



Infolettre sur les obligations de sociétés

Mars 2019

Il est difficile d'être enthousiastes ces derniers temps. Nous voici en mars et le froid perdure. Depuis que nous avons perdu une heure de sommeil avec l'heure avancée, il fait encore nuit lorsque notre réveille-matin sonne. Nos grands-parents avaient créé cette heure avancée pour se donner davantage de temps pour leurs semailles du printemps. Or, on nous dit que cela augmente nos risques d'accidents et que ce n'est pas très sain pour nous.

Retour en arrière

Bien que le printemps semble parfois dans l'air, il nous semble que tant nos moeurs que notre état d'esprit effectuent un retour en arrière. Les nouvelles n'offrent que peu d'espoir. On n'y voit que des catastrophes et de la douleur. Nos politiciens semblent explorer les bas-fonds des comportements appropriés et de la civilité et favoriser un nivellement vers le bas. Les politiques américaines mettent en vedette les cris, les hurlements et les gros mots, tous des comportements interdits en maternelle.

Le scandaleux "scandale SNC"

Le Canada n'est guère mieux. Motivé par leur soif d'obtenir la faveur et l'attention du public, les politiciens et les médias serviles canadiens semblent déterminés à détruire une bonne compagnie, SNC Lavalin et ce, pour les agissements d'un nombre restreint de personnes. Nous devons vous informer que nous détenons des obligations et actions de SNC, puisque celles-ci sont très abordables compte tenu de ces "mauvaises nouvelles". À notre avis, le vrai scandale est la profonde stupidité et l'hypocrisie que nous constatons de la part d'Ottawa.

Cette situation plane au-dessus de SNC depuis des années. Pour vous mettre la chronologie en contexte, les protestations du printemps arabe en 2011 faisaient suite au renversement du régime de Gaddafi en Libye, la même famille qui a reçu les pots-de-vin en question. Le dictateur Muammar Gaddafi a été assassiné par un groupe de rebelles en colère en octobre 2011. En 2012, le conseil d'administration de SNC congédiait avec motif valable tous les intervenants impliqués dans ce dossier et offrait sa coopération dans le cadre de l'enquête. Les personnes impliquées ont été accusées et condamnées. Finalement, le conseil d'administration de SNC nommait en 2012 un nouveau PDG provenant des États-Unis, M. Robert Card. Ce dernier a établi des normes très claires en matière d'éthique et de conformité et s'est débarrassé des gestionnaires impliqués dans ces scandales. En 2015, il fût remplacé par le PDG actuel, Neil Bruce.

Accords de poursuites différées

Les accusations criminelles contre SNC posent cependant problème. Le fait de porter des accusations criminelles contre une société est généralement considéré comme une mauvaise idée depuis qu'Arthur Andersen, le gigantesque cabinet de comptables et d'experts-conseils aux États-Unis ait été accusé, condamné et qu'il a dû déclarer faillite. L'accusation a subséquemment été renversée par la Cour Suprême des États-Unis, mais le mal avait été fait et des milliers d'employés innocents, de fournisseurs et de clients ont subi des préjudices importants. La solution qui est maintenant privilégiée consiste à conclure des accords de poursuites différées (APD), selon lesquelles la société admet avoir commis un crime et promet de ne pas se livrer à ces comportements dans l'avenir, en mettant en place des contrôles appropriés. La société paie également des amendes et dédommagements, sans avoir à fermer ses portes et sans affecter des personnes innocentes.

Au Canada, le procureur général (qui est également le ministre de la justice) est autorisé à ordonner au directeur des poursuites pénales de conclure un APD au lieu d'entreprendre des poursuites criminelles. L'ancienne procureure générale, Judy Wilson-Raybould, a cependant décidé de renoncer à un

Suite

APD et de permettre qu'une poursuite criminelle soit intentée. Elle a récemment été remplacée dans le cadre d'un remaniement ministériel, par quelqu'un qui semble plus enclin à utiliser un APD. L'article du Globe and Mail, qui rapportait en février que Wilson-Raybould subissait des "pressions politiques" s'est avéré le point de départ d'une offensive de l'opposition politique et des médias.

Pure hypocrisie

Vous parlez d'un double standard! Les politiciens qui vocifèrent à propos de SNC semblent oublier que leurs propres partis politiques ont connu des démêlés avec la justice et des scandales sans accusations. Le parti conservateur et leur chef Andrew Scheer s'acharnent sur le premier ministre Justin Trudeau et les libéraux à propos de "*l'affaire SNC*". Or, un peu d'introspection ne ferait pas de tort. Nous ne pouvons que constater sa moralité sélective lorsque nous songeons à "*L'affaire Airbus*", impliquant des sacs remplis d'argent échangés dans des chambres d'hôtel, que la Commission Oliphant a enquêté, sans toutefois porter d'accusations en 2010.

Les libéraux de Trudeau sont assiégés en raison du témoignage de Mme Wilson-Raybould devant le comité parlementaire de la justice. Nous comprenons difficilement l'inconfort de cette dernière à subir des "pressions politiques" pour épargner SNC, compte tenu du fait qu'elle est toujours membre du parti libéral du Canada. Les libéraux ont eu leurs propres démêlés avec la justice, il n'y a pas si longtemps, avec le "scandale des commandites". La Commission Gomery en 2005 avait conclu que les libéraux avaient accordé des contrats de commandites gouvernementaux notamment sur réception de dons à leur parti. Or, aucune accusation criminelle n'a été portée à l'encontre du parti.

Les politiciens de chacun des partis à Ottawa devraient avoir honte de leur hypocrisie. Ce double standard est flagrant dans le "*Scandale SNC*", mais encore là, "ce n'est que de la politique".

Vicieuse diversion

Quand ce qui s'est produit de plus excitant en février est le fait que le meilleur joueur du Super Bowl, Julian Edelman, s'est rasé la barbe à l'émission Ellen, on sait que les temps sont durs. Pour ajouter l'insulte à l'injure, le divertissement est également devenu plus onéreux. Netflix a augmenté les prix de produits auxquels ils nous ont rendus accros. Comme si cela ne suffisait pas, la campagne électorale bat son plein aux États-Unis – oui, vous avez bien lu, la campagne électorale de 2020. Si l'on se fie sur ce que nous avons entendu jusqu'à maintenant du président Trump et de ses nombreux candidats démocrates, le discours s'avérera encore plus vicieux que lors des élections de 2016. Peut-être que le mot d'ordre des deux parties devrait être "aucun coup n'est assez bas"!

