

Rapport trimestriel –1^{er} trimestre 2006 (tous droits réservés)

La Bourse au premier trimestre 2006

La Bourse a bien fait au premier trimestre de l'année 2006. Encore une fois, une part importante de la hausse a été concentrée dans les secteurs des ressources naturelles au Canada et dans les titres de faible capitalisation aux États-Unis. Le TSX a réalisé un rendement de 9% et le Russell 2000, autour de 13%.

Ces derniers trimestres, nous avons stipulé à maintes reprises que c'est aux États-Unis que nous trouvons le plus d'opportunités intéressantes, principalement dans les titres de très grande capitalisation (ironiquement une situation totalement à l'inverse de l'époque 1997-1999). L'écart d'évaluation entre les grandes et petites capitalisations a continué de se creuser au premier trimestre puisque le S&P 500 a réalisé environ 5% soit 8% de moins que le Russell 2000. Cet écart se reflète par un cours-bénéfices de 17 fois pour le S&P 500 versus environ 24 fois pour le Russell 2000.

Nous avons donc continué de réduire les titres qui nous paraissent trop chers – avec un certain regret car nous n'aimons pas vendre – et d'augmenter la pondération en titres qui nous paraissent sous-évalués.

Article dans Business Week

L'an dernier, à pareille date, j'avais écrit dans le rapport trimestriel une section intitulée « **Les Blue Chips ont les blues** », décrivant à l'aide d'un tableau combien les titres de grande capitalisation aux États-Unis me semblaient intéressants. Alors que je m'apprêtais à vous envoyer le rapport de ce trimestre, quelle ne fut ma surprise de voir la page couverture de la dernière édition du magazine *Business Week*.



Blue Chip Blues

How long will the stocks of America's largest companies remain weaklings on Wall Street?

En gros, Business Week semble étrangement reprendre des parties de mon texte de l'an dernier (c'est bien sûr fort probablement le fruit du hasard). Un extrait d'un interview avec un gestionnaire est particulièrement typique du sentiment actuel à Wall-Street : "*Le degré d'impopularité des blue chips est remarquable. Lorsque nous achetons un titre de grande capitalisation, nous entendons : « Comment pouvez-vous acheter ce chien? Il n'a rien fait depuis 5 ans !»*".

De notre côté, nous aimons bien acheter des titres de compagnies de qualité lorsqu'ils sont sous-évalués en Bourse. Il est vrai que nos achats de gros *blue chips* américains il y a environ un an n'ont pas encore porté fruit. Souvent, à court terme, ce qui est populaire continue de grimper (des titres chers devenant très chers) et ce qui est impopulaire à végéter (les titres sous-évalués devenant plus sous-évalués). À long terme, par contre, la Bourse finit toujours par refléter adéquatement la valeur intrinsèque des compagnies.

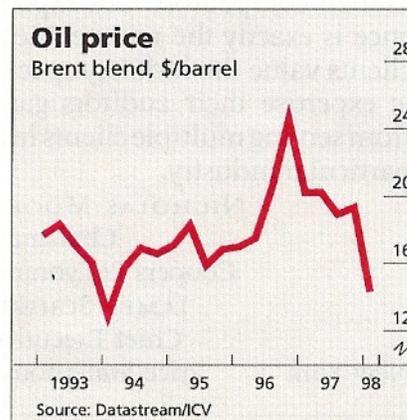
Ce qui me rappelle une citation de Bill Bradley (un ancien joueur de basketball qui fut candidat présidentiel en 2000) :

L'Ambition est le chemin menant au succès
Et la Persévérance le véhicule dans lequel on y arrive

Les ressources naturelles

Après le pétrole, l'acier, le cuivre, voilà que l'or est populaire. Quand l'or était à \$275 (il n'y a pas si longtemps), personne n'en voulait; la raison étant que les banques centrales vendaient et que l'inflation était vaincue! Maintenant, à \$625, toutes les raisons sont bonnes pour en acheter.

