



Le PERSPECTIVE *de* BURGUNDY

L'ANNÉE *du* DINDON

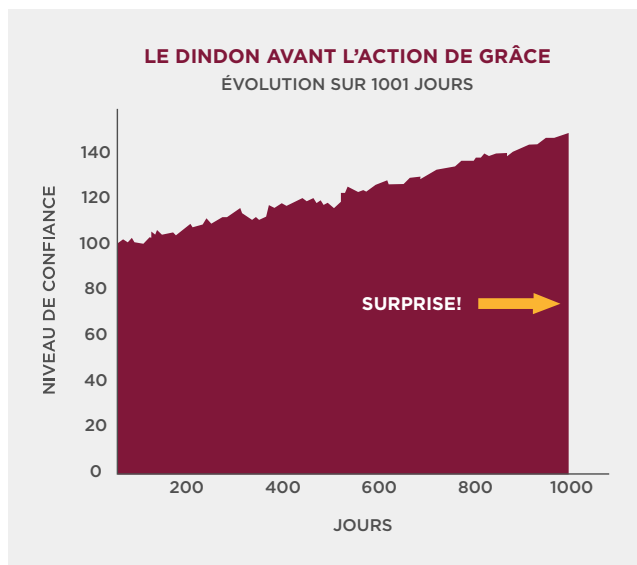
Richard Rooney, Président et Chef des placements de Gestion d'actifs Burgundy Ltée a livré le discours ici traduit, le 23 avril 2009, lors de la journée annuelle des clients de Burgundy.

Avez-vous déjà regardé l'émission d'interview *Talking Head* sur une des chaînes de nouvelles financières telles que CNBC? Ces émissions accueillent habituellement quelques invités qui partagent tous les mêmes idées, sauf l'un d'entre eux, dont l'opinion diffère un peu ou parfois beaucoup de l'opinion de la majorité. vous avez alors sans doute observé que si les idées d'un invité tranchent beaucoup avec celles du groupe majoritaire, son opinion risque fort d'être accueillie avec incompréhension, voire même de faire l'objet de mépris. En 2006 et 2007, ceux qui ont ouvertement parlé des craintes qu'ils entretenaient quant à la bulle des hypothèques aux États-Unis, et de ses éventuelles conséquences sur le système financier, ont fréquemment ainsi fait l'objet de dérision. Il en fut de même pour ceux qui ont eu la témérité de formuler leurs craintes à l'égard de la bulle technologique en 2000 ou à l'égard de la bulle des marchandises en 2008.

Lorsque les marchés atteignent des niveaux extrêmes, on assiste alors à l'imposition d'un diktat quasi stalinien de conformité d'opinion parmi les participants au marché. Le consensus en de tels moments se trouve porté par une kyrielle de rendements alléchants qui font que quiconque exprime des doutes ou suggère d'autres possibilités est perçu d'emblée comme engagé dans la mauvaise voie. Après tout, notre instinct grégaire ne nous incite-t-il pas à acquiescer avec le marché, et n'y a-t-il pas un réconfortant élément de sécurité à faire comme tout le monde? Dans les petits regroupements de chasseurs-cueilleurs au sein desquels vivaient nos ancêtres à l'époque où ils ont acquis ces instincts, ces préceptes étaient sans doute habituellement valables. De nos jours, dans les marchés des capitaux, ces instincts peuvent s'avérer désastreux, car lorsque la conformité se généralise et que la confiance s'accroît, les dangers foisonnent.

Nassim Nicholas Taleb est l'auteur d'un intéressant livre intitulé *Le Cygne noir* dans lequel il traite du risque, de l'incertitude et des grandes improbabilités. On y trouve une illustration de confiance mal fondée que je trouve particulièrement appropriée à nos jours.