Les sports offrent un peu d'espoir de diversion. Les séries éliminatoires de la Coupe Stanley débutent dans quelques semaines (note des rédacteurs: cette section est rédigée par un amateur des Oilers d'Edmonton!), le championnat national de basketball des universités américaines du "March Madness" est en cours, ce qui devrait nous libérer l'esprit un certain temps. Parlant de basketball et d'espoir, les Raptors de Toronto semblent sur la bonne voie et se diriger vers les séries éliminatoires. Nous sommes conscients que le reste du Canada n'aime pas encourager quoi que ce soit en lien avec Toronto, mais même notre amateur des Oilers d'Edmonton est enthousiaste à propos des Raptors!

Sur un bateau avançant lentement vers la Chine

Le consensus des marchés financiers est plutôt capricieux. Les inquiétudes en regard du ralentissement de la croissance économique, particulièrement en Chine en raison des tarifs de Trump, ont récemment créé des craintes d'une récession mondiale qui affecterait l'Amérique du Nord. Ainsi, l'orientation et le rythme des décisions des banques centrales font l'objet de chauds débats. Il y a six mois, on tenait pour acquis que la Réserve fédérale américaine allait continuer d'augmenter et de "normaliser" les taux d'intérêt. Cette dernière devait également réduire ses bilans gonflés, en vendant des obligations achetées à la suite de la crise du crédit et de la Grande récession. Puis, le président Trump s'est mis à s'activer sur Twitter.

Suite

« Lettres directrice monétaires »

Trump n'a pas seulement transgressé plusieurs conventions, mœurs et traditions, il les a reléguées aux oubliettes si souvent que plus personne ne semble s'en soucier de nos jours. Pourquoi pas en effet, puisque cela semble bien fonctionner pour lui? Trump semble aimer parvenir à ses fins en regard des politiques monétaires, rompant brusquement avec la tradition instaurée par les présidents antérieurs de ne pas commenter sur les politiques de la Réserve fédérale.

Les attaques de Trump sur Twitter à propos de la Réserve et de son président Powell ne sont pas indirectes, elles sont brutales et directes telles que : « *Il (Powell) semble aimer monter les taux d'intérêt* » et la Réserve est en train de « *devenir folle* » parce qu'elle a haussé les taux d'intérêt. Les attaques de Trump n'affectent pas la politique monétaire, mais la Réserve a cessé d'augmenter les taux peu après. À la suite de sa rencontre du 20 mars, la Réserve a confirmé qu'elle prenait une pause pour le reste de l'année 2019. Il appert également qu'elle reportera la vente d'obligations achetées après la crise du crédit et la Grande récession. Des discussions ont même lieu à l'intérieur de la Réserve à propos de permettre à l'inflation de monter « au-dessus de la tendance » ou plus haut que sa cible de 2%, pour «récupérer» les années où elle se situait sous la tendance. Trump et les marchés ont adoré. Les actions ont monté et les écarts de crédit se sont resserrés.

Zéro intérêt

Ce que Trump veut de la Réserve est évident. Il a déclaré publiquement qu'« Obama avait zéro taux d'intérêt » et que c'est ce qu'il exige également. Nous savons aussi qu'il est un adepte du crédit et de l'endettement, si l'on se fie à sa carrière en affaires. Contrairement à nous, Trump ne s'intéresse pas à l'histoire. Si ce qu'on entend est vrai, il ne lit pas et refuse de se pencher sur d'ennuyeux documents politiques. Il appert que les politiques économiques actuelles de Trump consistent simplement à faire monter les marchés boursiers, puisqu'il estime que c'est ce qui apporte une validité à sa présidence.

Économie désancrée

Vous avez peut-être manqué vendredi dernier ce que nous croyons être le développement le plus significatif pour les gestionnaires obligataires et ce, depuis plusieurs, plusieurs années. En perspective de la publication du rapport Mueller, Trump a indiqué ceci sur Twitter "*J'ai le plaisir d'annoncer que @StephenMoore, un économiste très respecté, sera nommé au conseil d'administration de la Réserve fédérale. Je connais Steve depuis longtemps – et je n'ai aucun doute qu'il sera un choix exceptionnel!*"(Traduction). Moore se range clairement dans le camp de Trump, puisqu'il était son conseiller économique pendant la campagne présidentielle. Il a également déclaré qu'il croyait que Trump devrait être en nomination pour le prix Nobel d'économie! Pour vous donner une idée de la contribution potentielle de Moore au conseil d'administration de la Réserve fédérale, nous avons trouvé une citation tirée d'une entrevue accordée dans la cadre de l'émission radiophonique de John Catsimatidis le 22 décembre 2018 : "*En passant, je pense que c'est l'absurde politique du conseil d'administration de la Réserve fédérale qui a déclenché ces liquidations massives et je crois que les gens qui siègent sur le conseil d'administration de la Réserve fédérale devraient être expulsés pour faute professionnelle économique...*" (Traduction).

Trump tentait peut-être de détourner l'attention du rapport Mueller, maintenant publié, mais il semble évident qu'il essaie de reproduire avec la Réserve ce qu'il a accompli en nommant des juges « conservateurs » à la Cour Suprême. Powell a été nommé par Trump, sur les conseils de ses collègues républicains, mais de toute évidence, Trump en est insatisfait. Maintenant Trump nommera davantage de gouverneurs « loyaux » au conseil d'administration de la Réserve. Cette « politisation » de la Réserve est très troublante et comporte des conséquences importantes pour les marchés financiers. Nous répétons depuis un certain temps que la résolution monétariste de ne pas assumer le « commandement et contrôle » de l'économie et de ne pas la « guider », disparaît rapidement des couloirs du pouvoir monétaire. Nous avons également dit que les banquiers centraux sont de simples humains qui souhaitent éviter d'être blâmés pour des situations négatives.