Les marchés des ressources naturelles est hautement cyclique et rien n'est plus dangereux que de l'oublier quand le secteur est en feu. J'ai encore cet article du magazine anglais *The Economist* publié en février 1998 (j'ai de bonnes archives). Si l'Asie et le pétrole sont populaires ces jours-ci, c'était tout le contraire il y a huit ans :



Despite the Iraqi crisis, **oil prices** fell to a four-year low. World oil stocks are high and a depressed Asia is using less energy.

En 1998, le baril de pétrole était à \$14 et la raison évoquée dans l'article était que l'Asie utilisait moins d'énergie (la situation inverse d'aujourd'hui finalement). Le coût de production d'un baril de pétrole tourne autour de \$40 à l'heure actuelle. Il est logique de croire que le cours du baril devrait à long terme se stabiliser à un niveau approchant le coût de production. Mais à court terme, les cours peuvent fluctuer grandement soit bien au-dessous du coût de production (en 1998) ou bien au-dessus comme en ce moment.

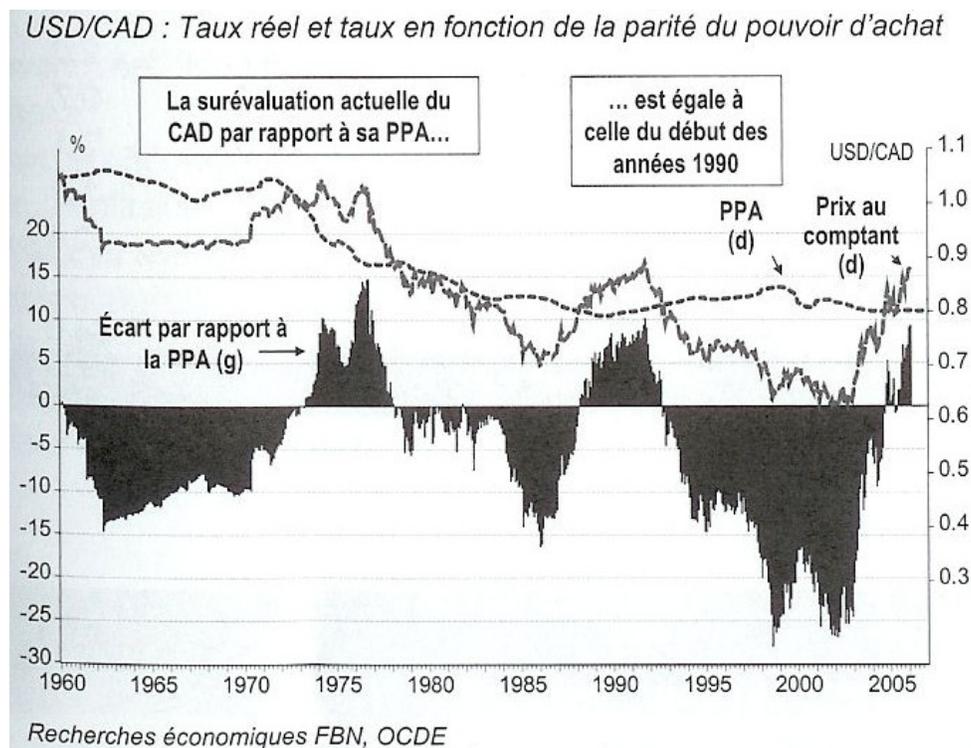
Il est amusant de lire le titre dans le *Financial Times* du 10 avril dernier (publié par le même conglomérat qui possède *The Economist*) : « *Les prix des ressources naturelles prêts à décoller!* ». Maintenant que le prix du pétrole a quintuplé, là c'est le temps d'investir semble-t-il !

Nous ne faisons jamais de prédiction macro-économique bien sûr mais il faut admettre que le caractère maniaco-dépressif des différents marchés des valeurs reste toujours surprenant.

