



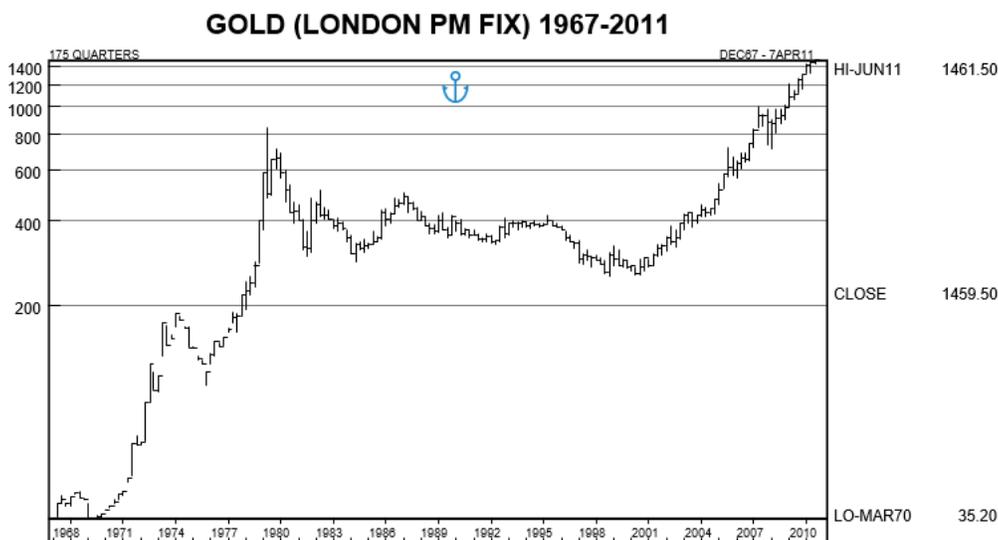
George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal

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 2011

Ce dernier trimestre, avec le tremblement de terre, le raz-de-marée et la catastrophe nucléaire au Japon, avec les rébellions en Afrique du Nord et la guerre civile en Syrie, a été riche en événements. J'ai tendance à passer mes journées à parler du présent. Cela fait 30 ans que j'ai commencé dans ce métier (presque 29 ans dans ce bureau) et pour marquer cet anniversaire, dans cette lettre, j'aimerais me permettre quelques souvenirs. Je vais passer en revue certains épisodes de ma carrière d'investisseur et essayer de relier mes expériences de l'époque à mon attitude actuelle à l'égard de diverses classes d'actifs (or, actions, devises). Si vous préférez éviter les conseils d'investissement teintés de nostalgie et que vous souhaitez simplement savoir quel a été votre taux de rendement pour le premier trimestre et pour les 12 derniers mois, passez directement aux pièces jointes qui suivent cette lettre.

Ce que j'aime considérer comme le premier événement marquant de ma carrière s'est produit au cours de l'hiver 1980-1981 (même si je n'ai été officiellement embauché comme courtier en valeurs mobilières qu'en avril 1981), lorsque j'ai allumé la télévision et que j'ai vu des gens faire littéralement la queue dehors par un froid glacial pour acheter de l'or à plus de 800 dollars américains l'once (ou aujourd'hui, ajusté en fonction de l'inflation, 2 360 dollars américains).



Source : Tendances et cycles RBC, 8 avril 2011

Le début de l'année 1981 marquait la fin d'une période de 16 ans au cours de laquelle les actifs financiers, comme les actions, avaient connu de mauvaises performances et les actifs physiques, comme l'or, le cuivre et le pétrole, ainsi que les actions des sociétés qui produisent de l'or, du cuivre et du pétrole, avaient connu de très bonnes performances.

Récemment, ce parallèle historique m'a été rappelé car l'or est redevenu, après plusieurs années de hausse des prix, un puissant attrait. Il y a cinq ans, j'ai investi dans des lingots (en particulier des lingots d'argent) pour la première fois depuis les années 1970, non pas parce que j'aime les lingots en tant qu'investissement (ma préférence générale est d'investir dans des entreprises qui fabriquent des choses, en particulier des choses que je peux acheter), mais parce que je pensais que toutes les monnaies papier pourraient devenir suspectes. Mais c'est une loi immuable de l'investissement dans les matières premières qu'à terme ;

1) l'offre augmentera pour répondre à la demande et,

2) que les pics de prix sont suivis de baisses de prix à mesure que l'offre se crée et finit par dépasser la demande.