Maintenant les choses ont changé pour le pire. Avec la nomination de Moore, la Réserve semble en voie de devenir une organisation politique. Puisque le parti démocrate se dirige vers la gauche, nous doutons qu'il s'objectera à quelqu'un comme Moore qui souhaite baisser les taux d'intérêt à tout

Suite

prix. Le parti républicain de Trump s'écarte complètement de ses politiques fiscales et monétaires conservatrices antérieures et adopte la plateforme populiste de Trump qui produit d'énormes déficits et promet de faibles taux d'intérêt et de crédit pour tous. Pour leur part, les républicains du "Tea Party" qui se plaignaient d'Obama demeurent silencieux.

Éviter la mire de Twitter

Le comportement anti-évitement de Powell n'est pas inhabituel dans les cercles républicains actuels aux États-Unis. Les vétérans militaires parmi nous ont été sidérés du spectacle récent du président Trump critiquant le défunt sénateur républicain John McCain. Il n'y a pas si longtemps, les États-Unis honoraient McCain dans le cadre de funérailles étatiques pour son service rendu à son pays. McCain était un pilote de la Marine dont l'avion a été abattu au-dessus du Vietnam du Nord et qui a subi des années de détention et de torture brutales. On lui avait offert une libération anticipée qu'il l'avait refusée par principe.

Maintenant Trump, qui a reçu une dispense du Vietnam en raison "d'épines osseuses", déclare qu'il n'a "*jamais aimé*" McCain au cours d'un discours prononcé dans une usine de chars d'assaut. Quelle est la réponse des républicains "pro militaires" au Congrès? Silence complet et total, sauf pour le Sénateur Lindsey Graham, qui s'est senti interpellé de dire quelque chose de positif à propos de McCain, sans toutefois mentionner le nom de Trump. Graham, un ancien officier des Forces aériennes, était le meilleur ami de McCain. Anthony Scaramucci, un sympathisant et ancien adjoint de Trump, a expliqué à CNN que les républicains "*ne veulent pas entrer dans la mire de Twitter*".

Sans-Powell

N'espérez donc pas trop de Powell. Selon nous, il faut se rendre à l'évidence et oublier une politique monétaire rigoureuse. La devise actuelle de la politique monétaire mondiale est "*Donnons aux politiciens et aux marchés ce qu'ils veulent*". La fixation de Trump sur les marchés boursiers indique que toute détresse boursière ou faiblesse économique sera rencontrée par des torrents de liquidités Greenspaniens. En conclusion, les taux d'intérêt à court terme ne sont pas sur le point de monter.

Monétaristes profondément modernes

Contrairement aux consensus des marchés, Canso continue de croire que les taux directeurs et les taux déterminés par les marchés seront éventuellement plus élevés. Des incitatifs substantiels demeurent en place aux États-Unis, sous forme de très faibles taux d'intérêt et de dépenses gouvernementales financées par le déficit. Le taux de chômage est faible et s'affaiblit davantage. Il est vrai que la création d'emplois ralentit mais le taux de participation augmente et il y a de moins en moins de personnes disponibles à l'embauche. Les salaires augmentent. Il nous apparaît peu probable que l'économie américaine entrera en récession prochainement. À moins que ce ne soit le cas, les taux d'intérêt aux États-Unis devront éventuellement monter. Si la Réserve ne réagit pas, le marché augmentera les taux pour elle.

Il est également peu probable que les dépenses gouvernementales diminueront dans un avenir rapproché. La section plus radicale de gauche du parti démocrate adopte la "politique monétaire moderne" en vogue, soutenant que les obligations gouvernementales des États-Unis peuvent être émises de manière presque illimitée. Cette notion n'est pas si éloignée des théories de "*Crédit social*" des années 1930, selon lesquelles le crédit était un bien social à offrir gratuitement à tous.

Trump lui-même aime le crédit. On dit qu'il raconte aux gens préoccupés de l'endettement gouvernemental et des déficits de ne pas s'inquiéter, puisqu'il ne sera plus en poste lorsque cela deviendra un problème. Il existe certains motifs pour que la Réserve prenne une "pause" en raison du ralentissement de la croissance du PIB aux États-Unis, mais nous craignons que la politique de la Réserve soit passée d'une "normalisation" des taux d'intérêt à des taux "les plus faibles possible, le plus longtemps possible". Ceux parmi nous qui s'intéressent à l'histoire n'en seront pas surpris.

Suite

La réalité des marchés en crise

Chez Canso, nous lisons des ouvrages sur l'investissement et en discutons dans le cadre du perfectionnement professionnel de notre équipe de placements. Notre livre actuel s'intitule "*La crise économique de 1929*" par le défunt économiste John Kenneth Galbraith. Écrit en 1955, lorsque la Grande dépression des années 1930 était toujours bien fraîche dans l'esprit des gens, il s'agit d'un ouvrage superbe que nous recommandons chaudement à tout lecteur désireux de comprendre les marchés financiers.

Galbraith relate que nos arrières grands-parents étaient subjugués par l'essor des marchés boursiers dans les années 1920. La spéculation financière s'écartait complètement de la réalité économique. La spéculation boursière était devenue une fin en soi et une folie nationale. Il est difficile d'exagérer à quel point les marchés boursiers étaient devenus stupidement dangereux. Les promoteurs faisaient monter et descendre le cours des actions, manipulant les marchés. Les emprunts sur marge constituaient la majorité des revenus des banques. Des "*fiducies d'investissement*" étaient créées pour permettre à l'investisseur moyen d'accéder au marché. Il s'agissait de regroupements qui achetaient des actions et ils étaient si nombreux qu'ils faisaient monter le cours des actions. L'absurdité actuelle des FNB nous vient à l'esprit. Les fiducies les plus populaires étaient adossées à des dettes et des actions privilégiées pour mousser les rendements, ce qui n'a fait qu'ajouter du levier en chaîne à un marché déjà spéculatif.

