gouvernements trop endettés à leur goût.

Et pour couronner le tout à des taux toujours plus faibles. Les taux d'intérêt sont en effet à des niveaux records: les taux pour les obligations 10 ans sont à 1.4%. Dans certains cas, comme en France récemment, les épargnants acceptent même un taux négatif pour leur prêt au gouvernement.

Historiquement, les actions composant le S&P 500 se sont échangées grosso modo en ligne avec

Suite page 2

Vos questions

Comme à chaque année, la lettre du second trimestre sert de tribune pour répondre à des questions de nos partenaires.

Q: Que pensez-vous d'Air Canada? Y a-t-il de l'avenir avec cette cie?

R: Nous avons déjà investi dans le secteur aérien. Nous avons eu des actions de Westjet pendant plusieurs années et avons assez bien fait. Malgré cela, nous avons

appris, comme plusieurs avant nous, que c'est une industrie très difficile pour l'investisseur.

Plusieurs des grands transporteurs nord-américains ont dû se restructurer à un moment ou à un autre (diluant totalement l'avoir des actionnaires au passage). Et plusieurs autres joueurs ont tout simplement disparu.

Quoiqu'Air Canada nous semble assez bien gérée,

elle est tributaire (pour ne pas dire otage) de plusieurs paramètres de tout acabit qu'elle ne contrôlent pas. Cette entreprise ne cadre donc pas du tout dans notre philosophie de placement.

Q: Quelle est votre opinion au sujet des compagnies pétrolières comme Chevron, Conoco Phillips et Exxon Mobil?

R: Nous n'aimons pas investir dans des compa-



SOMMAIRE :

- ◆ Une bulle obligataire?
- ◆ Vos questions
- ◆ Le coin du philosophe

**NOUS VOUS RÉITÉRONS
QUE, SELON NOUS, LES
PERSPECTIVES POUR
LES PROCHAINES
ANNÉES DEMEURENT
EXCELLENTES. NOS
TITRES SONT SOUS-
ÉVALUÉS ET LE TEMPS
EST DONC FORT
PROPICE POUR AJOUTER
DU CAPITAL ET INVESTIR
À LONG TERME**

Suite page 2

Vos questions (suite)

nies qui vendent un produit "commoditaire" (bois, pétrole, acier, etc.). Ces compagnies sont à la merci des hauts et bas fortement imprévisibles, parfois même irrationnels, des prix des matières premières.

Les grandes compagnies pétrolières intégrées sont moins à la merci du prix du pétrole (un des avantages d'être intégrées). Mais elles le sont tout de même dans une certaine mesure.

Celle que nous suivons de plus près est Exxon Mobil car elle gère très bien ses capitaux. Malgré de bons profits estimés en 2012, ils seront inférieurs à ceux réalisés en 2008. Son évaluation boursière est par contre attrayante (2,7% de dividende et un P/E de 10x).

Pour l'instant, nous croyons que d'autres entreprises satisfont plus

adéquatement nos critères d'investissement.

Q: Est-ce que vous avez déjà pensé prendre une position dans Alimentation Couche-Tard? Si oui, quelles ont été les raisons qui vous ont motivé à ne pas le faire?

R: Nous y avons plus que pensé: nous avons déjà acheté des actions de Couche-Tard.

Je suis les péripéties d'Alain Bouchard depuis plusieurs années. Je suis un grand admirateur de l'homme d'affaires. J'ai suivi les nombreuses acquisitions de chaînes de dépanneurs à la grandeur du Canada aux cours des années.

Nous avons vendu pour deux raisons. La première est que je trouvais qu'une part grandissante des profits provenait

de la vente au détail d'essence (surtout après l'acquisition de "Circle K"). C'est une "business" compétitive à souhait et sans aucun avantage compétitif. La seconde est que la manière que les résultats financiers étaient présentés - et je ne voudrais pas entrer dans les détails dans ce cadre-ci - me rendait mal à l'aise. Ce n'était rien de très grave et j'aurais pu en faire abstraction.

Avec du recul, la compagnie a réussi à très bien faire même dans le segment difficile de la vente d'essence. La compagnie a fait un travail titanesque à tous les niveaux et a continué de confondre les sceptiques, incluant moi.... Il n'est pas dit que nous ne reviendrons pas actionnaires éventuellement.

Bulle dans les obligations? (suite)

l'inverse des taux d'intérêt 10 ans. Ainsi, quand les taux d'intérêt étaient 6%, les actions se transigeaient autour de 16x les profits (l'inverse de 6%). Ces jours-ci, le S&P 500 se transige à 13x les profits alors que l'équivalent des obligations est 71x. Ainsi, les actions sont plus attrayantes que les obligations par un facteur de plus de cinq fois! Du jamais vu.

