



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

Deuxième Trimestre 2012

Le deuxième trimestre a été presque le reflet du premier trimestre sur le marché boursier canadien. Le rendement total composé S&P/TSX a été de -5,7 % au deuxième trimestre, après avoir augmenté de 4,4 % au premier trimestre de l'année.

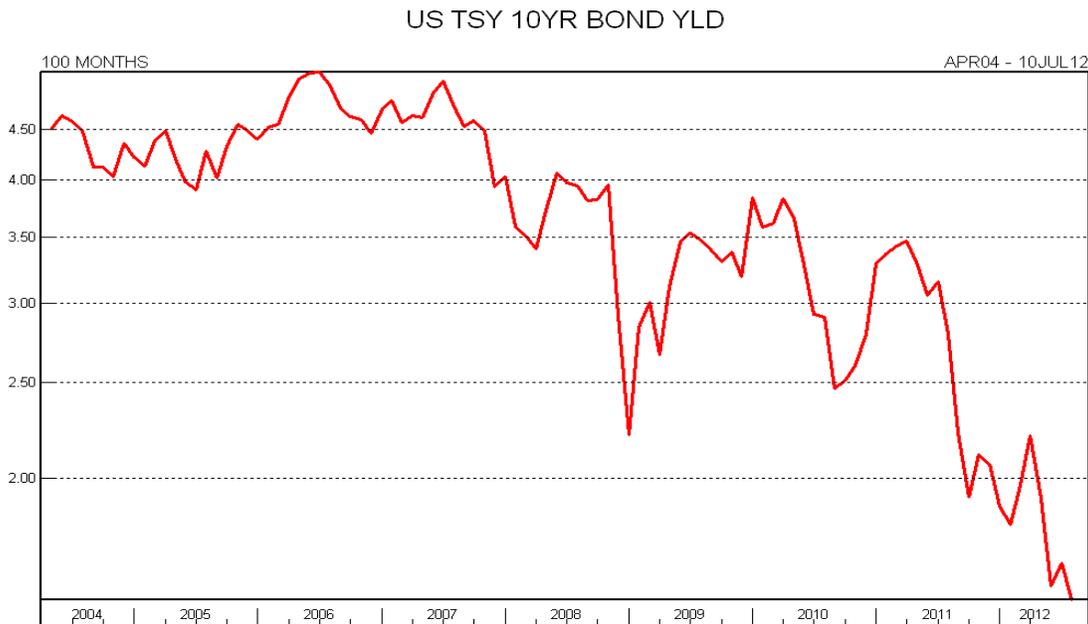
Au deuxième trimestre, les actions, le pétrole et l'or ont chuté en raison des inquiétudes croissantes concernant l'avenir de l'union monétaire européenne et du ralentissement de la croissance économique en Chine. Les actions ont également chuté au cours des étés 2010 et 2011. Le contexte économique est pire cette année. L'Europe a elle aussi glissé dans une grande récession. Aux États-Unis, l'emploi ne s'est pas encore amélioré, même si l'on observe quelques signes de vie sur le marché immobilier. Il y a une liste de problèmes budgétaires imminents (élections, précipice budgétaire, nouveau plafond de la dette, baisse potentielle de la notation de crédit) dont il faut se préoccuper.

Ce trimestre encore, il y a eu une différence assez marquée entre le marché boursier canadien, riche en ressources, et le marché boursier américain. Le S&P 500 a perdu -2,8 % en dollars américains, mais seulement -0,8 % en dollars canadiens. Au cours des 12 derniers mois, les deux marchés se sont reflétés, le marché canadien ayant perdu -10,3 % et le S&P 500 ayant progressé de 11,3 %, du moins en dollars canadiens (il a progressé de 5,4 % en dollars américains).

Début mai, Hugh Hendry, le gestionnaire du fonds spéculatif Eclectica, commentant l'Europe (« on ne peut pas imaginer à quel point c'est mauvais ») a prononcé ma citation préférée du trimestre : « l'économie politique en Europe est telle que les politiciens ont choisi de ne pas honorer leurs obligations de dépenses envers leurs citoyens afin d'honorer le pacte avec leurs créanciers financiers et donc, au fil du temps, les politiciens sont rejetés. » (Hugh Hendry cité par Zerohedge.com). C'est un long processus.

Pour les investisseurs, l'une des conséquences les plus remarquables de la dépression européenne et du ralentissement chinois est la politique de taux zéro ou les rendements « confiscatoires » des obligations. Qui, à part peut-être Hugh Hendry, aurait pu imaginer il y a quelques années, lorsque les bons du Trésor américain à 10 ans AAA rapportaient 5 %, qu'aujourd'hui ils seraient notés AA et rapporteraient 1,5 %. Les facteurs d'offre et de demande ont tous deux joué un rôle. Partout dans le monde, on assiste à une pénurie croissante d'obligations d'État dites sûres. Les obligations américaines et canadiennes sont considérées comme les meilleures du quartier (l'Italie et l'Espagne, rappelons-le, étaient autrefois notées AAA). De plus, du côté de la demande, après des années de faibles rendements boursiers, les investisseurs ont investi massivement dans les

fonds obligataires. Hormis pendant l'hiver 2008-2009, il faudrait remonter aux années 1950 pour trouver une époque où les actions rapportaient plus que les obligations.