Débordant de réalité

Les gens ne s'intéressaient pas aux perspectives réelles d'affaires des sociétés. Ils étaient excités à l'idée de "*devenir riches*". Galbraith souligne que la Réserve fédérale et les investisseurs plus prudents savaient que la bulle allait éventuellement éclater et ce, avec de terribles conséquences, mais ce n'était pas la chose populaire à dire. Les "experts" du milieu académique et de la finance se rangeaient tous du côté de la bulle et quiconque osant questionner la sagesse de ce qui se produisait était littéralement appelé "anti-américain". Pensez à Trump et à la Réserve.

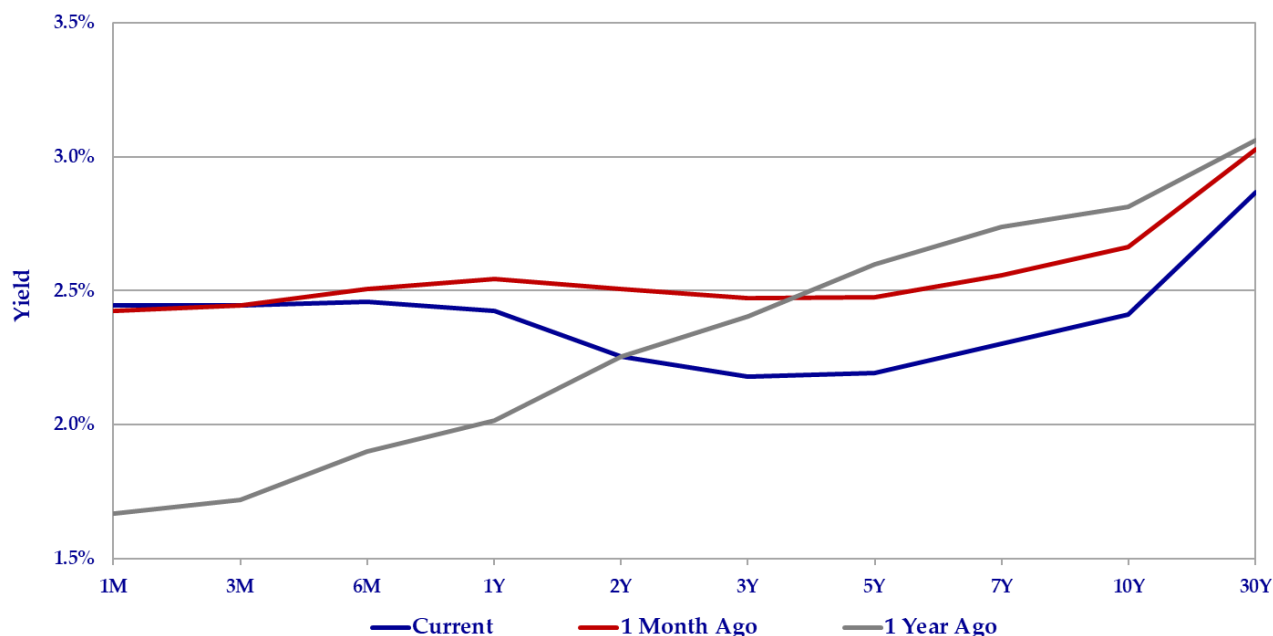
Plusieurs de ceux qui ont suggéré que la bulle allait éclater se sont avérés si souvent dans l'erreur qu'ils ont simplement décidé de laisser tomber et de se taire. Nous vous avons répété plusieurs fois que plus d'argent sera toujours plus populaire que moins d'argent. Nous ne prétendons pas que la bulle actuelle est sur le point d'éclater de manière imminente, mais plutôt que les titres sont devenus onéreux et que les marchés, particulièrement les prêts à effet de levier, s'écartent de la réalité.

Les courbes sont en vogue

À l'instar du président Trump lors d'une séance d'information sur les politiques, vous vous dites sûrement "*Assez avec l'histoire, qu'est-ce qui se passe en ce moment!*". Pour les taux d'intérêt, nous nous tournons vers les courbes pour rendre le tout visuel, comme l'aime le président Trump. Oubliez J. Lo et les Kardashians qui ont remis les rondeurs au goût du jour, les courbes sont également populaires en finance. Les gens font souvent référence à la "forme de la courbe de rendement" parce que cette dernière illustre les attentes face aux taux d'intérêt et peut procurer des renseignements à propos des perspectives des marchés. Il s'agit également d'un bon outil de prédiction économique. Une "courbe de rendement inclinée", lorsque les taux obligataires à plus long terme sont plus élevés que ceux des obligations à plus court terme, est un outil de prédiction puissant d'une forte économie. Une "courbe de rendement plane" est une bonne indication de l'approche d'une récession.

Le graphique à la page suivante illustre la courbe de rendement des obligations du Trésor aux États-Unis en date d'aujourd'hui (ligne bleue), comparativement au mois dernier (ligne rouge) et à l'an dernier (ligne grise). Les taux obligataires à très court terme de moins de 3 ans ont augmenté lorsque la Réserve a haussé les taux directeurs. Par exemple, au cours de la dernière année l'obligation du Trésor de 1 an a augmenté, passant de 2,0% à 2,5% et celle de 2 ans, de 2,3% à 2,4%.

Courbe de rendement des taux de l'obligation du Trésor aux États-Unis



Source: Bloomberg Finance L.P.

Les taux obligataires à plus long terme ont chuté au cours de la même période, en raison de l'intensification des craintes à l'égard de l'économie et de la perspective que la Réserve allait "suspendre" son processus de "normalisation". L'obligation du Trésor de 5 ans a chuté de 0,3%, passant de 2,6% à 2,3%. Pour sa part, le taux de l'obligation 10 ans a diminué de 0,2%, passant de 2,8% à 2,6%, alors que le taux de l'obligation de 30 ans n'a chuté que de 0,1%, passant de 3,06% à 2,96%, ce qui est important pour nous.

