



“*C'était à la fois la meilleure et la pire des époques*” écrivait Charles Dickens. À notre avis, ceci résume bien les marchés financiers de 2018.

Lorsque les marchés étaient en ascension rapide en 2017 et en 2018, et faisaient l'objet d'exaltations de la part des médias, nous vous disions que les "actifs à risque", tel qu'ils sont maintenant désignés par les financiers groovy, se détachaient de la réalité des flux de trésorerie. Plus la qualité était faible, plus les produits apparaissaient intéressants aux investisseurs.

Dis-crédit

L'obsession d'investir à tout prix s'est intensifiée. Les actions, les obligations de pacotille, les titres d'emprunt en difficulté et les emprunts bancaires à effet de levier allaient, comme le dit si bien Superman, "plus haut, plus loin!" Les investisseurs sophistiqués se discréditaient eux-mêmes en investissant dans les pires ordures. Nous avons observé dans cette infolettre que les clauses contractuelles des emprunts bancaires, prévoyant des dividendes aux commanditaires privés prédateurs **même en cas de défaut**, s'avéraient un indice définitif qu'il s'agissait d'emprunts ridicules et que nous étions au sommet du cycle du crédit.

Réalité mordante

Nous vous avons mis en garde que la réalité allait bientôt mordre et ce fût le cas. Après avoir atteint de nouveaux records en septembre et au début d'octobre, les indices boursiers ont fait volte face et dramatiquement chuté jusqu'à la fin de l'année 2018. La volatilité des marchés a mis fin à l'illusion de "liquidité" dans les fonds négociés en bourse (FNB) et créé des ventes massives dans tous les marchés. Les actifs financiers désespérément convoités plus tôt dans l'année sont devenus sans acheteurs et les prix ont piqué du nez.

Les cours ont connu un léger rebond depuis la pire veille de Noël jamais enregistrée dans les marchés boursiers, mais le tout s'est terminé avec des cours de fin d'année bien en-dessous de leurs sommets. Pour nous éviter d'avoir à ressasser nos habituelles statistiques annuelles, nous avons divisé les nouvelles financières de CNN de 2018 dans des catégories de Dickens (nos soulignements):

La pire des époques:

*“Le Dow a chuté de 5,6%. Le S&P 500 étaient en baisse de 6,2% et le Nasdaq, de 4%. **Ce fût la pire année boursière depuis 2008** et seulement la deuxième chute du Dow et du S&P 500 de la dernière décennie... **Décembre s'est avéré particulièrement terrible: le S&P 500 a descendu de 9% et le Dow, de 8,7% — le pire mois de décembre depuis 1931.** En l'espace de sept jours, le Dow a chuté de 350 points plus de 6 fois. **La veille de Noël cette année était la pire de tous les temps pour les indices.**”*

La meilleure des époques:

*2018 n'était pas entièrement mauvaise. **Le S&P 500 a établi un record inégalé le 20 septembre et le Dow s'est clôturé à son record le 3 octobre.** Le Dow s'est également clôturé à plus de 1000 points de plus le 26 décembre - un accomplissement sans précédent.”*

2018 fût également extrêmement volatile. Comme l'indique CNN :

*“L'indice de craintes et d'avidité de CNN Business **“était coincé dans "crainte extrême" tout au long de l'année.** Le Dow n'a pivoté de 1000 points en une seule session que huit fois dans toute l'histoire et cinq de ces dernières étaient en 2018.”*

Des mots qui résonnent aujourd'hui

Nous pensions que la citation de Dickens provenait de *Oliver Twist* ou *Les temps difficiles*, mais Wikipedia nous a rappelé qu'elle était tirée des *Contes des deux cités*. Suite

À la lecture du reste du paragraphe d'introduction, nous avons réalisé à quel point les mots trouvaient une résonance aujourd'hui. Sa prose parle de grandes oppositions et divisions, sans juste milieu et d'être forcés de choisir un côté, lorsque rien ne semble constant ni sensé:

"... c'était le siècle de la sagesse et de la folie, l'ère de la foi et de l'incrédulité, la saison de la lumière et des ténèbres, le printemps de l'espérance et l'hiver du désespoir ; devant lui, le monde avait tout ou rien, il allait tout droit au ciel et tout droit en enfer — bref, cette époque ressemblait tellement à la nôtre que les censeurs les plus bruyants n'en parlaient en bien ou en mal qu'au superlatif."

Les merveilleux mots de Dickens décrivent la période tumultueuse avant la Révolution française, mais nous trouvons que ceux-ci résonnent encore aujourd'hui. La présidence de Trump et la montée du populisme dans les démocraties occidentales ont créé de grandes incertitudes sur la scène politique et économique mondiale. Troquez la diffusion du message "*Prenez la Bastille*" par "*Make America Great Again*" à une foule en colère et vous comprendrez où nous voulons en venir.

