



L'OBSERVATEUR DES MARCHÉS

Juillet 2018

Plus ça change...

Comme le veut le dicton, plus ça change, plus c'est pareil. Notre raisonnement d'investissement a très peu changé ce trimestre, puisqu'il y a eu très peu de changement dans les marchés financiers et économiques.

Les craintes en regard de l'économie américaine sont toujours nombreuses, mais cette dernière demeure résolument solide, malgré les meilleurs efforts déployés par le président Trump pour la faire échouer, avec les guerres commerciales et tarifaires. La Réserve fédérale continue de resserrer sa politique monétaire. Les bonnes nouvelles économiques ne se limitent pas aux États-Uni, même l'Europe semble récupérer de son malaise monétaire et de crédit. Ainsi, les taux d'intérêt à l'échelle mondiale augmentent sporadiquement, quoique à contrecœur.

Le "non normal"

Les gestionnaires obligataires s'étaient habitués au "*nouveau normal*" de faibles taux d'intérêt. À un tel point que même les taux négatifs du marché obligataire en Allemagne ne leur semblaient pas étranges. À cette époque, nous avons commenté sur l'absurdité des taux négatifs et sur leur anormalité historique, mais plusieurs "experts des marchés" s'excitaient de ce qu'ils considéraient comme une logique évidente pour une telle stupidité financière.

Selon nous, il s'agissait d'une phase "*non normale*" de la folie des faibles taux. Plusieurs gestionnaires obligataires aspirent toujours à de tels taux, mais nous croyons que l'été 2016 s'inscrira comme le plancher séculaire à long terme des taux et le sommet de la folie déflationniste. Les banques centrales n'ont dorénavant plus d'excuses de "pêcher par excès de prudence" et de laisser les taux d'intérêt à leur faible niveau actuel.

Experts en "Tss-Tss"

Les emprunteurs et investisseurs demeurent en déni face à l'augmentation des taux d'intérêt. Ils estiment que les taux actuels sous l'inflation sont "normaux", puisqu'ils y ont été habitués par leurs amicales banques centrales. Comme le savent nos clients et lecteurs, les taux d'intérêt et les taux obligataires sont normalement plus élevés que l'inflation, mais ce n'est pas le cas en ce moment. L'inflation aux États-Unis se situe actuellement à 2,8% année-après-année, soit 0,8% au-dessus du taux directeur actuel de 2,0% de la Réserve. Cette dernière signale toutefois son intention d'augmenter ses taux directeurs à 2,5% à la fin de l'année 2018, à 3,0% en 2019 et à 3,5% en 2020, ce qui a provoqué beaucoup de "tss-tss" de la part des experts des marchés, critiquant la précipitation de la Réserve à oser augmenter les taux d'intérêt.

Ces experts en "tss-tss" sont à côté de la plaque avec leurs inquiétudes. Les objectifs actuels de la Réserve demeurent faibles par rapport aux normes historiques. Notre analyse, dont nous avons discuté dans nos infolettres précédentes, suggère que des taux d'intérêt à court terme "normaux" se situent à 2% au-dessus de l'inflation, ce qui porterait le taux directeur de la Réserve à 4,8%, soit 2,0% plus élevé que l'inflation actuelle de 2,8%. Bref, le niveau "normal" des taux d'intérêt est matière à débat, mais des taux d'intérêt beaucoup plus élevés sont clairement à prévoir.

La télé-réalité de Trump

Nous devons admettre une certaine lassitude en regard des nouvelles. La star de la télé-réalité qu'est le président des États-Unis nous emmène vers une nouvelle réalité de "*Trump en tout temps et partout*". Que ce soit au Sommet de Singapour pour rencontrer son nouveau meilleur ami Kim Jong Un, des tweets d'INSULTES! tôt le matin ou pour amorcer une guerre "*facile à remporter*" avec la Chine et les proches alliés des États-Unis, Donald J. Trump s'avère omniprésent aux nouvelles. (Suite)

Ce n'est pas par hasard et semble même être vu comme une stratégie. Dans un moment de candeur avant sa campagne, Trump avait admis à un journaliste qu'il estimait avoir "gagné" lorsque tout le monde était centré sur lui. La présidence de Trump utilise la formule d'une émission de télé-réalité: dévoilements dramatiques, tours et détours entre les participants, trahisons, faveurs et l'humiliation rituelle de la fin. Si tout le monde regarde, les cotes sont bonnes et le président est heureux.