Balles courbes des marchés

Ce qui nous intéresse réellement est la "forme" de la courbe de rendement. Comme nous l'avons dit, les économistes et stratégestes financiers se fondent considérablement sur le message qu'envoie la courbe de rendement. Le segment à court terme de la courbe de rendement des obligations du Trésor aux États-Unis s'est "aplanir", mais remarquez que les taux des obligations à beaucoup plus long terme ont beaucoup moins descendu que celui des obligations à plus court terme. Il n'y a pas si longtemps, ceux qui étaient préoccupés à propos de l'économie étaient pétrifiés qu'un "aplanissement" de la courbe de rendement était le présage d'une récession. Certaines de ces craintes étaient dans le propre intérêt des stratégestes, suppliant la Réserve de cesser sa "normalisation" des taux d'intérêt. Nous vous l'avons répété à plusieurs reprises, les taux plus faibles sont toujours plus populaires que les taux plus élevés et les pressions du monde financier pour obtenir de faibles taux sont véhémentes.

Nous constatons maintenant un redressement de la courbe de rendement pour les obligations à plus long terme, tel qu'illustré au graphique. Il y a un an, le taux de l'obligation de 30 ans de 3,06% était 0,26% plus élevé que le taux de l'obligation de 10 ans de 2,8%. Le taux actuel de l'obligation de 30 ans de 2,96% est 0,36% plus élevé que le taux de l'obligation de 10 ans de 2,6%. Le 0,1% supplémentaire entre les taux de 10 ans et de 30 ans signifie que la courbe de rendement s'est redressée de 10 pb, en langage obligataire. Ce n'est pas grand-chose, mais cette prime de rendement fait en sorte que le nombre d'investisseurs qui détiennent maintenant des obligations à plus long terme augmente.

Vous vous dites sûrement "Et alors?" Bien, un redressement de la courbe de rendement est l'un des indicateurs les plus puissants d'une économie plus forte. C'est logique. Un redressement de la courbe de rendement suggère que les investisseurs sont inquiets d'un renforcement économique avec un taux d'inflation et des taux obligataires plus élevés. Ils préfèrent éviter les pertes de capital sur les obligations existantes en raison des hausses de taux et donc, demeurent à court terme et bénéficient d'un réinvestissement à des taux plus élevés lorsque les taux d'intérêt augmentent.

Suite

Abandon des attentes d'inflation

Selon nous, il est logique que la courbe de rendement à plus long terme ait maintenant une prime de rendement plus élevée, lorsque la politique fiscale est l'insouciance philosophique de l'administration Trump: "empruntez maintenant et payez plus tard". C'est également logique quand la Réserve cherche des moyens de permettre et même d'encourager une hausse du taux de l'inflation, particulièrement compte tenu du fait que Trump nomme des gouverneurs "loyaux" tels que Moore à la Réserve. Le redressement de la courbe devrait s'intensifier lorsqu'il deviendra évident que la Réserve a abandonné ses politiques d'inflation en vue de plaire aux marchés et aux politiciens.

Sans récession, nous ne croyons pas que la Réserve réduira les taux de sitôt. Maintenant qu'elle a complètement cédé aux pressions de Trump, il est peu probable que la Réserve aura le courage d'augmenter les taux pour une bonne période, s'il en est. Le marché obligataire à plus long terme pourrait faire le travail à sa place. Si l'économie continue sur sa lancée, avec des salaires, des coûts et l'inflation en hausse et considérant l'inertie de la Réserve, nous croyons que la courbe de rendement à long terme montera en flèche. Un taux de 4% sur l'obligation du Trésor de 30 ans n'offrirait qu'une prime de 2% sur la cible de la Réserve de 2%. Si l'inflation monte et que la Réserve lui permet de se rendre "au-dessus de la tendance" durant une période prolongée, les investisseurs exigeront une prime de risque d'inflation beaucoup plus élevée à notre avis.

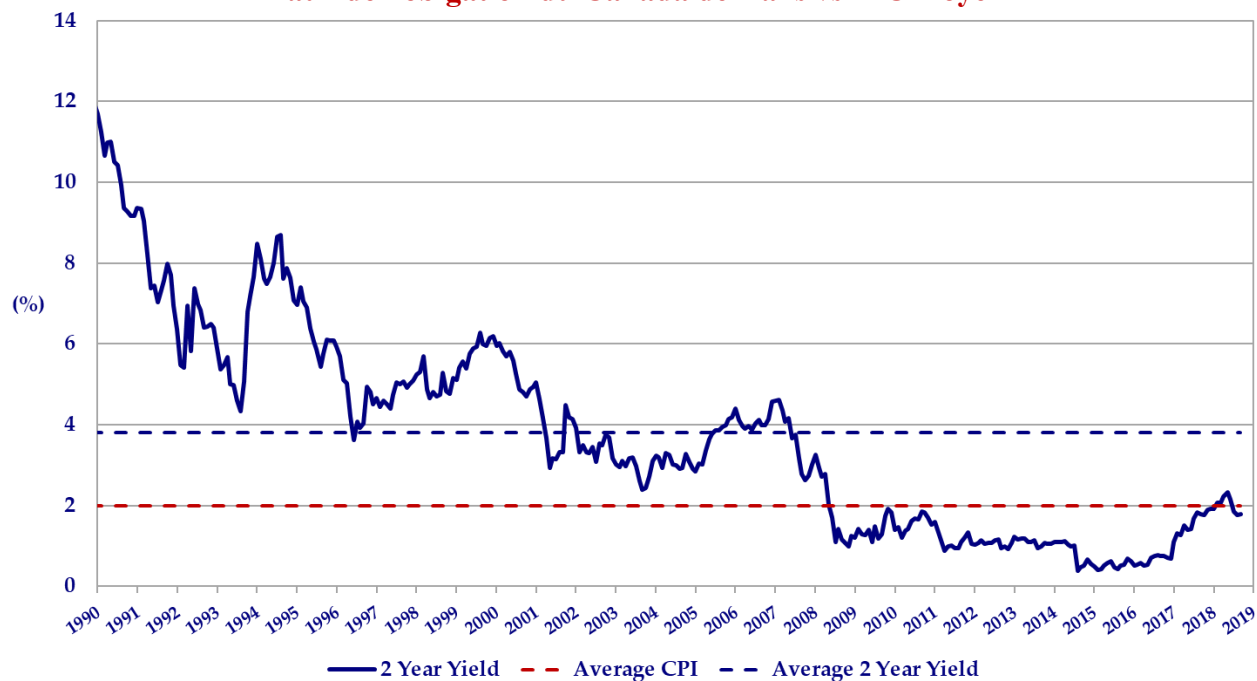
Crasse moyenne??