Je ne sais pas comment évaluer l'or (il ne rapporte ni intérêts ni dividendes), mais j'ai joint (pour ceux qui ont dit qu'ils aimeraient recevoir des articles de fond) une analyse de Veritas, le cabinet de recherche indépendant. Ils soutiennent tout au contraire que l'offre d'or est en augmentation et qu'elle va bientôt dépasser la demande.

Warren Buffett a, comme d'habitude, une façon colorée de présenter le problème : « Vous pourriez prendre tout l'or qui a jamais été extrait, et il remplirait un cube de 20 mètres dans chaque direction. Pour ce que cela vaut au prix actuel de l'or, vous pourriez acheter toutes les terres agricoles des États-Unis – pas seulement une partie. De plus, vous pourriez acheter 10 Exxon Mobils et avoir 1 000 milliards de dollars d'argent qui circule. Ou vous pourriez avoir un gros cube de métal. Que choisiriez-vous ? Qu'est-ce qui produira le plus de valeur ? » CNN Money.com, 19 octobre 2010.

Les gens ne font peut-être pas la queue pour acheter des lingots et des mines d'or aujourd'hui, mais l'or et l'argent sont à des sommets historiques et l'or commence à ressembler à un pari à sens unique. Lorsque la valeur d'une classe d'actifs me semble élevée, je fais souvent attention (timidement) à ne pas acheter plus et à ne prendre que des bénéfices partiels car, comme je l'ai appris, on ne sait jamais quelle taille une bulle va atteindre.

Le deuxième événement marquant de ma carrière d'investisseur s'est produit seulement un an et demi plus tard, à l'été 1982. Au milieu de ce qui était jusqu'alors la pire récession depuis les années 1930, ma garantie de salaire de 12 mois avait été annulée au bout de 6 mois (je sais maintenant qu'il existe une règle interdisant cela). J'ai appelé tous ceux dont j'avais entendu parler (qui n'étaient pas de la famille), et bien d'autres encore, pour parler de ce qu'on appelait alors les trois 6. Les actions se négociaient en moyenne à 6 fois les bénéfices, à 0,6 fois la valeur comptable et avec un rendement de dividende de 6 %.

S&P 500 DIVIDEND YIELD 1967-2011



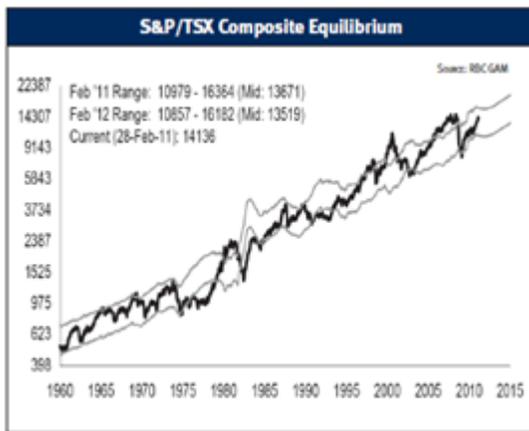
Source : Tendances et cycles RBC, 8 avril 2011

Les actions, je n'arrêtais pas de le répéter, étaient plus chères au plus fort de la Grande Dépression. Mon argumentaire, selon lequel les actions n'avaient jamais été moins chères, a été si bien accueilli que ma commission brute pour juin 1982 (et je n'ai jamais eu un mois où j'ai travaillé plus d'heures) s'élevait à 465 \$, dont je pouvais garder 18 %, avant impôts, pour le mois. Heureusement, Kristin et moi, fraîchement mariés, avons pu vivre d'amour. (Kristin Middleton, et en parlant de mariage, nous attendons toujours notre invitation chez Kate). Plus tard cet été-là, le plus grand marché boursier haussier jamais connu est né et il a duré 18 ans.