La destruction de Trump

S'insurger contre l'ordre établi est l'affaire de Trump. Que penser d'un président qui semble détruire l'ordre mondial économique et politique établi par les États-Unis eux-mêmes après la seconde guerre mondiale? Trump est un promoteur immobilier et son mode de fonctionnement est de détruire, rebâtir et y apposer son nom. Il appert que Trump est d'humeur à tout raser ce qui avait été établi par les anciens administrateurs, pour tout remplacer avec ses propres politiques, même si les politiques et traités existants bénéficiaient aux États-Unis.

Le problème est que politique et précédent ont très peu à voir avec l'administration actuelle. Les alliés de longue date sont traités comme des ennemis et les ennemis, spécialement des dictateurs impitoyables, sont traités avec déférence et respect. Des relations politiques, stratégiques, économiques et d'affaires complexes sont sacrifiées aux apparences et aux slogans, avec peu d'égards pour les conséquences. Selon les modalités de Trump sur "l'art de faire des affaires", il n'existe que deux dimensions de gagnants et de perdants. Le président veut "*tellement gagner*" que cela suppose que tous les autres doivent perdre. La politique sérieuse est reléguée au second plan, puisque le spectacle de Trump et sa quête du "*succès des cotes*" doivent continuer.

Il fût un temps où les gens croyaient que Trump allaient modérer ses extrêmes et grandir dans sa présidence. La réalité du Président-réalité est que les normes politiques et diplomatiques sont en ruine. Il appert que quiconque s'engageant au service de ce président tombe sous son influence et adopte sa combativité de contre-attaque, frappant les ennemis, réels ou imaginaires, "*deux fois plus fort*".

Humiliation personnelle et abaissement

Regarder les conseillers de Trump faire les rondes des émissions de télévisions matinales du dimanche après la débâcle du G7 était une étude d'humiliation personnelle et d'abaissement. Ils ne s'adressaient qu'à un public unique, soit le Président Trump alors sur Air Force One, en route vers l'émission de télé-réalité à Singapour. Le conseiller économique de Trump, Larry Kudlow, et le conseiller commercial de Trump, Peter Navarro, ont effectué des passages télévisés le dimanche matin suivant la débâcle du G7 à Québec qui ont établi un nouveau plancher diplomatique. Leur patron était fâché contre le premier ministre Justin Trudeau pour avoir indiqué, lors d'une conférence de presse suivant la fin du G7, que le Canada ne se laisserait pas intimider dans le cadre de son litige commercial avec les États-Unis et des négociations relatives à l'ALÉNA. Trump semble estimer qu'il est inacceptable de riposter.

Regarder Kudlow et Navarro, deux personnes éduquées et expérimentées, user d'abus verbal, tels des durs à cuire de cour d'école, était à la fois répugnant et fascinant dans la grande tradition de la télé-réalité. Tous deux ont accusé Trudeau de "*trahir*" Trump avec ses commentaires. Navarro a prouvé son adhérence aux bassesses des supporteurs de Trump en mentionnant qu'il existe "*une place spéciale en enfer*" pour quiconque osant "*défier*" le président Trump. Navarro a ensuite présenté ses excuses pour ses propos dramatiques, mais c'est très révélateur de la pression qu'il subit à titre de conseiller/apologiste de Trump. Kudlow a littéralement démontré la pression à laquelle il était exposé, puisque, victime d'une crise cardiaque, il a dû être hospitalisé immédiatement après son entrevue du dimanche.