Le graphique ci-dessous illustre le niveau de confiance d'un dindon quant aux bonnes intentions de son propriétaire.ⁱ Pendant trois ans, le dindon est logé, nourri et on lui prodige les soins médicaux dont il a besoin; le niveau de confiance que lui inspirent toutes ces bonnes intentions croît constamment et atteint son apogée juste avant l'Action de grâce, ses croyances étant alors mises à l'épreuve.



Source : Concept de l'illustration tiré du livre *Le Cygne noir*

Avec mes excuses au calendrier chinois, l'année 2008 était l'année du dindon. Nos croyances ont à bien des égards été mises à l'épreuve et parfois invalidées. Aujourd'hui, je veux vous faire part de ce que nous avons appris en 2008 concernant les risques et les incertitudes du marché. Je vais vous montrer comment notre processus est conçu en vue de nous protéger des dangers que recèlent les consensus, ainsi que pourquoi dans certains secteurs il a failli à la tâche en 2008. Je vais vous expliquer comment et pourquoi nous avons structuré nos placements pour 2009.

GARE AUX DÉCISIONS CONSENSUELLES DE PLACEMENT

Dans ma présentation d'il y a deux ans, j'évoquais l'analyse que faisait Michael Mauboussin de l'efficacité qui découle de la diversité des opinions dans les marchés des capitaux.ⁱⁱ Lorsque se forme un consensus, la diversité d'opinions se trouve réduite et les évaluations du marché perdent les bornes. Plus le consensus est fort, plus les évaluations sont tordues et plus dangereuses deviennent les décisions consensuelles de placement.

Chez Burgundy, nous estimons que notre approche d'évaluation et notre philosophie nous prémunissent contre les pires débordements des placements consensuels. Cette protection s'est clairement manifestée lors de la récente bulle technologique; quand les évaluations atteignirent le pinacle de l'optimisme, ne pas posséder de titres de technologie s'est traduit par des rendements excessifs lorsque le consensus s'est évaporé.

Plus récemment, un fort consensus a pris corps dans les titres cycliques. L'optimisme qui a attisé la forte croissance des marchés du BRIC (le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine), avec ses implications malthusiennes, est devenu quasi universel et a engendré pendant quelques années une surperformance exceptionnelle des producteurs de marchandises. À la mi-2008, les titres cycliques atteignaient des sommets historiques lorsqu'en survint l'effondrement. Comme d'habitude, Burgundy a très rapidement évacué ces titres, et protégé ses arrières lorsque les cours des marchandises et des titres se sont effondrés dans la seconde moitié de l'année.

« Je crois que la philosophie de placement de Burgundy nous prémunit plus que les autres investisseurs d'être le dindon de la farce. »

Un autre consensus, plus insidieux encore, s'était toutefois installé dans les marchés au cours du dernier quart de siècle. Une longue période de conditions de marché plutôt

La tâche de l'investisseur prudent est de minimiser dans toute la mesure du possible, l'éventualité de telles pertes.

bénignes a fait que bien peu de gens étaient conscients des problèmes sous-jacents des marchés financiers eux-mêmes. Au début de 2008, les taux d'intérêt avaient été en baisse pendant plus de 25 ans et le prix de l'habitation avait été à la hausse pendant 60 ans, et ce, dans toutes sortes de macro-environnements. La titrisation avait engendré de vastes nouveaux marchés précédemment inexistantes.

Les économistes parlaient de « grande modération » lorsque les actifs financiers ont semblé être bien engagés dans un mouvement de faible volatilité et de hausse soutenue des prix. Les marchés financiers étaient des dindons à la veille de l'Action de grâce.

À l'exception de la superbe performance de notre fonds d'actions asiatiques, je ne saurais qualifier la performance de Burgundy en 2008 de bonne, ou même d'acceptable. Bien que nous dépassons généralement les indices de performance et la plupart des autres gestionnaires axés sur le long terme, et malgré que la perte de valeur de nos portefeuilles soit récupérable, nous ne saurions nous satisfaire d'un rendement négatif. Nous avons toutefois évité le pire de ce qui est survenu au cours de cette année exécrable, et je crois que cela ne s'est pas produit par simple hasard. Je crois que la philosophie de placement de Burgundy nous prémunit plus que les autres investisseurs d'être le dindon de la farce. Cela tient au fait que nous faisons une distinction entre le risque et l'incertitude. Je précise.