Aucun juste milieu

L'attaque actuelle sur l'ordre libéral d'après-guerre n'est pas si différente des forces libérées à la suite de la chute de la monarchie française et de la révolution sanglante qui s'est ensuivie. Il suffit de regarder CNN ou Fox News assez longtemps pour comprendre ce qu'entend Dickens par "*n'en parlaient en bien ou en mal qu'au superlatif*". Vous êtes soit avec nous, soit contre nous et ces divisions sont exacerbées par une sélection d'audience et par le renforcement constant des médias sociaux. Les experts qui se prononcent sur la dernière épisode de la télé-réalité Trump se rangent invariablement pour ou contre le Président avide de Twitter. Il n'y a plus de juste milieu, vous l'aimez ou le détestez.

Survivor Trump

Tenter de comprendre les intentions de Trump, lorsqu'il ne sait même pas lui-même ce que son "instinct" lui dictera de faire est peine perdue. La bonne nouvelle est que les auteurs de la Constitution américaine comprenaient les monarchies absolues et les despotes, puisque c'est ce qu'ils cherchaient à éviter. Les mécanismes qu'ils ont créés pour prévenir la destruction de leur chère démocratie fonctionneront. Ce ne sera pas de la jolie politique et le drame sera à son paroxysme, mais cela se terminera inévitablement d'une façon ou d'une autre. Les revirements font partie du spectacle de Trump. À quoi s'attendaient les citoyens américains en élisant une star de la télé-réalité? Survivor Trump sera-t-il exclu de l'Île présidentielle ou recevra-t-il l'immunité du Sénat républicain et ainsi survivre à une destitution? Qui sait?

Revenons à la base

Nous conseillons de revenir à la base en regard des marchés. Les économistes vous le diront, un système financier existe pour allouer les maigres ressources dans une économie. Faisons le point sur la situation économique actuelle aux États-Unis:

- **L'économie américaine est en bon état.** Elle est statistiquement en dents de scie, mais demeure à des niveaux raisonnables, malgré les politiques économiques autodestructrices de M. Trump. Ses guerres commerciales, l'interruption des services dans l'administration fédérale et ses attaques de la Réserve fédérale n'ont pas nui à la croissance. Cette dernière se situe à un niveau raisonnable de 2-3% et le taux de chômage demeure à un plancher générationnel.
- **L'inflation s'approche de l'objectif de la Réserve de 2%.** Le plus récent indice des prix à la consommation (IPC) se situait à 2,2% pour la période de 12 mois se terminant en novembre 2018, donc on peut difficilement dire que la Réserve a tiré court ou dépassé son objectif de 2%.
- **La politique monétaire n'est pas restrictive.** Le taux cible actuel des fonds fédéraux se situe à 2,5%, après la hausse de 0,25% le 19 décembre dernier, ce qui porte le taux d'intérêt directeur réel à 0,3% (2,5% - 2,2% IPC). Il est vrai que la Réserve retire ses accommodations d'urgence, mais la politique monétaire ne peut être considérée restrictive lorsque les taux d'intérêts réels se situe juste au-dessus de zéro.

Suite

- **Incitations fiscales.** Le budget de Trump prévoit toujours des déficits budgétaires à perte de vue selon le Bureau du budget du Congrès américain. Cela devrait se poursuivre puisqu'il est ridicule de croire que majorité démocratique nouvellement élue au Congrès réduira les dépenses avant l'année électorale 2020. Il est tout aussi ridicule de s'attendre à ce que les Républicains reviennent sur leurs réductions fiscales ou réduisent les dépenses militaires, problématiques centrales de leurs partisans de base. Les déficits risquent d'augmenter si Trump désire "continuer à gagner" en négociant des ententes avec les Démocrates. Tout ceci ajouterait au plaisir déficitaire en finançant les promesses emblématiques de soins de santé des Démocrates. Bref, il appert hautement improbable que les incitations fiscales seront réduites dans un avenir rapproché.

Que la fête continue??

La vraie question qui plane au-dessus des marchés est de savoir si la Réserve fédérale continuera à hausser les taux d'intérêt. Nous l'avons dit à plusieurs reprises, des faibles taux d'intérêts sont plus populaires que des taux d'intérêts élevés et des pressions massives, dirigées par le président Trump lui-même, sont exercées contre leur augmentation. Tel qu'indiqué plus tôt, même en contexte d'incertitude et d'invectives politiques causées par Trump, on ne peut pas vraiment dire que l'économie américaine est faible ou menacée de récession.

Les marchés cherchent désespérément à faire continuer la fête. Au début de 2019, le consensus des marchés était que la Réserve allait faire une pause, compte tenu des incertitudes liées aux guerres commerciales et de la tourmente des marchés. On croyait également que le président de la Réserve, M. Powell, allait se laisser intimider à prendre une pause vu l'outrage du Président.

Je veux zéro!!!

Trump s'est rapidement approprié le crédit de la hausse des marchés boursiers après son élection. Contrairement au Président Truman cependant, la "responsabilité ne commence jamais ici" avec Trump. À la recherche d'un bouc-émissaire pour les ventes massives boursières, il a commencé à s'en prendre publiquement à M. Powell, que Trump a lui-même nommé pour effectuer exactement ce qu'il devait faire.

