

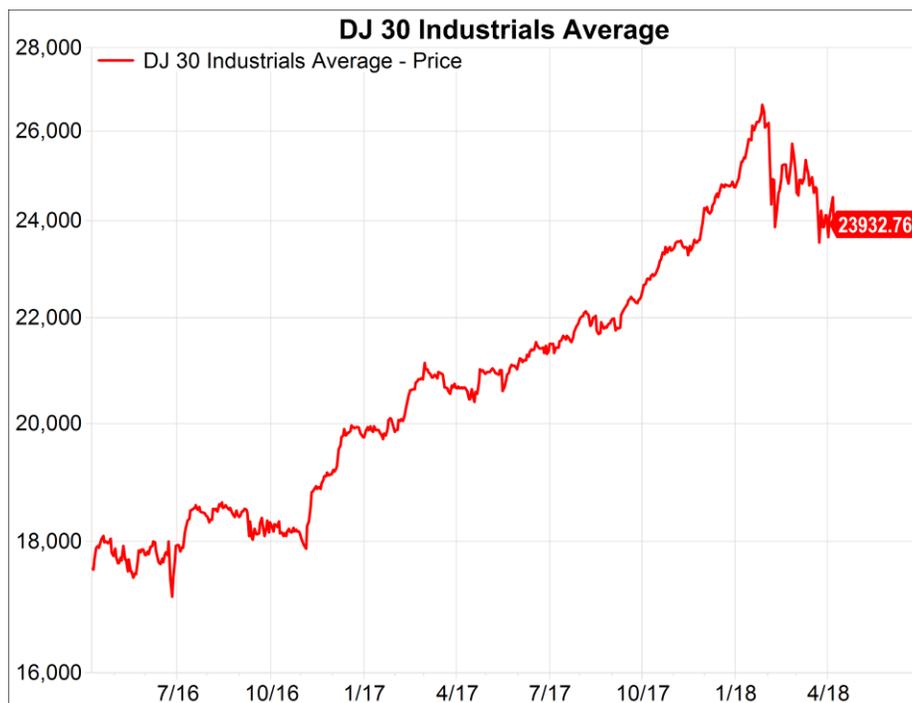


George Stedman, CFA  
Gestionnaire de portefeuille principal

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.  
1501 McGill College, Suite 2150  
Montréal, QC, H3A 3M8  
Tél: 514-840-7626  
Fax: 514-840-7639  
george.stedman@rbc.com  
www.georgestedman.com

## Premier Trimestre 2018

Après deux années de hausse constante des cours boursiers, la volatilité généralisée des derniers mois a modifié le climat d'investissement. Depuis son sommet de début février, l'indice Dow Jones Industrial Average a connu des fluctuations de 400 points ou plus, apparemment presque quotidiennement. Le trimestre dernier, dans ma lettre de janvier, j'ai mis en garde contre 1) les valorisations élevées, 2) le sentiment haussier et 3) l'ardeur spéculative. Les montagnes russes quotidiennes des derniers mois ont atténué ces trois facteurs, mais la fluctuation des cours boursiers semble avoir particulièrement atténué l'urgence de spéculer qui était évidente au début de cette année. FOMO – la peur de rater quelque chose – n'est plus la force qu'elle était en janvier.



La lettre de Warren Buffett aux actionnaires, publiée le 24 février ([www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)), était plus courte que d'habitude mais contenait plus d'avertissements que d'habitude. « Notre aversion pour l'effet de levier a freiné nos rendements au fil des ans. Mais Charlie et moi dormons bien. Nous pensons tous les deux qu'il est insensé de risquer ce que l'on a et ce dont on a besoin pour obtenir ce dont on n'a pas besoin. (Rapport annuel, p. 4) Plus loin, à la page 10, Buffett est plus explicite dans son avertissement :

« Berkshire lui-même fournit des exemples frappants de la façon dont le caractère aléatoire des prix à court terme peut obscurcir la croissance de la valeur à long terme. Au cours des 53 dernières années, l'entreprise a créé de la valeur en réinvestissant ses bénéfices et en laissant les intérêts composés opérer leur magie. D'année en année, nous avons progressé. Pourtant, les actions de Berkshire ont subi quatre baisses véritablement majeures. Voici les détails sanglants :

Période	Haut	Bas	Pourcentage de diminution
March 1973-January 1975	93	38	(59.1%)
10/2/87-10/27/1987	4,250	2,675	(37.1%)
6/19/98-3/10/2000	80,900	41,300	(48.9%)
9/19/08-3/5/2009	147,000	72,400	(50.7%)

Ce tableau offre l'argument le plus solide que je puisse rassembler contre l'utilisation de l'argent emprunté pour détenir des actions. On ne sait tout simplement pas jusqu'où les actions peuvent chuter sur une courte période. Même si vos emprunts sont modestes et que vos positions ne sont pas immédiatement menacées par la chute du marché, votre esprit pourrait bien être secoué par des gros titres effrayants et des commentaires haletants. Et un esprit instable ne prendra pas de bonnes décisions.