Selon la théorie économique, le risque décrit une situation où l'on a une idée de l'ampleur et de la probabilité d'un événement. L'incertitude définit une situation où on ne sait même pas ce qui est possible de se produire, et encore moins d'en estimer la probabilité. Il est vital que l'investisseur fasse une distinction entre ces deux concepts.

MEDIOCRISTAN C. EXTREMISTAN

Le livre de Taleb nous fournit une autre illustration utile. Il partage le monde en deux royaumes : le Mediocristan et l'Extremistan. En Mediocristan, la règle statistique de distribution normale s'applique; mais pas en Extremistan. En Mediocristan, le risque existe; en Extremistan, c'est l'incertitude. Par exemple, si vous remplissiez le Centre Bell d'adultes choisis au hasard, leur poids et leur taille s'inscriraient dans une courbe de distribution normale. Vous pourriez parier avec une quasi-certitude que personne mesurant plus de huit pieds ou moins de deux pieds ne serait présent dans la foule. Mais si vous mesuriez leur richesse plutôt que leur taille, vous obtiendriez probablement un résultat bien différent. Si Warren Buffett ou Bill Gates était du groupe, leur richesse dépasserait celle de l'ensemble des autres personnes présentes. Si la richesse personnelle répondait aux règles de la distribution normale, la probabilité de l'existence de personnes aussi riche que Warren Buffet ou Bill Gates serait infinitésimale. Pourtant, le capitalisme produit souvent des individus très riches, bien en deçà du nombre prédit par une distribution normale. Si vous pariez que la valeur nette de votre échantillonnage s'inscrit dans une distribution normale, vous aurez généralement raison; vous courrez cependant le risque d'être dans l'erreur par une forte marge. Le poids et la taille sont des concepts du Mediocristan, et la richesse de l'Extremistan.

Au cours des deux dernières générations, l'approche académique en finance a été de toiser les marchés des capitaux au moyen de mesures statistiques conventionnelles, c'est-à-dire de faire comme si les marchés se situaient au Mediocristan. La théorie moderne des portefeuilles définit le risque en termes de volatilité, et celle-ci est présumée se situer à l'intérieur d'une zone de répartition statistique normale. La plupart des instruments dérivés sont fondés sur ce principe, de même que la plupart des portefeuilles à structure quantitative. Le résultat horripant de ces hypothèses est la

« soupe alphabéth » de titres adossés à diverses créances (CDO, CLO, ABCP et ARS), une pléthore d'instruments élaborés sur des bases statistiques fallacieuses dont l'écrasement des prix a ravagé le système financier mondial et dont les épaves jonchent notre entourage. Chez Burgundy, par contre, on a toujours défini le risque comme étant celui de perdre l'entièreté du capital, c'est-à-dire le risque de tout perdre. La possibilité de nous retrouver en Extremistan avec l'un quelconque de nos investissements est pour nous une source constante de préoccupations. Les pertes irrécupérables telles qu'ont subies les détenteurs de « soupe alphabet » en 2008, sont le prototype de l'investissement en Extremistan, où la queue des distributions normales est gonflée. La tâche de l'investisseur prudent est de minimiser dans toute la mesure du possible, l'éventualité de telles pertes.