Traditionnellement, le Président américain ne se prononce jamais sur les politiques monétaires, mais Trump a brusquement brisé cette convention. Non seulement indique-t-il fréquemment dans ses Tweets que la Réserve ne devrait pas hausser les taux d'intérêt, des sources médiatiques indiquent que Trump souhaite même congédier Powell. Le secrétaire au Trésor, M. Mnuchin a dû limiter les dégâts en annonçant publiquement que Trump ne croyait pas qu'il soit en son pouvoir de congédier M. Powell, ce qui en dit long. Si Trump tente réellement de congédier Powell, nous croyons que les marchés, spécialement obligataires, réagiront fortement.

Nous voulons plus d'argent

Trump place Powell dans une situation difficile. Si la Réserve ne poursuit pas sa "normalisation", elle se fera rapidement critiquer d'avoir cédé aux pressions et aux invectives de Trump, donc Powell a présentement moins de latitude pour prendre une pause sans avoir l'air de céder au Tweeter en chef. Trump se plaint fréquemment que le Président Obama avait "zéro taux d'intérêt" et que ce n'est pas son cas. Le fait que les taux nuls d'Obama soient survenus en contexte de Crise du crédit et de Grande récession ne semble pas déranger Trump puisqu'il ne souhaite nullement être informé ou lire quoi que ce soit à propos de la politique économique. Si le marché boursier monte, il est heureux!

Le consensus en investissement se range du côté de Trump dans ce débat. On veut de la hausse et non de la baisse, des faibles taux et plus d'approvisionnement d'argent, ce qui est précisément l'opposé de ce que l'on souhaitait lorsque les monétaristes régnaient sur Wall Street. Le Wall Street Journal résume bien la situation (nos soulignements):

“Les investisseurs misent sur le fait que les taux d'intérêt se clôtureront à un niveau non supérieur à celui du début de l'année en 2019, signe d'une confiance diminuée dans l'économie.

Les contrats à terme sur les fonds fédéraux, sur lesquels les investisseurs misent pour prédire la direction de la politique de la Réserve fédérale, indiquaient une probabilité de 87% que les décideurs termineront l'année avec un taux d'intérêt identique ou inférieur au niveau actuel. Ces postulats représentent un changement majeur de l'humeur des

Suite

marchés. Aussi récemment qu'en novembre dernier, les cours des contrats à terme sur les fonds fédéraux indiquaient une probabilité de 90% que les taux termineraient l'année à un niveau supérieur en 2019.

Depuis, la volatilité a déferlé sur les marchés boursiers, puisque les investisseurs sont devenus de plus en plus craintifs face aux perspectives de croissance et au rythme de resserrement de la Réserve. **Le taux d'une obligation du Trésor de 10 ans, lequel s'avère être le taux de référence pour tout, allant des prêts hypothécaires aux emprunts corporatifs, a chuté sous la barre des 3% après avoir atteint des nouveaux sommets en novembre.**

Le changement dans l'humeur des investisseurs s'est produit **même lorsque les données continuaient de suggérer une croissance économique robuste, avec un taux de chômage s'approchant de son plus faible niveau depuis 50 ans et une confiance des consommateurs élevée.** Ceci crée une tension entre la Banque centrale - qui doit gérer les taux selon son double objectif de stabilisation des prix et plein-emploi - et les **investisseurs, dont plusieurs souhaitent des politiques monétaires plus souples.** "Investors Are Betting That the Fed Hits Pause on Rate Hikes", Wall Street Journal, 2 janvier 2018 (Traduction)