Au Canada, beaucoup d'obligations achetées par les épargnants (autant étrangers que d'ici) sont des titres de dettes hypothécaires émis par la SCHL. Ces titres sont contractés sur des maisons qui elles mêmes sont vendues à des prix

historiquement très élevés. Avec le sceau du gouvernement fédéral, ces titres sont acquis aveuglément sans considération pour les effets qu'engendrerait une potentielle baisse des prix de l'immobilier canadien.

Mais le pire ennemi des obligations sera l'inflation. Cette dernière sera une conséquence du grand endettement des gouvernements occidentaux, principalement au niveau des engagements sociaux futurs.

À 3% d'inflation annuelle, le rendement réel d'une obligation 10 ans sera de -1.6%. Sur 10 ans, c'est une perte de 17% du pouvoir d'achat.

Quand un actif est très populaire dans toutes les couches du monde financier, qu'il est acheté sans considération pour le risque et le niveau d'évaluation, on peut oser commencer à parler de bulle.

Et cette bulle dépasse celle de la technologie de 1999-2000. À l'époque Nortel n'avait que "seulement" \$280 milliards de capitalisation boursière et Cisco que "seulement" \$550 milliards. La "bulle" des obligations est de plusieurs trillions.

Nous sommes donc très confiants que les actions vont faire beaucoup mieux que les obligations dans la prochaine décennie !

Vos questions (suite)

Q: À la mi année quelle est l'erreur que vous corrigeriez si vous le pouviez ?

R: La réponse est facile: d'avoir vendu Lumber Liquidators l'an dernier. La compagnie avait des ventes comparables négatives. Cela me faisait craindre que les nouveaux magasins engendreraient du « cannibalisme » vis-à-vis les autres magasins. Cela remettait ainsi en cause le potentiel d'expansion à long terme.

La compagnie a reviré la situation et la compagnie est de nouveau en mode croissance. Au second trimestre 2012, les ventes comparables sont en hausse de 12%! Le titre a doublé depuis notre vente.

J'ai tout simplement manqué de

patience.

Q: Comment voyez-vous l'avenir de l'Europe? Est-ce que vous songez à y investir?

R: Comme vous le savez, nous ne jouons pas aux devins économiques. L'Europe a des défis importants à affronter: Le principal problème est que les pays en difficulté (Grèce, Italie, Espagne, etc.) n'ont pas le contrôle sur leur devise (l'euro). Par le passé, les pays - directement ou indirectement avec la pression des marchés financiers - réduisaient le fardeau de la dette en créant de l'inflation. Leur devise dévaluée avait pour conséquence de réduire le niveau de la dette.

Mais cela ne ferait pas l'affaire des pays en meilleure santé financière (comme l'Allemagne). Les États-Unis ont su plus rapidement réglé leurs problèmes structurels: Messieurs Bernanke et Paulson ont fait un travail phénoménal en 2008.

Oui, nous songeons à investir en Europe. Il y a plusieurs belles entreprises qui satisfont nos sévères critères de sélection. Et nous aimons les aubaines car nous avons un horizon plus lointain que nos confrères et conseillers du monde de l'investissement.

À ce jour, nous n'avons pas encore fait d'achat en Europe mais nous pourrions en faire prochainement.

Qu'est-ce qui arrive à 5N Plus?

Q: Croyez-vous que les performances de 5N Plus s'amélioreront prochainement? Est-ce que cette entreprise performe bien dans son secteur d'activité? Qu'est-ce qui explique sa chute en Bourse?

L'année 2012 est très difficile pour 5N Plus. La compagnie est frappée par deux problèmes en même temps. D'abord, son activité traditionnelle de vente de tellurure de cadmium pour les panneaux solaires (fabriqués par First Solar) est beaucoup moins rentable. First Solar a réduit les marges qu'elle verse à 5N Plus lors de la plus récente entente d'approvisionnement. De plus, les revenus de First Solar sont fortement déprimés à cause de la baisse des subventions pour l'énergie solaire

(principalement en Allemagne) et de la compétition des panneaux à base de silicium qui ont fortement baissé en prix.

De plus, la compagnie a dû réajuster à la baisse la valeur de ses stocks de ses autres matières premières tel que le bismuth - ajouté au bilan lors de l'acquisition de MCP Group SA - qu'elle purifie ensuite.

L'industrie des panneaux solaires est en crise et cela affecte durement 5N Plus. Nous croyons que cette déprime dans l'industrie est temporaire et qu'à long terme les perspectives sont bonnes. De plus, l'intégration de MCP devrait éventuellement être plus harmonieuse et générer les fruits espérés.

Est-ce encore le temps?

Q: En ce juillet 2012, est-ce toujours "l'occasion d'une génération"?

Nous sommes fiers de cette étiquette dont nous avons baptisé la grande baisse boursière de la fin 2008/début 2009. La Bourse a passablement rebondi depuis le creux de mars 2009 mais reste, selon nous, grandement sous-évaluée.