À cette fin, chez Burgundy nous faisons une claire distinction entre l'incertitude inhérente au marché et celle qui est liée aux sociétés individuelles dans lesquelles nous investissons. Le marché des capitaux est susceptible d'évaluer un titre à n'importe quel niveau à un moment donné, ce qui nous contraint de reconnaître que nous sommes effectivement en Extremistan. Mais si vous songez au type de sociétés dans lesquelles nous investissons habituellement, vous constaterez que celles-ci se caractérisent par un fort volume de transactions, un grand nombre de clients, une distribution étendue, une diversification internationale et ainsi de suite. Cela signifie, qu'en grande mesure, nos entreprises exercent leurs activités en Mediocristan, où tout est beaucoup plus prévisible qu'en Extremistan. Les évaluations de marché fluctuent en Extremistan alors que la valeur des entreprises en Mediocristan est grandement plus stable. Pour transposer ce concept dans l'univers de Burgundy, la valeur d'entreprise est l'équivalent de notre valeur intrinsèque. La différence entre le cours du marché et cette valeur d'entreprise constitue notre marge de sécurité.

Une entreprise de renom exerçant des activités à l'échelle mondiale fait face à l'incertitude d'une façon plus contrôlable qu'une société minière située au Vénézuéla ou une entreprise de construction avec un grand projet ou une banque d'affaires. Toutes les entreprises font face à des dangers liés à la réglementation, aux interventions politiques, à la désuétude des produits, des interruptions de production, et des défaillances de systèmes. L'ensemble de ces facteurs de risque introduit un élément d'incertitude qui ne peut

jamais être complètement éliminé. De façon inhérente, les entreprises de certains secteurs d'activité présentent toutefois un niveau de risque moins élevé. Chez Burgundy nous sommes à l'affût des sociétés jouissant d'une forte prédictibilité inhérente pour nos placements.

« Dans le système financier global contemporain, toutes les entreprises financières sont reliées et les cours de leurs actions sont en corrélation. »

LE DÉCLIN DU SECTEUR FINANCIER

Sans doute pensez-vous que si tout cela est vrai, comment se fait-il que certains portefeuilles de Burgundy aient tant baissé en 2008? La raison est que certains secteurs où nous investissions se situaient en Extremistan sans que nous n'en ayons pris conscience avant que les ravages n'aient été faits. Nos investissements dans le secteur financier nous ont coûtés cher.

Ces investissements étaient concentrés en Europe et au Canada. Craig Pho, notre gestionnaire pour l'Asie n'ayant que peu d'expérience dans ce secteur, sans doute parce que l'Asie a subi plusieurs crises financières au cours des deux dernières décennies, était plutôt dubitatif à l'égard des grandes banques et des sociétés d'assurances. Quant à Stephen Mitchell, il mérite notre respect pour avoir flairé assez hâtivement le danger dans le secteur financier américain et orchestré notre retrait avant que nous ne subissions de dommage important. Nous n'avons toutefois pris conscience du danger de contagion internationale qu'après avoir subi des pertes dans d'autres régions.

En toute équité pour nos équipes canadienne et européenne, qui ont agi avec mon entier appui, nous avons sélectionné des titres financiers que nous croyions relever de l'univers Mediocristan — forte base de dépôts, vaste gamme de produits et situation d'oligopole dans plusieurs marchés. Mais rien de cela n'a compté en 2008. Dans le système financier global contemporain, toutes les entreprises financières sont reliées et les cours de leurs actions sont

en corrélation et force est de constater que nous ignorions bien des choses concernant les bilans des banques et des sociétés d'assurances au cours de cette crise.

Nous détenons présentement moins de placements dans les grandes sociétés financières qu'à tout autre moment depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Ceci est en partie attribuable à une abondance d'occasions d'achats de sociétés de haute qualité dans des secteurs d'activité plus simples et plus prévisibles. Mais c'est certes également parce que nous avons le frais souvenir des incertitudes inhérentes au secteur financier. Ces placements ont coûté cher à nos clients en 2008 et nous en sommes désolés. On apprend par le passé pour vivre dans le futur.