Peu importe les guerres tarifaires et commerciales

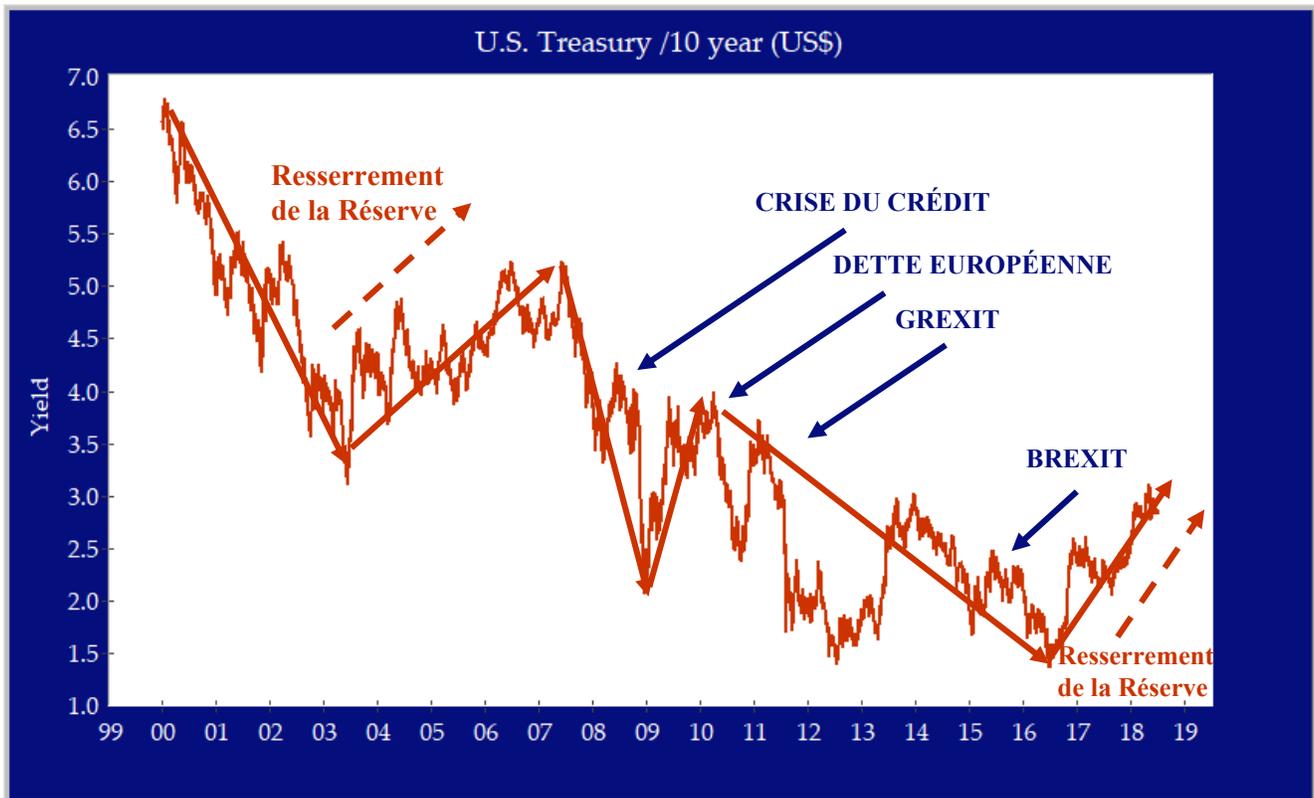
Malgré toute l'appréhension et l'épuisement émotionnel causé par les singeries de Trump 24h/jour, 7 jours/semaine, les marchés financiers semblent affronter la tourmente avec aplomb. Peu importe les guerres tarifaires et commerciales, l'activité bat son plein et les marchés continuent d'avancer joliment, merci beaucoup.

La bonne raison qui explique cet optimisme des marchés est que l'économie aux États-Unis demeure solide et que le taux de chômage est à un plancher générationnel. La Réserve fédérale a mis fin à son combat mortel avec ses ennemis déflationnistes et maintient son retrait des stimulus monétaires.