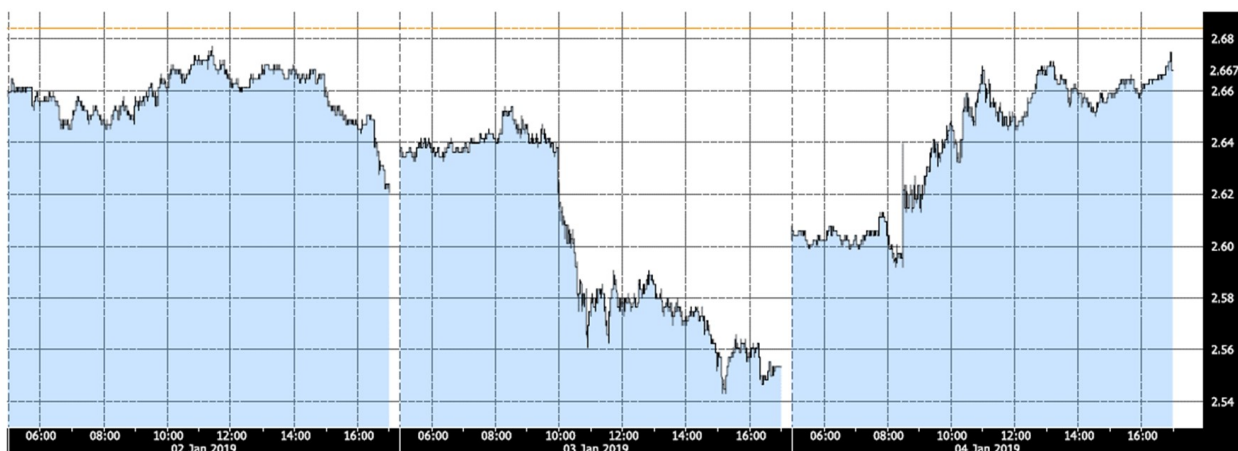
Entre-deux

Il n'y a pas de juste milieu dans les marchés en ce début d'année 2019, à l'instar des politiques de notre époque. Les actions montent ou descendent, mais ne se maintiennent pas. Les taux augmentent ou diminuent. L'économie est en croissance ou en chute vers une récession. On le constate dans les mouvements frénétiques des marchés boursiers et obligataires. Vous l'avez lu plus tôt, les actions ont atteint un plancher en décembre, avec une chute record la veille de Noël, le 24 décembre, puis une hausse record le 26 décembre.

Obligations en chute libre

Les taux obligataires chutent ou montent en flèche, selon les manchettes du jour. Le graphique ci-dessous illustre que l'obligation des États-Unis de 10 ans a débuté l'année à 2,66% le 2 janvier mais avait chuté à 2,55% à la fin du jour suivant avec les turbulences des marchés boursiers et les craintes d'un affaiblissement économique. À midi le 4 janvier, nous étions de retour à 2,67%. Un rapport positif sur l'emploi aux États-Unis et un assouplissement des politiques monétaires de la Banque de Chine avait fait remonter le marché boursier. Cela semble peu, mais un mouvement de 11 pb (0,11%) du taux de l'obligation des États-Unis de 10 ans en un jour est un fait plutôt enlevé pour d'ennuyés gestionnaires obligataires comme nous!

Taux intra-journaliers de l'obligation des États-Unis de 10 ans



Source: Bloomberg Finance L.P.

Suite

Conciliation des marchés

Que le président de la Réserve M. Powell ait apparu conciliant dans ses commentaires lors d'une conférence à Atlanta n'a pas nui. Au cours d'une table ronde avec d'autres représentants gouvernementaux, il n'a rien dit de vraiment nouveau, mais a paru moins résolu à devoir augmenter les taux d'intérêt:

*"Les actions ont connu une remontée vendredi lorsque le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell a indiqué qu'une **faible inflation octroie plus de latitude aux banques centrales** pour établir la politique de l'année à venir et que la Réserve ne suivait pas un parcours fixe en vue d'augmenter son taux d'intérêt de référence..."*

*Les représentants de la Réserve avaient prévu deux autres hausses de taux cette année, mais M. Powell a indiqué que **ce parcours pourrait changer si l'instabilité récente des marchés causait un ralentissement économique** plus important que prévu "Nous seront préparés à ajuster la politique rapidement et de manière flexible, ainsi qu' à utiliser nos outils pour soutenir l'économie au besoin..."*

*...M. Powell a indiqué que les marchés ont chuté au cours des récentes semaines et ne prévoient aucune hausse des taux directeurs cette année puisque **les investisseurs attribuent plus d'importance aux perspectives de risques qui ne se sont pas encore présentées de manière importante dans les données économiques américaines**"*

(Traduction libre: "M. Powell, détendez-vous. Nous comprenons que vous êtes dans tous vos états à propos de craintes que de mauvaises choses se produiront, mais nous viendrons à votre rescousse si nécessaire".)

Couper l'herbe sous les pieds de Trump??

Powell a aussi saisi l'opportunité d'affirmer l'indépendance de la Réserve face aux interférences politiques lorsqu'il a brusquement indiqué qu'il refuserait de démissionner si Trump le lui demandait:

