



George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal

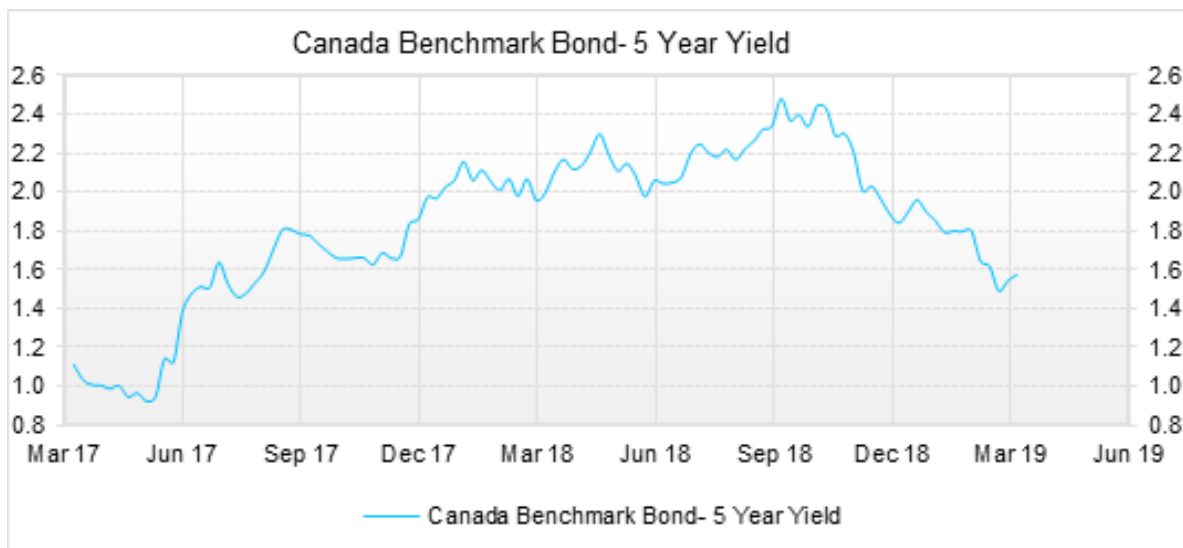
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
1501 McGill College, Suite 2150
Montréal, QC, H3A 3M8
Tél: 514-840-7626
Fax: 514-840-7639
george.stedman@rbc.com
www.georgestedman.com

Premier Trimestre 2019

Le marché boursier a été tout aussi bon au premier trimestre de 2019 qu'il était mauvais au quatrième trimestre de l'année dernière. Il y avait peut-être deux raisons principales aux gains boursiers ; la baisse des rendements obligataires et l'optimisme quant à la fin de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine.

Les négociations commerciales devraient se poursuivre au cours des quatre prochaines semaines environ. Je devrais penser qu'il reste suffisamment de temps pour des va-et-vient dans les négociations avant qu'elles ne soient conclues. Une conclusion positive et la fin des droits de douane élimineraient un frein considérable au commerce et à l'économie mondiale.

La baisse des rendements obligataires a été extraordinaire. D'un sommet de 2,48 % au début du mois d'octobre, le rendement des obligations canadiennes à cinq ans était tombé à 1,54 % à la fin du mois de mars.



Graphique de Factset du 5 avril 2019

La baisse des rendements obligataires a eu des effets notables et plutôt directs sur nos titres. Les obligations d'État à forte décote que nous avons achetées l'année dernière se sont appréciées beaucoup plus près de leur valeur nominale à mesure que leurs rendements ont baissé. Les actions fiables versant des dividendes, comme

les téléphones et les appareils électriques, se sont appréciées cette année, leurs rendements en dividendes se comparant plus favorablement aux rendements obligataires.

D'un autre côté, le prix des actions privilégiées à taux rajusté a chuté à la fois parce que la baisse des rendements obligataires signifie qu'il existe une perspective de révision à la baisse des dividendes lorsqu'ils atteindront leur date de réinitialisation et parce que le ralentissement de l'économie, que laisse présager une baisse des rendements, accroît les inquiétudes sur la solvabilité des entreprises. Les options privilégiées à taux révisable me semblent désormais être la meilleure affaire en matière de titres à revenu fixe, mais je suis conscient de ces deux risques, à savoir des taux d'intérêt plus bas et des notations de crédit plus faibles.

Les taux d'intérêt ont tellement baissé au premier trimestre que la courbe des rendements s'est inversée pendant un certain temps la semaine dernière. Au Canada comme aux États-Unis, le rendement des bons du Trésor à 30 jours était supérieur, du moins brièvement, à celui des bons du Trésor à 10 ans. Cela a attiré l'attention car une courbe des taux inversée est considérée comme un indicateur de récession. La courbe des rendements s'est inversée pour la dernière fois en 2007, un an avant la Grande Récession, et elle s'est inversée avant toutes les récessions des 60 dernières années, je crois. Il semble maintenant que la dernière hausse des taux de la Banque du Canada et de la Réserve fédérale à la fin de l'année dernière soit la dernière, du moins pour le moment. C'était, comme le plaisantait un de mes collègues, comme un dernier baiser, on ne le savait pas à l'époque. Les banques centrales contrôlent les taux d'intérêt à court terme, les marchés obligataires contrôlent les taux d'intérêt à long terme. La baisse des rendements obligataires suggère que le marché obligataire s'attend à ce que la prochaine mesure des banques centrales soit une baisse des taux débiteurs à court terme en réponse au ralentissement de l'économie.