(Suite)

Il y a des hauts et des bas alors que les investisseurs tentent désespérément de comprendre la méthode derrière la folie de Trump, s'il en est. Est-ce que les guerres commerciales et politiques vont faire dérailler l'expansion économique? Pas suffisamment pour changer les choses à court terme. Nous croyons que le marché obligataire lit les feuilles de thé correctement. Le graphique ci-dessous des taux des obligations américaines de 10 ans, illustre que les taux sont en dents de scie à court terme mais suivent toujours une tendance à la hausse, bien au-dessus de leurs planchers atteints au cours de la folie déflationniste de 2016. Malgré une chute mineure récemment, le taux de l'obligation de 10 ans est à 2,8%, soit plus du double du plancher d'un peu plus de 1,3% atteint en juillet 2016.

Taux de l'obligation américaine de 10 ans depuis 2000



Source: FTSE TMX Global Debt Capital Markets

Le pervers non-effet de Trump

Le graphique ci-dessus illustre que les événements négatifs dans les marchés économiques ou financiers tels que la Crise de la dette européenne (2011), le, Grexit (2012) et le Brexit (2016) ont fait chuter les taux dans une "course vers les valeurs sûres" depuis la crise du crédit de 2008. Ce qui est très intéressant maintenant est que le marasme politique et économique causé par Trump ne cause pas de chute similaire des taux. Selon nous, ceci est dû à la réalisation que les obligations, et particulièrement les obligations américaines, ne sont pas la valeur sûre qu'elles étaient auparavant.

Promenade dans l'histoire des marchés obligataires

Puisque la plupart des investisseurs obligataires actuels ne pratiquent pas leur métier depuis très longtemps, nous estimons particulièrement pertinent d'effectuer une petite promenade dans l'histoire récente des taux obligataires depuis 1999. L'obligation américaine de 10 ans a chuté à un plancher légèrement au-dessus de 3% avec l'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale suivant le crash boursier du point.com en 2000, soit tout juste au-dessus de son niveau actuel. La Réserve a ensuite commencé à resserrer sa politique monétaire en 2003, en augmentant les taux d'intérêt dans une série de "hausses mesurées" de 0,25%. Elle croyait que les marchés financiers les incorporerait de manière efficiente dans les attentes des investisseurs. Par la suite, le taux de l'obligation américaine de 10 ans atteignait un sommet de 5,2% à l'été 2007. (Suite)

Or, dans toute leur glorieuse inefficience humaine, les investisseurs n'ont pas incorporé les “*hausse mesurées*” de la Réserve dans leurs calculs avides des marchés. La fête financière a atteint son sommet dans une orgie bacchanale d'emprunts qui s'est terminée très, très mal, avec la Crise du crédit de 2008. Bien sûr, la Réserve a dû courir à la rescousse avec un assouplissement monétaire sans précédent et les taux ont chuté à leurs planchers d'après-crise, soit légèrement au-dessus de 2,1% en décembre 2008.

La réponse du résolument pavlovien marché financier face aux largesses monétaires de la Réserve a été rapide et les marchés financiers ont fortement récupéré tout au long de 2009 et en 2010, avec des taux atteignant un sommet de 4%, soit tout près des niveaux d'avant la crise, au printemps de 2010. Or, la Crise de la dette européenne et la crainte de défauts des plus petits pays de la zone euro sur leurs dettes, ont rapidement suivi à l'été 2011. Encore ici les superhéros des banques centrales ont fait usage de leurs super-pouvoirs pour combattre la crise.

Le président de la Banque centrale européenne Mario Draghi, a amorcé la crise de la dette et de la devise de la zone euro en déclarant qu'il ferait “*Tout ce qu'il faut*” pour préserver l'euro et les gouvernements de cette zone. Cette fois, Draghi et les autres dirigeants de banques centrales ont improvisé leur programme "d'assouplissement quantitatif" ou se sont bourrés d'obligations gouvernementales et même, d'obligations de sociétés.