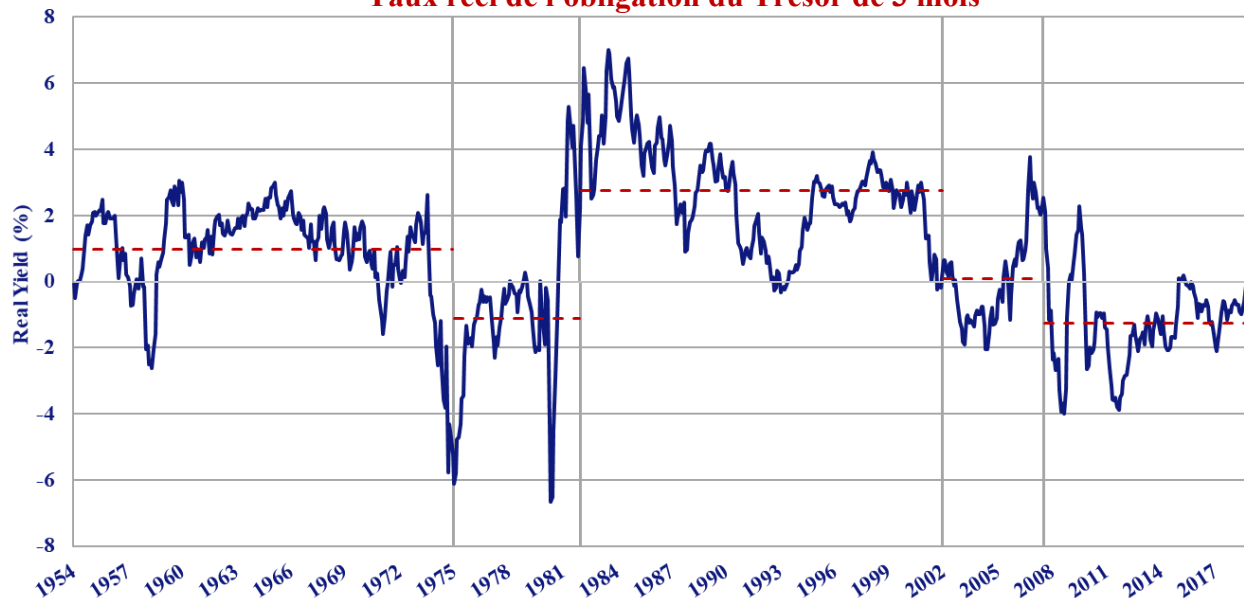
*"M. Powell a également **brusquement** mis un terme à la spéculation que le mécontentement du Président Trump face à la politique monétaire pourrait mener à sa démission à titre de président... **M. Powell a indiqué vendredi qu'il ne démissionnerait pas de ses fonctions si M. Trump le lui demandait**, ce qui est important puisqu'il n'est pas clair si la loi permet à M. Trump de congédier le président de la Réserve..."*

*M. Powell a indiqué que **le public ne doit pas s'inquiéter du fait qu'une banque centrale pourrait céder aux pressions politiques**. "La Réserve a une culture bien établie visant à éviter toute activité politique", a-t-il affirmé. Prendre des décisions fondées sur des données - et non des politiques - est "tout-à-fait dans l'ADN de quiconque ayant consacré du temps à la Réserve." ["Fed Chairman Powell Sees Flexibility on Rates This Year"](#); Nick Timiraos; Wall Street Journal; 4 janvier 2018 (Traduction)*

"Pauser ou ne pas pauser?"

La question qui se pose dans les marchés et pour la Réserve s'apparente à l'éternelle question Shakespearienne "Pauser ou ne pas pauser?" Mettons de côté les drames de Trump un instant et examinons les taux d'intérêt historiques pour nous aider à répondre à cette question. Le graphique de la page suivante illustre le "taux réel" des obligations américaines de 3 mois, soit son taux moins les variations de l'IPC aux États-Unis d'une année à l'autre. Cet exercice démontre à quel point il est inhabituel d'avoir des taux d'intérêt réels si faibles lorsque l'économie se situe à un niveau raisonnable.

Taux réel de l'obligation du Trésor de 3 mois



Source: Bloomberg Finance L.P.

Le graphique ci-dessus illustre que le taux d'intérêt réel se situait entre 1% et 2% pour la majorité de la période, ce qui est logique puisque les épargnants devraient recevoir un rendement faible mais positif au-dessus de l'inflation en vigueur. Au cours des vingt années entre 1954 jusqu'au début des niveaux élevés d'inflation de 1974, le taux réel des obligations du Trésor se situait en moyenne à 1%. De 1974 à 1981, les taux d'intérêt sont devenus négatifs à -1,1% lors de cette période inflationniste, puisque l'IPC demeurait à des niveaux plus élevés que les taux d'intérêt, atteignant un sommet de 14,4% en 1980. La Réserve, alors dirigée par Paul Volcker, a resserré la politique et fait chuter l'inflation qui est demeurée sous contrôle depuis cette période. Dans ce contexte d'inflation modérée, le taux réel de l'obligation du Trésor de 3 mois se situait en moyenne à 2,75% au cours des vingt années de 1981 à 2001.

"Il l'a fait à sa façon"

Les exceptions sont les luttes pour contrer les crises financières entreprises par la Réserve. L'ancien président de la Réserve fédérale et musicien professionnel Alan Greenspan a fait des sauvetages financiers sa chanson thème. Nouvellement installé à titre de président, il a "sauvé les marchés" après le lundi noir de 1987, ce qui lui a valu beaucoup d'éloges. Ceci a transformé les banques centrales dans leur rôle de secours actuel des marchés financiers. En parlant de "le faire à sa façon", Greenspan a même assoupli la politique de manière "préventive" en raison des craintes liées au bogue de l'an 2000. Dans les faits, rien ne s'est produit, mais toute cette liquidité a fini par causer la bulle technologique en 2000. Lorsque cette bulle a éclaté, Greenspan a diminué les taux à des niveaux "d'urgence" après l'implosion des actions et a conservé la politique de la Réserve à des taux réels négatifs de -1%, de 2001 à 2006.