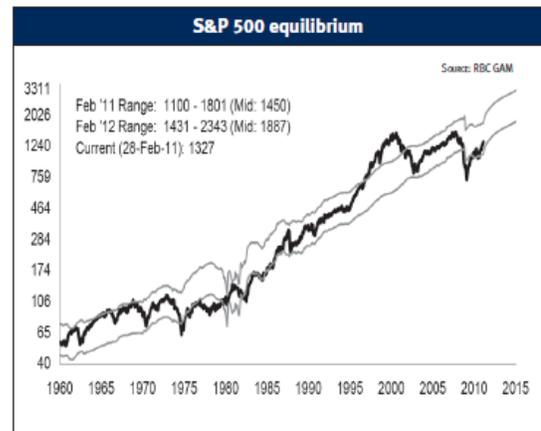
Une autre bonne chose est venue de cet été 1982. Mon collègue Bill Moriarty a quitté R.A. Daly pour rejoindre Dominion Securities quelques mois avant moi. Bill a apporté avec lui chez notre nouvel employeur un outil qu'il venait de développer et qu'il avait testé rétrospectivement jusqu'en 1962. Il l'a appelé son modèle d'équilibre. Il trace les actions par rapport à une bande théorique de « juste valeur » basée sur les bénéfices et les valorisations normalisés et donne ainsi une perspective historique au prix du marché boursier. Le stratège actuel de RBC, Dan Chornous, CFA, réédite le modèle d'équilibre tous les trimestres.

Je l'ai publié pour la première fois dans cette lettre trimestrielle en octobre 2000 pour illustrer l'énormité de la bulle boursière de la fin des années 1990. La fin des années 1990 a été difficile pour moi en tant qu'investisseur soucieux de préserver mon capital. De 1997 à 2000, au moins tous les deux trimestres, j'ai souligné dans ces lettres que les actions n'avaient jamais été aussi chères, mais que la bulle des actions technologiques semblait simplement grandir (jusqu'à ce qu'elle ne le fasse plus). La dernière fois que j'ai publié le modèle d'équilibre, c'était dans ma lettre d'avril 2009, pour montrer que les actions étaient alors aussi loin en dessous de la juste valeur qu'elles ne l'ont jamais été.

Les actions ont presque doublé depuis, mais le S&P 500 se situe désormais juste au bas de la fourchette de valorisation. Le marché boursier canadien est passé dans la moitié supérieure de la fourchette.