Qu'en est-il du Canada? Nos politiques sont encrassées et les données économiques canadiennes sont faibles. Les taux d'intérêt au Canada demeurent bas, mais cela n'élimine pas la possibilité d'autres hausses de la Banque du Canada. Les politiciens sont élus pour dépenser l'argent grossièrement, donc le Canada accorde également des incitatifs fiscaux. L'année électorale et les libéraux pris dans une crise contribuent aux incitatifs fiscaux avec leur récent budget "classe moyenne". Même si les conservateurs sont élus, ils imiteront probablement les réductions fiscales des républicains aux États-Unis, donc nous ne nous attendons pas à voir de la rigueur budgétaire au Canada de sitôt. Si et quand la Réserve sera finalement forcée de monter les taux, nous croyons qu'il est probable que la Banque du Canada devra emboîter le pas pour défendre la devise.

Les règles habituelles ne sont pas applicables (Jusqu'à ce qu'elles le soient)

Chez Canso, nous écrivons abondamment à propos de la possibilité que les taux d'intérêt se normalisent, après une période d'agissements exceptionnels et prolongés des banques centrales. Ces agissements ont entraîné des conséquences importantes et persistantes sur les marchés financiers, incluant des taux d'intérêt exceptionnellement faibles. Le graphique de la page suivante illustre le taux obligataire canadien de 2 ans (ligne bleue pleine) depuis 1990, lorsque la Banque du Canada a débuté son régime de "ciblage d'inflation" pour garder l'inflation entre 1% et 3%. On constate que la Banque a atteint sa cible, puisque l'inflation moyenne (ligne rouge pointillée) au cours de cette période s'approche de 2%. Le taux moyen des obligations canadiennes de 2 ans durant cette période (ligne bleue pointillée) s'approche de 4%.

Taux de l'obligation du Canada de 2 ans vs IPC moyen



Source: Bloomberg Finance L.P.

Le nouvel anormal

Le graphique ci-dessus illustre l'opinion de Canso en regard de taux d'intérêt "normaux". Peu importe sous quel angle on se place, ce qui est considéré "normal" historiquement correspond à l'inflation plus un taux réel d'environ 2%, ce qui procure un rendement positif aux investisseurs après l'inflation. L'IPC canadien en février se situait à 1,5% année-après-année, avec un taux de base (ex: alimentation et énergie) à 1,8%. Si l'on fait le calcul, cela indique des taux d'intérêt à court terme de 3,5% (= 2,0% + 1,5%). Si l'inflation au Canada devait descendre à 1%, l'histoire suggère que les taux d'intérêt à court terme devraient être à 3% (= 1% + 2%). Disons que "les choses sont vraiment différentes cette fois-ci" et le taux réel de 2% chute à 1% et l'inflation, à 1%, le taux d'intérêt à court terme au Canada se situerait à 2% (= 1% + 1%). Or, le taux actuel de l'obligation du Canada de 2 ans est encore plus faible à 1,6%, ayant chuté au cours de la dernière année de son point de départ à 1,8%. Après l'inflation de 1,5%, l'épargnant reçoit un "rendement réel" de 0,1% (= taux de 1,6% - IPC 1,5%). Ce pourcentage est avant impôt, lequel est prélevé sur le rendement nominal. Doit-on être surpris que les gens se démènent pour "obtenir des rendements plus élevés"?

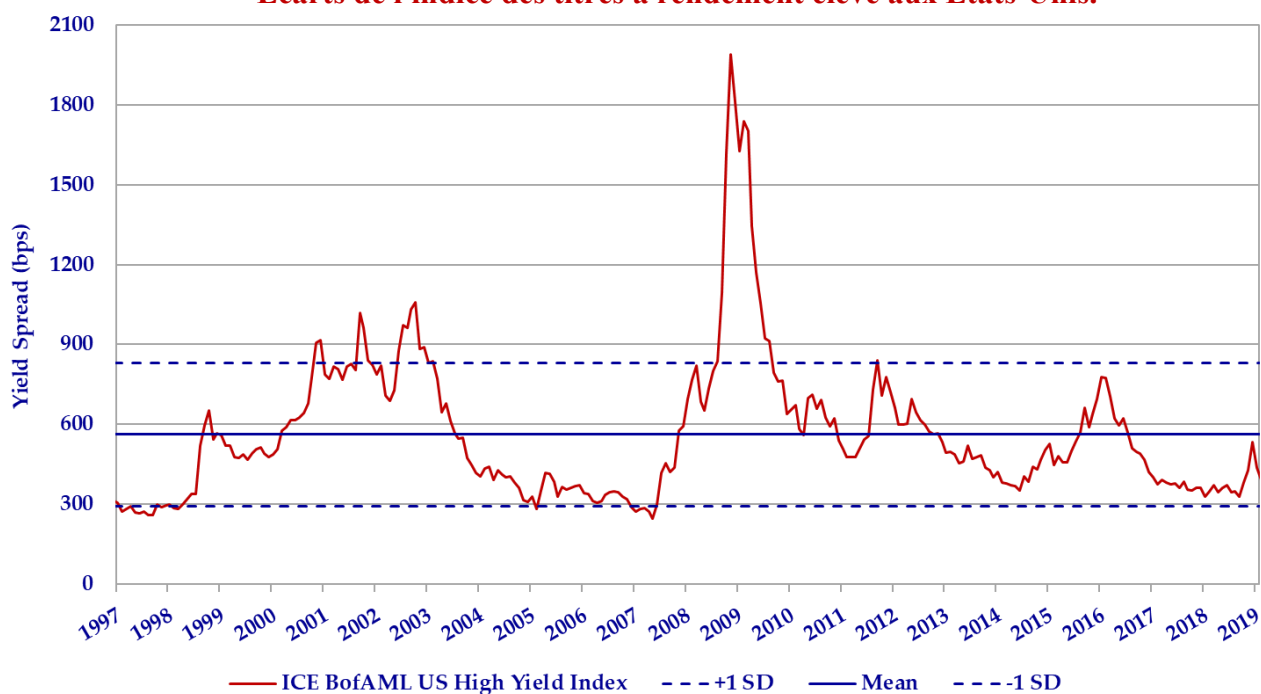
Alors, pourquoi les gens croient-ils que les taux d'intérêt soient élevés? Eh bien, à l'instar du président Trump qui réclame les taux d'intérêt à zéro dont jouissait Obama, les taux ont été si faibles pendant si longtemps que les gens conçoivent difficilement toute autre réalité. Tel qu'illustré au graphique ci-dessus, l'obligation du Canada de 2 ans a atteint son plancher de 0,47% en février 2016. Le taux actuel de 1,6% semble "élevé" mais il est tout de même grandement inférieur au taux environnant les 3% d'avant la crise du crédit et le Grande récession.