Le problème avec ces actes héroïques des banques centrales, c'est qu'ils faussent les taux d'intérêt, le mécanisme tarifaire permettant l'allocation du capital dans une économie. Le marché savait que le chaos financier serait rencontré par des taux d'intérêts en chute libre et l'a surnommé le "Greenspan Put". La période de taux d'intérêt réels négatifs au début des années 2000 a été suivie d'une brève période de 2004 à 2006, où la Réserve a procédé à des hausses "mesurées" de 0,25% tous les trimestres, dans l'espoir que "l'efficacité des marchés" saisisse le message.

Personne ne peut mieux dire

La plupart des économistes croient fermement en l'efficacité des marchés, qui suppose que ces derniers saisissent tous les renseignements disponibles et s'ajustent en conséquence. Comme vous le savez, chez Canso nous ne croyons pas que c'est le cas et même en 2004 nous n'avions pas grand espoir que les marchés saisiraient efficacement ces hausses de taux "mesurées". Nos loyaux lecteurs savent que nous aimons intégrer des références musicales populaires dans nos infolettres donc, pour paraphraser la chanson thème de James Bond, "*Nobody said it better (Personne ne peut mieux dire)*" que nous l'avons fait en 2004:

Suite

*“L'opinion optimiste répandue du marché financier semble présentement être à l'effet que des hausses "mesurées" du taux directeur résulteront en ce qu'on appelait un "atterrissage en douceur" dans les années 1990. Nous ne sommes pas si optimistes. C'est le manque d'oxygène qui cause la mort par asphyxie. **Que l'on soit étranglé lentement ou rapidement importe peu si le résultat est le même...** Nous croyons que l'économie conservera son dynamisme au cours de la prochaine année ou deux. L'effet majeur des hausses d'intérêt se fera sentir dans les prix des actifs. **L'abondance de prêts a causé des hausses de prix importantes des actifs dans tout, allant des maisons résidentielles au marché boursier. Moins d'argent signifiera moins de désir de prêter et moins de liquidités disponibles pour rencontrer les hausses de paiements de créances. Appelez-nous "monétaristes de quantité" ou simplement vieux-jeu, mais moins d'argent est de mauvais augure pour les prix élevés d'actifs .”** Observateur des marchés; Octobre 2004 (avec des soulignements ajoutés en 2019)*

Les réflexions de l'obscur gestionnaire de crédit d'un *"immeuble quelconque en banlieue de Toronto"* (comme Bloomberg nous a désigné) valent d'être lues. Nous notons avec une certaine fierté que nous discutons de la bulle dans le marché résidentiel américain en 2004, soit beaucoup plus tôt que la plupart des autres. Nous discutons également de la bulle du crédit au cours de la période précédant la Crise du crédit, en soulignant particulièrement à quel point *"toute cette innovation de crédit se terminera mal"*.

Nous sommes si vaniteux...

Pour nos lecteurs plus jeunes, la chanson *Nobody Does it Better* de Carly Simon en juillet 1977 était la chanson-thème du film *L'espion qui m'aimait*. Roger Moore y jouait l'agent 007, il y a 3 Bonds. L'inflation était élevée avec l'IPC aux États-Unis à 7,7% d'une année à l'autre. Les taux obligataires étaient également élevés, avec l'obligation des États-Unis de 10 ans à 7,2% et l'obligation du Canada de 10 ans, à 8,3%. Ce fût la chanson la plus populaire de Carly Simons, se classant au #2 du Billboard. Nous avons été légèrement affligés d'apprendre que sa chanson la plus populaire par la suite était *You're So Vain (Tu es si vaniteux)*, laquelle semble plutôt appropriée compte tenu de nos auto-félicitations précédentes.

Pas normal

Nos prédictions à l'effet que les prix des actifs allaient être affectés par les hausses d'intérêts étaient quelque peu prématurées en 2004. Les marchés financiers ne sont pas efficaces présentement et ne l'étaient pas davantage à cette époque. La tentative de la Réserve de préparer les marchés à l'aide d'augmentations mesurées a misérablement échoué. En 2008, le monde financier avait imposé avec la Crise du crédit et depuis, les taux d'intérêts sont maintenus à un niveau "d'urgence" et très négatif, du moins jusqu'à ce que la récente hausse de la Réserve nous place en terrain de taux d'intérêt réels positifs.

De plus, il ressort clairement de notre graphique de la page précédente que des taux d'intérêt réels à zéro ne sont pas si normaux, voire désirables. Alors pourquoi exiger obstinément que la Réserve cesse tout resserrement? La raison simple est que le lobbyisme réclamant des politiques monétaires souples est puissant, même sans les exhortations du Président.

Wall Street adore l'abondance d'argent, laquelle génère plus de profit pour les colporteurs de produits financiers. Les emprunteurs aiment l'accès facile au crédit leur procurant un plus grand pouvoir d'achat. Les détaillants vendant leur marchandise à crédit souhaitent davantage de création de crédit. Tous ceux qui ont une hypothèque préfèrent des taux d'intérêts plus faibles et des prix résidentiels plus élevés. Trump est un promoteur immobilier endetté et profite de taux d'intérêts plus faibles, donc il se plaindrait dans tous les cas.