Tendances et cycles de RBC, 10 juillet 2012

Le jour du Canada dernier, j'ai visité Ottawa avec ma famille. C'était la première fois que mes enfants se rendaient sur la Colline du Parlement et cela m'a rappelé à quel point mon père, décédé il y a neuf ans, aurait aimé les y emmener pour assister au défilé et agiter le drapeau. Il est décédé à l'âge de 82 ans et mes deux oncles sont morts quelques mois plus tard, également à 82 ans. Warren Buffett, le plus grand investisseur du monde, aura 82 ans en août. Son partenaire de longue date, Charlie Munger, qui a maintenant 88 ans, s'est fait demander il y a environ dix ans pourquoi il vendait progressivement ses actions Berkshire Hathaway. Il a fait remarquer que la plupart des hommes meurent à 80 ans. Nous ne pouvons pas nous attendre à ce que le grand Warren Buffett nous donne encore trop de leçons en matière d'investissement. Warren Buffett n'a jamais écrit de livre lui-même, bien que des dizaines d'autres aient été écrits à son sujet. Il dit plutôt qu'il écrit un chapitre à la fois sous la forme du message du président dans le rapport annuel de Berkshire Hathaway. Les lettres de Buffett aux actionnaires datant de 1977 sont disponibles sur le site Web de Berkshire (pas qu'il y ait de comparaison possible, mais je tiens à souligner que mes lettres trimestrielles datant d'il y a 5 ans sont disponibles sur mon site Web).

L'autre lieu où l'on peut entendre la sagesse de l'Oracle d'Omaha est bien sûr l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway en avril. Pour moi, la citation la plus révélatrice de l'assemblée de cette année a été la révélation de Buffett selon laquelle, pendant toute la durée de son partenariat avec Munger (47 ans), « nous n'avons jamais parlé de macro-économie » (cité par Jeff Matthews, NotMakingThisUp). Je me suis rappelé de l'opinion de Buffett, selon laquelle parler de facteurs macroéconomiques (tels que l'état de l'économie, la direction du marché boursier, les taux d'intérêt, les devises) était une perte de temps, par un exemple remarquable d'image miroir au sein de RBC. Au début du mois de juin, Myles Zyblock, stratège en chef de RBC Dominion Securities, a abaissé ses prévisions et sa pondération des actions, tandis que son prédécesseur à ce poste, Dan Chornous, CFA, qui est maintenant stratège en chef de la Banque Royale du Canada, a augmenté les siennes. Zyblock a probablement abaissé sa pondération des actions en raison de l'importance qu'il accorde à l'indice PMI, l'indice des directeurs d'achats, qui a été faible récemment. Chornous a

probablement relevé ses prévisions en raison de l'importance qu'il accorde à la tendance à long terme des bénéfices des entreprises par rapport à la forte baisse des cours des actions survenue en avril et en mai. Comme me l'a conseillé un frère il y a une trentaine d'années, si vous devez faire des prévisions, faites-les souvent. L'un d'eux aura raison.

Pour revenir au rapport annuel 2011 de Berkshire, si vous ne pouviez lire qu'une seule chose sur l'investissement chaque année, vous pourriez faire bien pire. Cette année, je vous invite particulièrement à lire les pages 6-7 et 17-19. Mais je veux aussi citer un passage directement. Contrairement à la plupart des gestionnaires de fonds, Buffett ne vante généralement pas ses choix d'investissement. Cette année, après avoir détaillé l'effet des rachats d'actions, il a expliqué pourquoi il ne le faisait pas :

« La logique est simple : si vous envisagez d'être un acheteur net d'actions à l'avenir, soit directement avec votre propre argent, soit indirectement (par le biais de votre participation dans une entreprise qui rachète des actions), vous souffrez lorsque les actions montent. Vous en profitez lorsque les actions baissent. Les émotions, cependant, compliquent trop souvent la situation : la plupart des gens, y compris ceux qui seront des acheteurs nets à l'avenir, se réconfortent en voyant les cours des actions progresser. Ces actionnaires ressemblent à un banlieusard qui se réjouit lorsque le prix de l'essence augmente, simplement parce que son réservoir contient une réserve pour une journée.

Charlie et moi n'espérons pas convaincre beaucoup d'entre vous de notre façon de penser – nous avons observé suffisamment de comportements humains pour savoir à quel point cela est futile – mais nous voulons que vous soyez conscients de notre calcul personnel. Et ici, une confession s'impose : à mes débuts, je me réjouissais moi aussi lorsque le marché montait. Puis j'ai lu le chapitre huit de *The Intelligent Investor* de Ben Graham, le chapitre traitant de la façon dont les investisseurs devraient considérer les fluctuations des cours des actions. « Immédiatement, les écailles sont tombées de mes yeux et les prix bas sont devenus mes amis. Choisir ce livre a été l'un des moments les plus chanceux de ma vie »

Je vous souhaite un bel été.

Sincèrement,

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