Alors que les choses revenaient à la normale pour la dette souveraine européenne, les taux sont remontés à plus de 3%, avant de chuter de nouveau en 2012 lors du Grexit, soit la possibilité que la Grèce quitte la zone euro. Les taux ont augmenté à plus de 3% après des négociations réussies du CE avec le nouveau gouvernement grec, pour ensuite piquer du nez de nouveau en raison du Brexit, le référendum britannique ayant approuvé son retrait de la communauté européenne. Le Brexit a porté les taux à ce qui devrait s'inscrire à l'histoire comme un plancher générationnel de 1,3% en juin 2016.

En haut et en hausse

“*Hey, Hey Up and Rising*” est le refrain de la chanson maritime “*What Do You Do With a Drunk-en Sailor*”. Les taux sont en haut et en hausse depuis l'été 2016, vu le renforcement substantiel de l'économie et de l'inflation aux États-Unis. Les gestionnaires obligataires ont probablement dû se livrer à un brin de buvette pour noyer leurs peines, face au naufrage de leurs portefeuilles.

Tel qu'indiqué plus haut, nous sommes fascinés que les attaques du président Trump envers la normalité politique et économique n'ont que très peu changé la tendance des taux obligataires. Selon nous, le marché obligataire reconnaît en son for intérieur que les efforts de déstabilisation de Trump se traduiront éventuellement en une hausse d'inflation.

Une potion inflationniste?

Cette fois-ci le marché obligataire reconnaît que l'économie américaine est solide, que la politique monétaire demeure souple et que les réductions fiscales républicaines créent un immense gouffre dans les finances gouvernementales aux États-Unis. Réduire les revenus fiscaux et augmenter les dépenses gouvernementales par le biais de déficits de financement est habituellement la recette politique pour combattre une récession. Or, l'économie américaine est florissante et n'est définitivement pas en récession. Le taux de chômage se situe à un plancher générationnel mais le déficit gouvernemental américain est actuellement le plus élevé jamais enregistré en temps de paix. Ainsi, on ajoute une stimulation fiscale exactement alors qu'elle n'est pas nécessaire.

Nous l'avons déjà indiqué, l'inflation se situe à 2,8%. Le président Trump fait tout ce qu'il peut pour la faire monter avec ses tarifs. Sa base de cols-bleus du MidWest magasine chez Walmart et la plupart des biens qu'ils achètent proviennent de la Chine. Les tarifs de 10 à 25% que l'administration Trump applique aux importations augmentera le prix de la plupart des articles vendus chez Walmart, ce qui affectera directement le taux d'inflation.

Nous avons donc maintenant une potion inflationniste composée des éléments suivants:

- Un économie américaine solide;
- Une politique monétaire toujours souple aux États-Unis;
- Des dépenses gouvernementales élevées et une politique fiscale extrêmement stimulante aux États-Unis;

(Suite)

- Des taux d'intérêt négatifs;
- Un taux de chômage très faible;
- Des restrictions significatives en regard de l'immigration légale et illégale, ce qui augmentera les coûts de main d'oeuvre; et
- Des tarifs sur les importations, particulièrement les biens manufacturiers en provenance de la Chine.

Nous le répétons depuis un certain temps, il nous semble que la table est mise pour une inflation significativement plus élevée. À tout le moins, la Réserve continuera de normaliser les taux d'intérêt au-dessus de l'inflation. À notre avis, ceci signifie que le cours des taux d'intérêt et obligataires est en hausse.

Ignorer prudemment

Nous ne savons pas quand et qu'est-ce qui adviendra des marchés financiers, mais nous croyons prudent de considérer les risques de perte dans nos décisions de placement. L'argent a été trop abondant depuis trop longtemps. Nous constatons d'immenses spéculations actuellement dans le marché financiers qui ne se termineront pas sur une bonne note. Les emprunts bancaires et les marchés de titres à haut rendement sont guidés par une période de revenus plus élevés. Leurs prix ne réagiront pas positivement à l'augmentation des taux obligataires et des taux d'intérêt.