LE NOUVEAU CONSENSUS

Parlant du futur, comment la plupart des investisseurs perçoivent-ils le monde aujourd'hui? Présentement, la plupart des investisseurs sont pessimistes. Les baissiers sont motivés par les résultats financiers décevants des entreprises, situation qui ne se redressera pas avant la fin de 2009. Ceci n'est que simple calcul. Chaque fois que le marché baisse un peu plus, le nombre de baissiers s'accroît. Au début d'avril, le Elgin Theatre à Toronto a accueilli à guichet fermé un forum intitulé « Une soirée avec les baissiers ». L'éventail d'opinions quant au marché dénote encore un remarquable biais baissier, bien que la panique de mars dernier se soit résorbée avec la hausse du cours des actions et des obligations de sociétés.

Le principal problème qu'ont les baissiers est qu'ils ne sont pas capables de prévoir quelle sorte de malheur est sur le point de se produire. Certains croient qu'on subira des pressions déflationnistes comme dans les années trente, ou, à tout le moins, comme au Japon. D'autres croient plutôt que c'est l'hyperinflation qui nous attend. Tout ça me fait penser au mémorable proverbe de Woody Allen :

« Plus qu'à tout autre moment dans l'histoire, l'humanité se retrouve à une croisée de chemins. Un chemin mène au désespoir et à la détresse absolue. L'autre à l'extinction totale. Espérons que nous aurons la sagesse de faire le bon choix. »

Étonnamment, peu de ceux qui sont présentement les plus intenses baissiers ont su éviter des pertes d'argent à leurs clients en 2008. Plusieurs des baissiers avaient décidé qu'il était plus sécuritaire d'investir à l'extérieur des États-Unis dans le marché des marchandises et, en 2008, y ont fait perdre 40 % à 60 % de leur avoir à leurs clients, et parfois même plus. C'est ce que Warren Buffett appelle la règle de Noé : prédire la pluie ne compte pas; c'est de bâtir des arches qui compte.

J'ai une réelle admiration pour ces baissiers qui ont maintenu leur courageuse et solitaire position en 2006 et 2007; mais même si Burgundy n'a pas aussi bien prédit la pluie, nous avons bâti une meilleure arche qu'eux, parce que nous avons utilisé de meilleurs matériaux.

« C'est ce que Warren Buffett appelle la règle de Noé : prédire la pluie ne compte pas; c'est de bâtir des arches qui compte. »

DES ÉVALUATIONS SUPÉRIEURES

La seule chose que les baissiers ont en commun c'est leur aversion aux actions. À l'exception de certaines positions dans les marchandises, ils sont virtuellement unanimes à tenir cette opinion. Bien sûr, nous ne sommes pas de cet avis. Nous voici donc à nouveau en désaccord avec le consensus et cette fois encore, notre opinion est fondée sur notre plus fiable appui : des évaluations supérieures.

Les actions de qualité sont actuellement évaluées à un niveau extraordinairement bas; conséquemment, nous sommes pleinement investis et maintenons la pondération des actions à un niveau maximum. Les marques de commerce internationales constituent les meilleures valeurs que nous n'ayons jamais vues. Pour la première fois depuis des décennies, tant les investisseurs du style de Ben Graham (qui mettent l'accent sur les ratios coût/bénéfice bas, les rendements boursiers élevés, et les bilans solides) que ceux du style de Warren Buffet (qui préconise le recours à l'analyse quantitative de la supériorité économique en plus des mesures traditionnelles de l'évaluation) investissent dans les entreprises de produits et services de consommation

mondiales. Alors, Ben Graham, des puristes comme Prem Watsa (dont les analyses et les recommandations se sont avérées correctes l'an dernier) et Jim Grant (l'éditeur de *Grant's Interest Rate Observer*, un conférencier deux fois invité à nos rencontres avec nos clients) achètent donc actuellement le même type d'actions que Warren Buffett et Charlie Munger. Étant donné les prestigieux états de service de ces deux écoles de pensée en placement, il est réconfortant de constater la convergence de leurs choix de placements en actions. On s'attend à de bonnes nouvelles.