Les marchés frappés en plein visage

Face à toute cette pression en faveur d'une politique monétaire souple, la tâche de la Réserve fédérale est plutôt impopulaire. Elle sait que ses actions seront critiquées et que des pressions seront exercées. Son président actuel Jerome Powell vient d'indiquer que le *"public ne devrait pas s'inquiéter que la Réserve cède aux pressions politiques"* et que, traditionnellement, elle y résiste. Il existe une analogie célèbre que la Réserve retire le bol de punch juste au moment où la fête commence, provenant d'un discours prononcé par le président de la Réserve à l'époque, William McChesney Martin Jr., devant l'Association des banquiers d'Amérique en 1955:

Suite

"En regard des politiques monétaires et de crédit, certaines mesures de précaution pour prévenir des excès inflationnistes auront des effets onéreux - autrement ces mesures seraient inefficaces et inutiles. Les responsables de ces mesures ne s'attendent pas à des applaudissements. Comme l'indiquait un écrivain après une récente hausse du taux d'actualisation, la Réserve fédérale s'apparente au chaperon qui exige que le bol de punch soit retiré juste au moment où la fête commence."

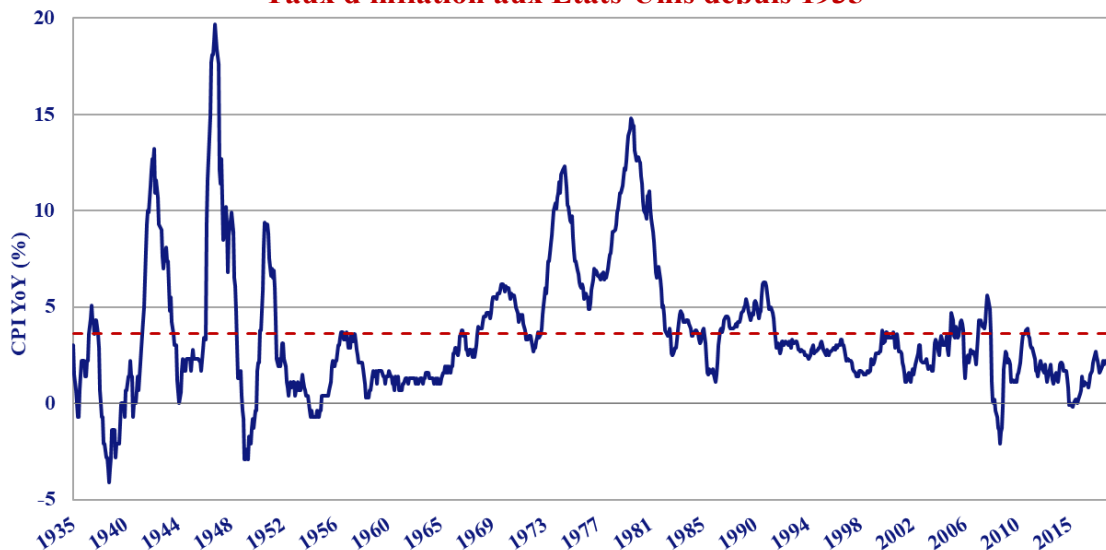
Vous vous demandez si tout ce discours de Canso a un but? Absolument. Nous croyons toujours que les taux d'intérêt sont inhabituellement faibles et devraient augmenter, sauf en cas d'effondrement économique. Tel qu'indiqué dans nos infolettres précédentes, la "normalisation" signifie que les taux d'intérêt réels sur les obligations du Trésor devraient être de 1 à 2% supérieurs à taux d'inflation, ce qui est une fois de plus illustré au graphique de la page précédente.

Zéro Chance

Le calcul est simple. Le taux actuel de la Réserve est à 2,5% et l'IPC est à 2,2%, pour un taux réel actuel de 0,3%. Le taux réel étant actuellement tout juste positif, une chute abrupte du taux d'inflation de 2,2% ou un IPC s'approchant de zéro doit se produire ou encore une hausse des taux doit être effectuée, si la Réserve ne cède pas aux pressions politiques. Par exemple, si la Réserve croit qu'un taux directeur de 1% est "normal", avec un taux d'inflation actuel à 2,2%, le taux devrait atteindre 3,25% ($3.25\% - 2.25\% = 1\%$ réel), soit une autre augmentation de 0,75%.

Or, le marché ne prévoit pas de hausse en 2019 puisque M. Powell a indiqué que *"les investisseurs attribuent plus d'importance aux perspectives de risques qui ne se sont pas encore présentées de manière importante dans les données économiques américaines"*, telles qu'un ralentissement de la croissance économique et une modération de l'inflation. À quelle modération de l'inflation les investisseurs s'attendent-ils? Or, puisque les taux réels "normaux" devraient se situer minimalement à 1%, le marché s'attend à ce que le taux d'inflation passe de 2,2% à 1,2% pour conserver un tel taux réel ($2,25\% - 1,25\% = 1\%$ réel).