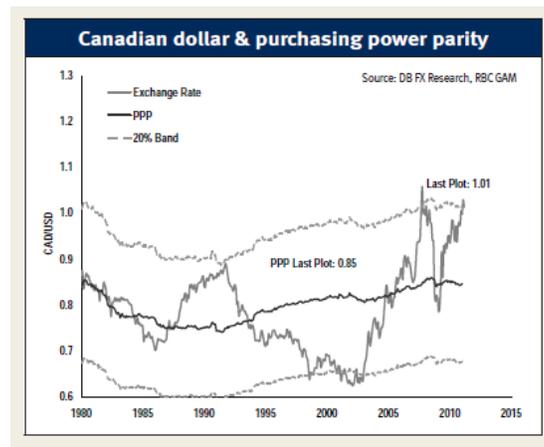


Source: RBC GAM, March 2011



Source: RBC GAM, March 2011

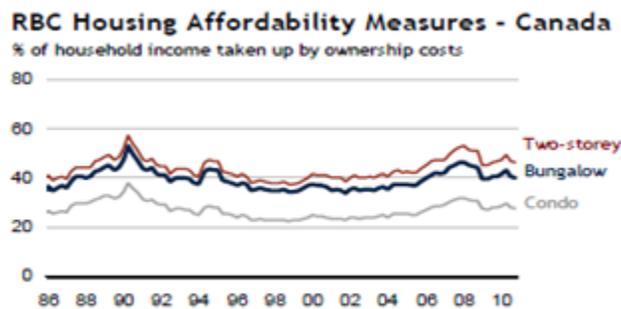
Un autre souvenir qui me vient à l'esprit dans ma carrière est la période de 2001 où les Canadiens désespéraient d'avoir leur propre monnaie. L'économiste en chef d'une firme rivale (qui est toujours un expert souvent cité dans les médias, donc je ne cite pas de noms) a déclaré que le Canada devrait simplement adopter la monnaie américaine, et le plus tôt serait le mieux parce que le taux de conversion ne ferait qu'empirer à l'avenir (après que le dollar canadien a atteint la parité en 2007, elle a changé d'avis. Les économistes et les stratèges sont payés pour faire des prévisions. Comme un frère me l'a dit il y a très longtemps, si vous devez faire des prévisions, faites-le souvent). Le graphique ci-dessous représente le taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain par rapport à une fourchette basée sur des calculs de parité de pouvoir d'achat (une mesure du prix d'un panier de biens dans chaque monnaie). En 2001, lorsque des Canadiens éminents semblaient prêts à abandonner une monnaie distincte, le dollar canadien était plus de 20 % inférieur à la parité de pouvoir d'achat. Aujourd'hui, alors que les Canadiens méprisent le dollar américain, le huard se situe à plus de 20 % au-dessus de cette mesure de juste valeur.



Source : DB FX Research, RBC GAM, mars 2011

La parité de pouvoir d'achat n'est pas utile pour les transactions de devises à court terme et pour les prochains mois (?) le dollar canadien a beaucoup d'atouts (prix élevés du pétrole, perspective d'une hausse des taux d'intérêt à court terme administrés par la banque centrale canadienne, finances publiques saines) mais à long terme, je dois penser que la valeur finira par l'emporter.

La dernière classe d'actifs que je souhaite aborder dans cette lettre (qui est déjà devenue trop longue et indulgente) est l'immobilier résidentiel. Je me souviens avoir allumé la télévision au début des années 1990 et avoir vu des gens faire littéralement la queue pour acheter des maisons à Toronto à un prix supérieur à leur prix demandé. Le marché boursier s'était effondré en 1987, en réponse à cela la Banque du Canada avait réduit les taux d'intérêt et les gens étaient convaincus qu'ils ne faisaient plus de biens immobiliers. Les prix des maisons à Toronto n'ont pas retrouvé leur sommet de 1989 avant 2000. Depuis 2000 cependant, les prix des maisons ajustés à l'inflation n'ont cessé d'augmenter. Comme l'a écrit David Macdonald (dans *Canada's Housing Bubble, An Accident Waiting to Happen*, publié par le Centre canadien de politiques alternatives en août 2010) : « Pendant 20 ans, avant 2000, les prix des logements se situaient dans une fourchette étroite, de 3 à 4 fois le revenu annuel médian provincial. Aujourd'hui, cependant, les prix des logements ajustés en fonction du revenu sont hors de leur fourchette historique, coûtant de 4,7 à 11,3 fois le revenu annuel des Canadiens. »



Macdonald soutient que les prix des maisons au Canada ne doivent pas nécessairement s'effondrer, qu'ils pourraient se corriger lentement ou rapidement. Les Canadiens se sont sentis satisfaits de la résistance de la valeur de leurs maisons et de la résistance de nos banques. J'aime ajouter – jusqu'à présent.

Ainsi, dans mon parcours d'investisseur, j'ai vu des gens faire la queue pour acheter de l'or à des prix en hausse en 1981, puis le voir s'effondrer à 255 \$ US en 2001, puis remonter. J'ai vu les actions sombrer dans le désespoir en 1982, atteindre des sommets euphoriques en 2000, puis sombrer à nouveau dans le désespoir à l'hiver 2008-2009. J'ai vu des Canadiens dédaigner leur propre monnaie en 2001 et tourner le dos au billet vert aujourd'hui. J'ai vu des Canadiens alterner entre considérer leur maison comme une maison ou comme un investissement. Et pendant tout ce temps, 30 ans coincé dans la course aux rats, tout ce que j'ai vraiment essayé de faire, c'est d'investir de manière sensée, tout en reconnaissant humblement que, pour moi, l'avenir est fondamentalement inconnu.

Sincèrement,

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