PAS DE DINDON ICI

L'investissement sur la base d'évaluations consensuelles irrationnelles débridées est la principale caractéristique de la dernière décennie. Nous avons vraisemblablement été témoins de la formation des plus forts et plus unanimes consensus du dernier siècle au cours de cette décennie. En cette période où l'investisseur moyen a accès par Internet à une quantité infiniment plus grande d'information que celle à laquelle j'ai moi-même eu accès au cours de mes 15 premières années en tant qu'investisseur professionnel, il est ironique qu'il semble y avoir une moins grande diversité d'opinion concernant les marchés des capitaux. Le comportement humain tend vraiment vers la conformité.

Burgundy récolte généralement une cote positive et honorable pour son comportement lors des extrêmes de marchés sous l'empire de consensus. J'ai une grande fierté de la force de caractère et de la fermeté dont nos gens ont fait preuve dans la tourmente et face à l'adversité qui balaye la communauté financière. Nous ne nous sommes jamais écartés de notre philosophie de placement et de notre méthode et avons ainsi récolté une performance supérieure.

Nous ne cesserons de toujours tenter de faire mieux. Comme vous, nous sommes frustrés de la faiblesse des niveaux de rendement absolus. Mais avec des portefeuilles de sociétés exerçant des activités largement prévisibles et jouissant d'excellentes évaluations, et dans le contexte d'un fort consensus adverse à notre opinion, nous sommes persuadés qu'il n'y a pas de dindon parmi nous.

*Le présent numéro de **La PERSPECTIVE de BURGUNDY** a été rédigé par Richard Roonet, FCPA, FCA, CFA*

Date de publication : juin 2009

RÉFÉRENCE

- i. Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Page 41. random House Publishing Group. 2007.
- ii. Mauboussin, Michael. *More Than You Know*. « investing — Profession or Business? » Pages 85-86. Columbia university Press. 2006.

MISE EN GARDE

Ce numéro de *La Perspective de Burgundy* est présenté à titre illustratif et aux fins de discussion seulement. Il ne constitue pas des conseils de placement ni ne tient compte des objectifs, des contraintes et des besoins financiers qui vous sont propres. Ce numéro de *La Perspective de Burgundy* ne vise aucunement à vous inciter à synchroniser le marché d'une façon ou d'une autre ni à prendre des décisions de placement fondées sur son contenu. Certains titres peuvent être utilisés comme exemples pour illustrer la philosophie de placement de Burgundy. Les portefeuilles Burgundy peuvent détenir ou non ces titres pendant toute la période indiquée dans les exemples. Les investisseurs doivent noter que leurs placements ne sont pas garantis, que leurs valeurs fluctuent fréquemment et que les rendements passés peuvent ne pas se reproduire. *La Perspective de Burgundy* ne constitue pas une offre de placement selon l'une ou l'autre des stratégies d'investissement présentées par Burgundy. Les renseignements contenus dans ce numéro représentent l'opinion de Gestion d'actifs Burgundy Ltée ou de ses employés à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Veuillez consulter la section Mention juridique du site Web de Burgundy pour obtenir de plus amples renseignements.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY

TORONTO

La tour Bay Wellington, Place Brookfield
181, rue Bay, bureau 4510
case postale 778, Toronto, ON M5J 2T3

Téléphone : (416) 869-3222
Télécopieur : (416) 869-1700
Sans frais : 1 (888) 480-1790

VANCOUVER

999, rue Hastings ouest,
bureau 1810 case postale 33,
Vancouver, BC V6C 2W2

Téléphone : (604) 638-0897
Sans frais : 1 (833) 646-6807

MONTRÉAL

1501, avenue McGill College,
bureau 2090 Montréal, QC H3A 3M8

Téléphone : (514) 844-8091
Télécopieur : (514) 844-7797
Sans frais : 1 (877) 844-8091

NOUS JOINDRE

info@burgundyasset.com
gestionburgundy.com