"Je ne sais rien, je ne vois rien"

Nous répétons toujours que les investisseurs doivent être "compensés pour le risque assumé" et selon nous, les marchés de titres de qualité inférieure comportent des risques. Si un désastre se prépare, le marché des titres à rendement élevé semble en être parfaitement inconscient. Comme le disait l'incomparable Sergeant Schultz de *Hogan's Heroes*, "Je ne sais rien, je ne vois rien". Le graphique à la page suivante illustre que les écarts des titres à rendement élevé se sont élargis au 4e trimestre de 2018, pour ensuite se resserrer de 170 pb cette année.

Suite

Écarts de l'indice des titres à rendement élevé aux États-Unis.



Source: ICE BofAML Indexes

Cette compression des écarts pourrait s'expliquer en partie en raison de la réduction de la taille du marché des titres à rendement élevé. Au cours des dernières 2½ années, la valeur nominale du marché des titres à rendement élevé a chuté de 165\$ milliards. La taille du marché des prêts à effet de levier, longuement source de risque sous-évalué et d'optimisme de la part d'investisseurs mal informés, correspond maintenant à celle du marché obligataire à rendement élevé à 1,2\$ billions. Canso y investit mais n'en est pas adepte à l'heure actuelle, sauf dans certaines situation spéciales. La liste de nos récriminations en regard des prêts à effet de levier est longue et comprend notamment:

- Émissions inspirées par des FNB passifs et des véhicules de placements structurés tels que les CLO (obligations structurées adossées à des emprunts), qui ne se soucient pas de ce qu'ils achètent et ne comprennent pas les risques inhérents aux prêts qu'ils acquièrent;
- Érosion des protections prévues aux engagements. JP Morgan rapporte que les nouvelles émissions à faibles engagements comportant peu de protections pour les investisseurs constituent 87% du volume, comparativement à 6,5% en 2009;
- Probabilité de taux de recouvrement significativement inférieurs, comparativement aux récessions précédentes;
- Rigidité des prix occasionnée par des acquisitions aveugles, pouvant facilement être renversée si les flux financiers deviennent négatifs;
- Décalage de liquidité entre les fonds offrant aux investisseurs une liquidité de 2 jours pour des prêts pouvant nécessiter plusieurs semaines, voire des mois, à régler;
- Croissance rapide du marché d'emprunt, passant de la moitié de la taille du marché des obligations à rendement élevé il y a quelques années, à la même taille que le marché des titres à rendement élevé à l'heure actuelle; et
- Les agents ou les banques garantes ne détiennent plus de parts significatives des prêts et donc, ont moins d'incitation à réclamer des engagements plus fermes ou de meilleurs prix.

Nous ne croyons pas que les prêteurs sont bien compensés pour les risques qu'on leur demande d'assumer dans le marché des prêts à effet de levier. Les investisseurs de détail se font vendre une bonne histoire convaincante: "Des actifs à taux variable sans risque de taux d'intérêt, titres de premier rang et 5-6% de rendement". Tout cela semble être un fantastique cadeau du ciel, mais comme c'est le cas de la plupart des histoires d'investissement, c'est trop beau pour être vrai.

Suite

Les dernières années se sont avérées excellentes pour les emprunteurs, les gestionnaires de portefeuilles de prêts à effet de levier et les preneurs ferme. Pour les investisseurs, c'est complètement l'opposé. Nous croyons que la bulle du marché des prêts à effet de levier ci-dessus éclatera et ce sont les investisseurs qui écopent. Il n'y aura que des vendeurs et très peu d'acheteurs et les cours chuteront. Nous préparons notre analyse des prêts à effet de levier en prévision des inévitables perturbations et liquidations du marché, ce qui fera ressortir d'excellentes valeurs à ceux qui seront prêts à les saisir.

La réalité de la chute des cours

Nous rédigeons nos infolettres depuis 22 ans et nous avons traversé plusieurs marchés différents en cours de route. Nos commentaires à propos du marché des prêts bancaires à effet de levier indiquent que nous constatons l'existence d'une spéculation croissante dans les marchés financiers et nous nous en inquiétons. Le président Trump veut se faire réélire et encourage les marchés à monter, tout en décourageant la Réserve de resserrer ses politiques monétaires et d'augmenter les taux d'intérêt. Ses efforts pourraient être de bien mauvais augure pour les marchés.

Clôtons nos pensées avec ce commentaire très avant-gardiste de Galbraith dans son ouvrage *"La crise économique de 1929"* (nos soulignements):

*"Tel que si fréquemment souligné, l'effondrement du marché boursier à l'automne de 1929 était implicite dans la spéculation qui l'a précédé. **La seule question à l'égard de cette spéculation est de savoir combien de temps elle allait perdurer. Tôt ou tard, la confiance en regard de la réalité à court terme d'augmentation de la valeur des actions ordinaires s'affaiblit. Lorsque cela se produit, les gens vendent et ainsi, détruisent cette réalité. Conserver ses titres et attendre une hausse devient alors inutile; la nouvelle réalité s'est transformée en chute des cours. Les gens se précipiteront de façon désordonnée, pour se débarrasser de leurs titres. C'est ainsi que se sont terminées les orgies d'après la spéculation. C'est ainsi que la spéculation se produira à l'avenir.**"* (Traduction)