Une courbe de rendement inversée peut conduire à une récession, car les prêteurs ne sont pas incités à prêter de l'argent lorsque les taux à long terme sont inférieurs aux taux à court terme. Les banquiers prêtent à long terme et empruntent à découvert et ils ont besoin d'un spread pour que cela soit rentable. Si le crédit se tarit, l'activité économique diminuera également.

Il y a plusieurs mises en garde à l'agitation autour de la courbe des taux inversée. La première est qu'elle n'est pas inversée aujourd'hui, au moment où j'écris, et qu'elle ne l'a été que pendant quelques brefs jours jusqu'à présent. L'autre est qu'il existe plusieurs interprétations alternatives. La première est que la courbe s'est inversée non pas parce que les banques centrales ont autant augmenté les taux à court terme, mais parce que les taux à long terme ont baissé. Que cela se soit produit à une époque de taux d'intérêt extrêmement bas peut signifier que le signal est faussé.

Il y a un autre sujet complètement différent que je souhaite aborder ce trimestre : ce que je fais lorsque le cours de mes actions préférées chute. Cela, vous l'aurez remarqué, s'est produit à plusieurs reprises récemment. Je n'ai jamais cru aux soi-disant ordres stop-loss. C'est l'idée selon laquelle si nous l'avons acheté à 10 \$ et qu'il est maintenant à 8 \$, nous devrions le vendre pour arrêter toute perte supplémentaire. Cette façon de penser n'a pas de sens pour moi. Toutes choses étant égales par ailleurs, si je pensais que c'était un bon rapport qualité-prix à 10 \$, ce devait être un meilleur rapport qualité-prix à 8 \$. Je ne veux pas vendre simplement parce que le prix a baissé.

Une baisse de 10 ou 20 % est une chose, mais qu'en est-il lorsque le titre, pour utiliser un peu de jargon, s'est effondré ? La première chose à reconnaître est que cela arrive parfois. Si l'action s'est effondrée à cause d'un effondrement du marché ou d'un autre événement macro-économique, je serai enclin à en acheter davantage, progressivement, sur une période de temps.

Si, comme c'est plus courant, le titre a plongé en raison de résultats trimestriels scandaleusement médiocres, je suis plus enclin à attendre. En général, je n'abandonnerai pas un investissement dans une entreprise que je

connais et que j'aime si elle réalise au moins des bénéfices. Au lieu de cela, je vais attendre mon heure et être lent à faire la moyenne. J'attendrai généralement un signe d'amélioration de leur activité avant d'en acheter davantage. Je vais essayer de faire la distinction entre une action qui présente une bonne valeur et une action qui constitue un piège à valeur. Un piège à valeur est une entreprise dont les activités se détériorent régulièrement, mais dont les actions semblent toujours bon marché et continuent de baisser. Les achats d'initiés peuvent être un moyen de faire la différence entre une action de valeur et un piège de valeur. Si j'ai l'impression que c'était une erreur, je vends rapidement.

Pouvoir être patient face à une action peu performante est, je pense, un avantage majeur que nous avons par rapport aux investisseurs institutionnels. Les gestionnaires de fonds communs de placement ou d'autres grands pools de capitaux sont souvent motivés, au moins en partie, par le risque professionnel. Ils ne peuvent pas se permettre de se tromper longtemps de peur de perdre leur emploi ou leurs clients. La tyrannie de suivre les indices chaque trimestre ne s'applique pas nécessairement à nous. Pour profiter des opportunités que peuvent offrir les actions en difficulté, nous devons cependant être capables de résister à la pression psychologique de donner l'impression d'avoir tort.

Je suis très heureux d'annoncer qu'Alexa Perugini a rejoint l'équipe Stedman en janvier. Alexa avait déjà travaillé pour RBC DS au sein de ce qu'on appelle une équipe de transition, aidant les nouvelles équipes à transférer leurs clients vers notre cabinet. Elle connaît très bien les subtilités de notre paperasse et de notre bureaucratie. Elle a été d'une grande aide pour Margarita et moi. S'il vous plaît, aidez-la à se sentir la bienvenue.

Cette semaine, j'ai terminé d'entraîner l'équipe de hockey Pee wee de mon fils, une expérience déraisonnablement angoissante. Au cours des prochaines semaines, j'essaierai de me remettre du trouble de stress d'après-saison. J'annonce ma retraite en tant qu'entraîneur de hockey. Quant au baseball, nous verrons.

Sincèrement,

George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal
Veuillez nous rendre visite sur www.georgestedman.com