Buffett a été prémonitoire dans les thèmes qu'il choisit pour son message annuel du président. J'espère que ce ne sera pas le cas cette année.

L'équipe Stedman a essayé de temps à autre, au fil des ans, d'être opportuniste dans ses investissements à revenu fixe. Après la crise financière de 2008-2009, les gouvernements ont introduit des politiques de taux d'intérêt proches de zéro. Les titres à revenu fixe sont devenus attractifs principalement pour leur valeur d'assurance, et non pas tant pour leur revenu. C'est alors la première fois de ma carrière que nous avons acheté des certificats de placement garanti (CPG). Les régulateurs exigeaient des banques qu'elles détiennent davantage de garanties pour leurs prêts. Les CPG ont rapporté peu, mais bien plus que les obligations d'État ou même d'entreprises.

Ensuite, nous avons traversé une période, notamment en 2015-2016, où nous avons trouvé une bonne valeur dans les actions privilégiées à taux rajusté, dont nous avons pu acheter plusieurs, principalement dans des comptes imposables (car les dividendes sont imposés favorablement), à des rabais substantiels par rapport au prix auxquels ils ont été émis. Avant cela, nous n'avions pratiquement pas acheté d'actions privilégiées depuis les années 1980.

Le rendement des obligations d'État à cinq ans est passé de près de zéro il y a environ un an à 2 % pour les obligations canadiennes et à 2,8 % pour les bons du Trésor américain. Il n'y a probablement pas de meilleur refuge contre une baisse des marchés boursiers que les obligations d'État à court terme. Aujourd'hui, et je pense que pour le reste de 2018, nous sommes heureux de pouvoir acheter une sélection d'obligations à court terme du gouvernement fédéral se négociant à des rabais substantiels par rapport à leur valeur nominale. La

hausse significative des rendements au cours du dernier trimestre a réduit le risque de valorisation des titres à revenu fixe. Dans le même temps, les écarts de crédit se sont considérablement réduits, ce qui signifie qu'une obligation de la Fiducie du Canada pour le logement garantie par le gouvernement fédéral rapporte à peine moins qu'une obligation provinciale ou qu'une obligation d'entreprise notée A. En outre, pour la première fois depuis les années 1990, une bonne sélection de ces obligations très liquides et sûres peuvent être achetées à des rabais substantiels par rapport à leur valeur nominale. Puisque seulement la moitié d'un gain en capital est imposable (au Canada), ceux-ci peuvent être très intéressants pour les comptes imposables. Un exemple illustrera :

L'obligation du gouvernement du Canada avec un taux nominal de 0,50 %, échéant le 01/03/2022, au prix de 94,47 \$, a un rendement à l'échéance de 1,97 % et un rendement après impôts de 1,32 %. Cela représente un rendement imposable équivalent à 2,83 % (pour un résident de l'Ontario appartenant à la tranche d'imposition la plus élevée). En d'autres termes, un CPG de 4 ans devrait rapporter 2,83 % après impôt. Mais un CPG ne pourra jamais rivaliser avec une obligation d'État à court terme en termes de liquidité, c'est-à-dire de flexibilité. Dans un environnement risqué, la flexibilité est précieuse. Au cours du reste de l'année, nous espérons trouver davantage d'obligations à des rabais importants par rapport à leur valeur nominale.

Au moment où j'écris ces lignes, mon équipe de hockey Pee wee (je suis l'entraîneur-chef) attend avec impatience la finale des séries éliminatoires. Après trois ans comme entraîneur de hockey et après mes trois années au sein de la direction du yacht club, j'ai hâte d'avoir plus de temps et de profiter du printemps.

Sincèrement,

George Stedman, CFA  
Gestionnaire de portefeuille principal  
*Veuillez nous rendre visite sur [www.georgestedman.com](http://www.georgestedman.com)*