L'édition actuelle de cet ouvrage a été publiée en 2009, soit 80 ans après le grand krach boursier de 1929. La préface du livre est rédigée par le fils de Galbraith, James, lui-même économiste de renom. Ce dernier discute des similarités entre le krach boursier de 1929 et la Crise du crédit de 2008: *"La ressemblance principale du grand krach boursier de 1929 à la Grande crise de 2008 est sans doute ici. **Dans les deux cas, le gouvernement savait ce qui devait être accompli. Les deux fois, il a refusé de le faire...**"* (Traduction)

Jerome Powell et ses collègues de la Réserve fédérale sont des gens intelligents et savent ce qui devrait être accompli, mais refusent de le faire. Leur soif d'être populaires auprès des autres, spécialement du président Trump, constitue leur problème actuel. Ils ne souhaitent surtout pas être blâmés pour la prochaine récession et donc, ils se livrent à toutes sortes de contorsions économiques pour créer des excuses afin de conserver de faibles taux d'intérêt.

Le danger financier s'intensifie

Le danger dans les marchés financiers s'intensifie. Nous vous répétons depuis des années que lorsqu'il y a trop de capital disponible, les gens le gaspillent.

Depuis un certain temps, nous constatons une augmentation de la spéculation. Les marchés tombent mais remontent en raison de "sauvetages" des banques centrales. Les prêts bancaires à effet de levier, les FNB et les actions de cannabis montrent des signes d'un prochain éclatement spéculatif. Le marché immobilier résidentiel au Canada est mis à rude épreuve en raison des taux plus élevés et du resserrement du crédit hypothécaire. Bitcoin et les autres crypto-monnaies ont déjà mordu la poussière proverbiale.

Est-ce que les choses s'empireront? Difficile à dire, mais nous croyons que le capital est abondant et trop facilement disponible, ce qui présage des difficultés. Les gens pourchassent des investissements comportant de gros risques et de faibles potentiels de rendement sans vraiment comprendre dans quoi ils s'embarquent.

Notre travail, tel que nous l'avons élaboré, consiste à assumer uniquement les risques que nous comprenons et pour lesquels nous sommes convenablement compensés. Cela semble simple, mais ce n'est pas si facile en pratique. Les titres abordables ne sont pas populaires et les titres populaires sont onéreux. Or, bien que ce soit impopulaire, il est nécessaire d'aller à contre-courant.

Nous dénichons toujours des titres mal-aimés et non désirés à acheter, mais en général, nous repérons de la meilleure valeur dans les titres à qualité supérieure.

Comme toujours nous apprécions votre intérêt et votre support dans Canso.
Inscrivez-vous à LinkedIn et Twitter pour rester à l'affût des derniers commentaires de Canso sur les marchés

CANSO INVESTMENT COUNSEL LTD.

est un gestionnaire spécialisé en fonds obligataires , basé à Richmond Hill, Ontario.

Coordonnées:

Heather Mason-Wood (heathermw@cansofunds.com)

Richard Usher-Jones (rusherjones@cansofunds.com)

Tim Hicks (thicks@cansofunds.com)

Brian Carney (bcarney@cansofunds.com)

(905) 881-8853

Toute utilisation ou divulgation non-autorisée est interdite. Rien aux présentes ne doit être interprété comme modifiant les droits et obligations légaux contenus aux ententes conclues entre quelque entité de ICE Data Services ("ICE") et leurs clients, à l'égard de tout indice ou produit ou service indiqué aux présentes. Les renseignements fournis par ICE et contenus aux présentes sont sujet à changement sans préavis et ne constitue aucune forme de représentation ou d'engagement. ICE et ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie que ce soit, expresse ou tacite, quant à la commercialité et la convenance pour un but particulier ou tout autre sujet en lien avec les renseignements fournis. Sans limiter la portée de ce qui précède, ICE et ses sociétés affiliées n'effectuent aucune représentation et n'offrent aucune garantie d'exhaustivité ou de d'absence d'erreur, d'omissions ou de défauts en regard des renseignements fournis aux présentes. Tout renseignement fourni par ICE appartient à ICE ou fait l'objet d'une licence concédée à ICE. ICE conserve la propriété exclusive des indices ICE, incluant les indices ICE BofAML et les données analytiques utilisées pour créer cette analyse. ICE pourra, à son entière discrétion, sans préavis et en tout temps, réviser ou mettre fin aux renseignements des indices et données analytiques de ICE.

Ni l'analyse, ni les renseignements contenus aux présentes ne constituent un conseil d'investissement, une offre ou une invitation à offrir d'acheter ou de vendre tout titre ou toute option, contrat à terme ou produit dérivé lié à ces titres. Les renseignements et les calculs contenus dans cette analyse ont été obtenus de diverses sources, incluant des sources autres que ICE et ICE n'en garantit pas l'exactitude. Avant de vous fier à tout renseignement de ICE et/ou d'exécuter une opération sur titre sur la base de tels renseignements de ICE, vous êtes invités à consulter votre courtier ou autre représentant financier, afin de vérifier les renseignements tarifaires. Il n'existe aucune assurance que les résultats hypothétiques seront identiques aux résultats réels sous quelque conditions de marché que ce soit. **LES RENSEIGNEMENTS DE ICE SONT FOURNIS "EN L'ESPÈCE". NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES, NI LEURS FOURNISSEURS DE DONNÉES EXTERNE NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUT USAGER OU TOUTE AUTRE PERSONNE, POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QUE SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RESULTANT.** En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents n'assumeront quelque responsabilité que ce soit envers toute personne ou entité, en lien ou découlant de ces analyses des renseignements ou des indices contenues aux présentes.

Cette publication est communiquée des fins indicatives seulement et ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation de placement. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de rendements futurs. Cette publication se fonde sur des sources et des renseignements que nous croyons fiables mais nous n'offrons aucune garantie ou représentation, expresse ou tacite, en regard de leur exactitude ou intégralité. Toutes les opinions et estimés représentent l'opinion de Canso en date de publication des présentes, sont sujets à changement sans préavis et sont fournis de bonne foi, mais sans aucune responsabilité légale.