Les yeux plus grands que la panse

En parlant d'incroyable spéculation financière, nous avons discuté des crypto-monnaies dans notre édition de cette infolettre de janvier 2018. Le Bitcoin a monté en flèche de 966\$ au début de 2017 à 19 187\$ à la mi-décembre 2017. Cette augmentation de 1886% en moins d'un an a certainement captivé l'attention de tous. Cela a également eu pour effet de créer un énorme marché d'Initial Coin Offerings (ICO), où des entreprises en démarrage créaient leurs propres crypto-monnaies pour lever des fonds.

Nous avons indiqué à nos clients et fidèles lecteurs qu'à notre avis, les ICO ne sont nul autre que des fraudes pures et simples, déguisées en "FinTech" et que cette spéculation financière se terminera sur une mauvaise note.:

*“Cette fois-ci n'est certainement pas différente et même probablement bien pire, avec la spéculation ces temps-ci sur la "crypto-monnaie", s'avérant être à l'instar de la tulip-mania néerlandaise... **La folie actuelle de la crypto-monnaie reflète non seulement une euphorie, mais un pur délire financier.** Nous croyons que la convoitise des placements liés au Bitcoin et autre crypto-monnaies, est un résultat direct du déséquilibre créé par les banques centrales du monde en regard d'une répartition financière appropriée.”*

Eh bien, il appert que nous avons raison. Le BitCoin a piqué du nez et se situe maintenant à 6 675\$, en baisse de 65% de son sommet. Le marché des ICO a levé beaucoup de liquidités d'investisseurs avides et naïfs et la fraude s'est avérée endémique. Il ne s'agissait pas d'un placement "à long terme dans une "nouvelle classe d'actifs de crypto-monnaies". Bloomberg rapportait une étude du Boston College qui concluait qu'acheter des monnaies dans un ICO et les vendre immédiatement était la "stratégie la plus sûre". L'étude concluait également que:

“Environ 56 pourcent des entreprises en démarrage de crypto-monnaies levant des fonds par le biais de ventes de jetons s'éteignent à l'intérieur de quatre mois suivant leur ICO.

Cette conclusion provient d'un étude du Boston College qui a analysé l'intensité de tweets provenant des comptes Twitter d'entreprises en démarrage pour y inférer des signes de vie. Les chercheurs ont trouvé que seulement 44,2 pourcent des entreprises en démarrage sont toujours en opération 120 jours après leur ICO. La moitié des ICO meurent à l'intérieur de quatre mois après la finalisation des ventes de jetons, Olga Kharif, Bloomberg.com, 9 juillet 2018 (Traduction),

(Suite)

Capital à portée de main

Les investisseurs assument actuellement de grands risques pour de faibles potentiels de rendement. Lorsque nous acquérons des placements risqués chez Canso, nous nous assurons d'être suffisamment compensés pour les risques que nous assumons. Nous achetons actuellement des placements de plus grande qualité et conservons le capital de nos clients à portée de main pour les prochaines opportunités d'achat qui ne manqueront pas de se présenter.

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 LTÉE

est un gestionnaire de fonds d'investissement spécialisé situé à Richmond Hill en Ontario.

Contact:

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

Source: London Stock Exchange Group plc et son groupe d'entreprises (collectivement le "LSE Group"). © LSE Group 2018. FTSE Russell est le nom de commerce de certaines des sociétés du LSE Group. "FTSE TMX®" est une marque de commerce des sociétés pertinentes du LSE Group et est utilisé sous licence ar toute autre société de LSE Group. Tous les droits dans les indices FTSE Russell ou les données appartiennent à la société LSE Group pertinente qui détient l'indice ou les données. LSE Group et ses parties concédantes n'assument aucune responsabilité en regard de toute erreur ou omission aux indices ou aux données contenues dans ce document. Il est interdit de distribuer toute donnée de LSE Group sans l'accord exprès et écrit de la société pertinente de LSE Group. Le LSE Group n'effectue pas la promotion, ni n'endosse ou ne commandite le contenu du présent document.

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.