Le dollar canadien

Notre huard continue d'être très populaire. Il est plus difficile par contre d'évaluer une devise qu'une compagnie. Comme vous savez, nous avons toujours comme politique de ne pas tenter de prédire le niveau d'échange entre le dollar canadien et le dollar américain sachant qu'à long terme l'effet tendra à être négligeable.

Par contre, il n'est pas inutile de suivre une donnée très pertinente : la PPA (Parité du Pouvoir d'Achat). Elle représente grosso-modo la valeur intrinsèque d'une devise. La PPA entre le dollar canadien et le dollar américain est passée de \$1.00 en 1960 à \$0.80 en 1983 et est assez stable depuis. Pendant cette période de stabilité de PPA depuis 23 ans, la devise canadienne a fluctué entre \$0.91 et \$0.62. À l'heure actuelle, la devise est à \$0.88 soit 10% de plus que sa PPA ce qui laisse croire qu'elle est surévaluée. En fait, le plus haut niveau d'écart entre le devise et sa PPA a été de +14% vers 1977. Comme vous voyez sur le graphique ci-bas, la devise est bien plus souvent sous sa PPA qu'à l'inverse. Il est donc rationnel de croire que la devise risque de beaucoup moins affecter nos rendements (mesurés en dollar canadien) dans les prochaines années que dans les trois dernières.



Source : Financière Banque Nationale

Le marché boursier canadien

Synchronisé avec le marché des ressources naturelles, le marché canadien continue d'être populaire. On peut observer nombre de titres dont la cote boursière continue de s'éloigner de leur valeur intrinsèque. Les banques canadiennes sont aussi fort prisées. Ce ne fut pas toujours le cas. En début 2000, nous avons acquis des actions de la Banque Scotia et de la Banque de Montréal. Nous avons alors payé 8 fois les profits. Alors qu'en 2000 le marché canadien carburait aux titres de haute-technologie comme Nortel, Netgraphe et JDS-Uniphase, personne ne voulait avoir des actions des banques. Maintenant qu'elles ont doublé et même triplé en six ans (et que le P/E est rendu à 15 fois), tout le monde en veut! Sur le sujet, je vous invite à lire l'excellent article de Bernard Mooney publié dans le journal Les Affaires il y a quelques semaines (voir annexe).

Quelques partenaires ne partagent pas ma prudence vis-à-vis les actions canadiennes. Tout le monde a droit à son opinion bien sûr. Mais, j'ai observé avec les années qu'on me trouve trop prudent quand les actions sont chères et trop enthousiaste quand elles sont sous-évaluées.

Il est bon de garder à l'esprit – autant dans les bas boursiers que dans les hauts – la célèbre citation de Warren Buffett : « *Je vais vous dire le secret pour réussir en Bourse : Soyez craintif quand les autres sont agressifs et agressif quand les autres sont craintifs* ».

Conférence à Los Angeles

C'est avec une grande fierté que je vous annonce que j'ai été invité comme orateur à la troisième conférence *Value Investing* organisée par Robert P. Miles, l'auteur de plusieurs livres sur Warren Buffett. Elle se tiendra le 8 et 9 mai prochain à Los Angeles.

Un des autres orateurs est nul autre que Bill Child, le PDG de R.C. Willey, une chaîne de magasins de meubles que Berkshire Hathaway a acquise en 1995. M. Buffett a souvent parlé avec grandes éloges de M. Child. J'ai déjà rencontré M. Child à deux reprises et – en plus d'être un brillant homme d'affaires – il est un être humain exceptionnel. Pour découvrir pourquoi, je vous invite fortement à relire le chapitre sur sa vie dans l'excellent livre « *The Warren Buffett CEO* » par M. Miles.

Pour plus d'informations sur la conférence, je vous invite à consulter le site Internet de Robert P. Miles :

<http://www.robertpmiles.com/events.html>

Bon trimestre à tous nos partenaires.

François Rochon
Président
Giverny Capital Inc.