D'abord, les profits des compagnies du S&P 500 sont à des niveaux records. Mais nous croyons qu'ils n'ont pas encore atteint leur pleine capacité bénéficiaire. De plus, le P/E moyen de 13x est bien en-deça du niveau normal dans un environnement de bas taux d'intérêt. Nous estimons que d'ici 5 ans, les profits des

compagnies devraient augmenter de 6% par année et le P/E moyen grimper à 16x. Cette combinaison amènerait le S&P 500 à plus de 2200 points, 900 points de plus que son niveau actuel. Avec le dividende, le rendement annualisé du S&P 500 serait ainsi de l'ordre de 12%. Et nous croyons que nos compagnies sont supérieures à la moyenne et devraient faire encore mieux.

Dans cette optique, malgré que le potentiel n'est pas aussi élevé qu'en début 2009, les perspectives des actions sont excellentes. Surtout quand vous comparez cela avec les obligations cinq ans qui rapportent environ 0,6% !

Vos questions (suite)

Q: J'aimerais savoir qu'est-ce qui fait que vous placez 8% dans un titre et parfois seulement 0,5 ou même 1%?

R: C'est une excellente question. Habituellement, lorsque nous débutons une nouvelle participation, nous aimons y aller avec un placement plus petit (en % du capital). C'est une manière d'apprendre à lentement mieux connaître et suivre une entreprise et les gens qui la dirigent.

À mesure que nous devenons encore plus familier avec l'entreprise - et ses dirigeants - nous pouvons décider d'augmenter notre pondération vers une participation plus typique (3 à 4%).

Parfois, un titre devient encore plus intéressant que les autres et décidons d'en faire un investissement plus important (dans les 6-9%). Habituellement, c'est un titre qui a tous les attraits voulus mais qui en plus se transige à des niveaux vraiment intéressants en terme d'es-compte par rapport à la valeur in-

trinsèque de la compagnie sous-jacente.

Q: Les titres chinois semblent des aubaines. Pensez-vous en acheter ?

R: Il est vrai que plusieurs titres chinois semblent fort sous-évalués. À ce jour, nous n'avons pas eu de bonnes expériences dans ceux que nous avons achetés (une chance que c'étaient de petites participations). Nous apprenons à mieux connaître cette culture capitaliste - fort différente de la nôtre - et restons ouverts d'esprit. Mais la prudence est grandement de mise si vous voulez mon avis...

Q: Si vous aviez à sélectionner un secteur qui vous semble sous-évalué lequel serait-il?

R: Selon nous, les banques américaines sont sous-évaluées. Celles que nous considérons comme solides (les

trois en portefeuilles et quelques autres que nous suivons) ont des bilans solides et de bonnes perspectives de croissance. La baisse de l'immobilier a déjà été "digérée" et le niveau des mauvais prêts devrait être faible dans les prochaines années. Leur titre en Bourse ne reflète pas adéquatement leurs excellents fondamentaux.

Q: Vous avez vendu MSFT; avec du recul, pensez-vous que c'était une bonne décision?

R: Il est tôt pour réellement conclure mais nous n'avons pas de regret d'avoir vendu. Malgré que le titre était faiblement évalué, nous n'étions pas à l'aise avec la philosophie de la direction quant à la gestion des capitaux. Avec ma vision des choses, si j'étais à leur place, je retournerais simplement tous les capitaux excédentaires aux actionnaires sous forme de rachats d'actions.

Des livres...

Q: Avez-vous de nouvelles recommandations de livres sur le monde financier ?

R: J'ai d'abord lu « Four Seasons: The Story of a Business Philosophy » écrit par le fondateur de la célèbre chaîne d'hôtels, Isadore Sharp.

Je ne savais pas que le fondateur de cette fabuleuse chaîne d'hôtels de luxe était canadien. Ses débuts à Toronto sont fascinants. Sa philosophie sur comment bâtir

une marque de commerce de haute-gamme est une lecture essentielle à mes yeux.

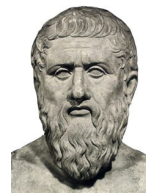
Four Seasons serait certainement sous notre radar si la compagnie était encore publique. Mais elle a été vendue il y a 5 ans à Bill Gates et au prince Al-Waleed bin Talal.

J'ai aussi lu « Little Man in a Big Hurry », la biographie de Joseph Hirshhorn. M. Hirshhorn était un juif d'origine lettone qui a émigré au USA en 1905 alors

qu'il avait six ans. Il a commencé à faire fortune comme courtier (je dirais même comme spéculateur) à Wall-Street. Mais c'est au Canada qu'il est réellement devenu riche en acquérant et développant diverses mines d'Uranium dans les années 1950.

Il a consacré sa fortune à l'achat d'oeuvres d'art et il a légué sa collection à un musée qui porte son nom à Washington dans le groupe des musées du Smithsonian. Une vie fascinante.

Le coin du philosophe



“La difficulté n'est pas de comprendre les idées nouvelles, mais d'échapper aux idées anciennes”

- John Maynard Keynes