Taux d'inflation aux États-Unis depuis 1935



Source: Bloomberg Finance L.P.

Chute ou hausse de l'inflation?

Quelle est la probabilité d'une telle chute de l'inflation? La graphique ci-dessus illustre l'IPC aux États-Unis depuis 1935 et suggère fortement qu'il serait inhabituel d'avoir un IPC à 1%, sans parler de zéro ou négatif. À moins que l'économie soit pire que nous ne le pensons, la Réserve devrait continuer à "normaliser" sa politique monétaire. Sans entrer dans les détails, cela signifie que, tout comme dans les années 2004 à 2006, les taux d'intérêt augmenteront et les prix des actifs financiers continueront de descendre.

Si cette situation économique se poursuit, cela augure mal pour les obligations, lesquelles montent dernièrement à des niveaux onéreux. Le taux actuel de 2,6% pour l'obligation des États-Unis de 10 ans n'offre qu'un rendement réel de 0,47% au-dessus du taux d'inflation actuel de 2,2%. À un taux réel de 1%, elles devraient procurer davantage, vu leur rendement historique de 2,3% depuis 1963. *Suite*

Les actions ont le bénéfice d'avoir des flux de trésorerie plus importants, compte tenu des réductions d'impôts corporatives et des revenus en hausse, mais elles subiront également une certaine pression. Des taux obligataires plus élevés créent de plus grands taux de rendement d'actions et de plus faibles coefficients de capitalisation des résultats. Ce n'est pas par coïncidence que des ces derniers se produisent lorsque les taux d'intérêt et d'inflation sont plus élevés.

Whoa Canada!

Nous sommes plus inquiets du Canada que des États-Unis. Comme vous le savez, nous croyons que la Canada a échappé au pire de la Grande récession en pressant le citron du marché résidentiel jusqu'à des niveaux absurdes. Ajoutez à ceci des faibles prix pour les produits de base et des politiques de pipeline abruties (oui c'est bien ce que nous avons dit) et il appert que le Canada éprouvera des difficultés économiques lorsque le marché résidentiel s'affaiblira. Le pétrole canadien est toujours "coincé" à des prix beaucoup plus faibles, compte tenu des capacités inadéquates de son réseau de pipeline, donc le secteur énergétique canadien sera loin d'atteindre les résultats de ses pairs. Le marché semble partager ce point de vue, puisque les taux obligataires canadiens sont demeurés plus bas que ceux des États-Unis. L'une de nos inquiétudes principales est que les taux obligataires canadiens pourraient augmenter violemment si la Banque du Canada tarde à suivre la Réserve dans son resserrement des politiques monétaires ou même décide de les assouplir.

Des prêts de cow-boys

Selon nous, les risques de crise financière sont faibles en raison des réformes bancaires instaurées après la Crise du crédit. Le grand risque que nous constatons aujourd'hui est une bonne vieille liquidation des marchés de crédit. Nous le répétons depuis un certain temps, des problèmes importants proviendront des marchés des prêts à effet de levier, soit les obligations à rendement élevé et les prêts bancaires à effet de levier.

Les banques font des "prêts de cow-boys", en créant des forfaits de prêts et en les vendant à des fonds communs de placement et des FNB et, comme nous l'avons dit en 2007, en les "*vendant aux innocents*". De nombreuses émissions récentes et donc, plus merdiques, sont intégrées dans des CLO titrisées (obligations structurées adossées à des emprunts titrisées) qui les découpent et les séparent en tranches. Celles-ci sont ensuite vendues aux investisseurs institutionnels qui devraient être plus avertis, compte tenu de l'implosion des CLO lors de la Crise du crédit de 2008.

Puisque la source de la majorité de ces titres d'emprunt merdiques est provient de commanditaires privés, il nous est difficile de croire que la Réserve fera quoi que ce soit pour les sauver. Il y aura peu de bouleversements, outre une baisse des cours par défaut et des pertes significative pour les investisseurs innocents. Lors de récentes restructurations de coefficients de capitalisation des résultats, les prêteurs ont jeté l'éponge, encaissé leurs parts et laissé les commanditaires relativement intacts.

Attendre et observer

En ce moment, nous demeurons principalement en attente et en observation mais nous avons tout de même déniché quelques bonnes opportunités lors de la récente liquidation, que nous avons récemment partiellement vendues à des cours beaucoup plus élevés. Comme nous l'avons dit à cette époque, lorsque les autres ne voyaient pas les risques, il était temps de vendre à des cours très intéressants et d'acheter des titres de plus grande qualité qui nous offraient un meilleur rendement sur notre risque. Maintenant que les investisseurs de détail liquident leurs FNB, lesquels doivent en retour effectuer des ventes pour financer ces retraits, de bonnes valeurs commencent à émerger.

Bonne année!!

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