



Avant d'entreprendre la lecture de cette édition de l'Observateur des marchés de Canso, nous croyons que celle-ci contient du matériel financièrement explicite et à caractère troublant qui pourrait vous perturber. Ainsi, pour la toute première fois, nous vous demandons de prendre connaissance de l'avertissement ci-dessous.

AVERTISSEMENT DE RÉALITÉ ET CONSENTEMENT DU LECTEUR:

Par la présente, nous vous avisons que cette édition de l'Observateur des marchés de Canso devrait vous rendre très inconfortable à l'égard de l'état actuel des marchés financiers.

Si vous poursuivez la lecture de cette infolettre, vous consentez implicitement à nous permettre de vous informer adéquatement de ce qui se produit réellement dans les marchés boursiers.

Par ailleurs vous convenez et vous comprenez qu'il ne s'agit pas ici de médias financiers populaires qui applaudissent et soutiennent tout ce qui monte de prix et notre contenu pourrait donc vous bouleverser.

Magnifiquement stupide

Maintenant que vous avez été avertis de notre quête téméraire de réalité à l'égard de tout ce qui concerne les finances, nous continuerons en traitant du tournant décisif des taux dans le marché obligataire, où les choses sont passées de ridicules à sublimes. Les événements actuels sont si magnifiquement stupides en ce qui a trait aux politiques monétaires que nous ne pouvons en croire nos yeux et nos oreilles.

Le "normal" anormal

Le comportement public du président Trump se résume à lancer des injures de cour d'école et c'est devenu tellement habituel que nous ne nous en formalisons même plus. Rien de bien différent dans les marchés financiers. Ce que les investisseurs considèrent maintenant "normal" s'avère dans les faits totalement exceptionnel et déraisonnable selon toutes les normes financières ou économiques. Tout comme notre résistance accrue aux insultes de Trump, nous sommes devenus si désensibilisés aux "taux d'intérêts nuls", à "l'assouplissement quantitatif" et aux "énormes déficits gouvernementaux" que cela semble être la manière dont les choses doivent se dérouler.

Nous ne sommes pas "normaux" chez Canso dans notre conviction que les taux d'intérêt ont atteint leur plancher dans les pays développés. Les taux obligataires fluctuent de bas en haut, mais en général, la tendance est de se maintenir ou d'augmenter.

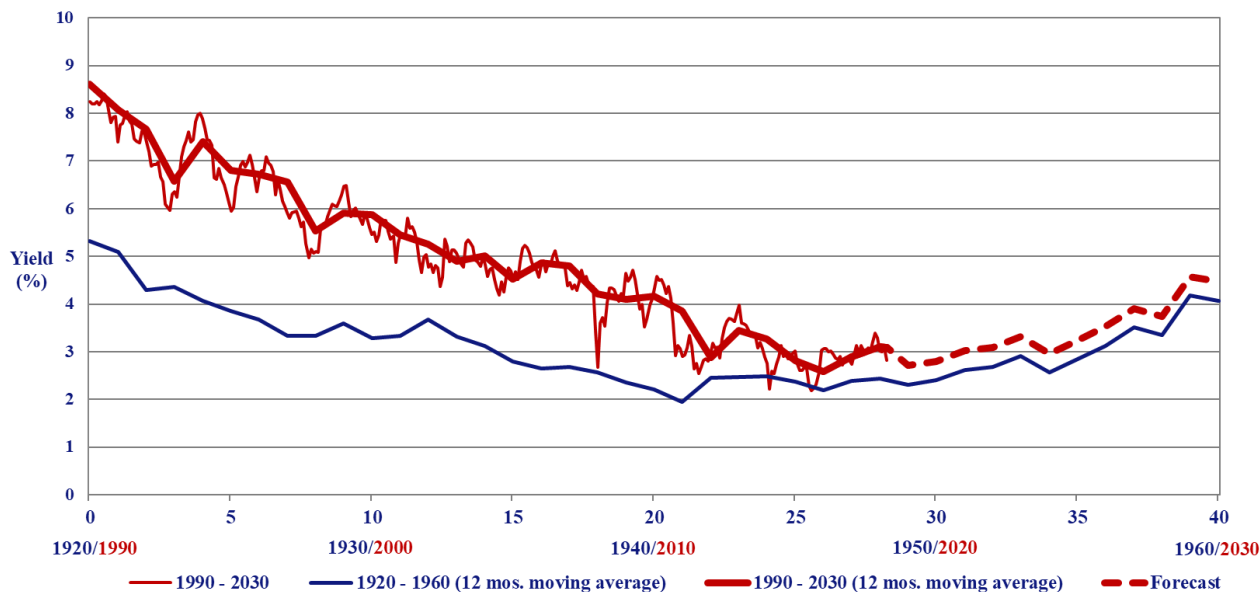
Les taux obligataires et Trump

Les taux obligataires ont effectivement descendu depuis le début de l'année, puisque la Réserve a unilatéralement cédé sa campagne de "normalisation" des taux d'intérêt à un président Trump triomphant. Puisque vous vous êtes habitués à des taux d'intérêt extraordinairement faibles et imaginez très difficilement qu'ils puissent monter, nous avons une fois de plus mis à jour le graphique de la page suivante, comparant les taux de l'obligation du Trésor à long terme aux États-Unis de 1920 à 1960, à ceux débutant en 1990.

La fine ligne rouge correspond au taux actuel de l'obligation à long terme laquelle, à 2,9% au 9 avril, a effectivement chuté de son récent sommet de 3,4% en octobre dernier. Tout comme le chien de Pavlov, vous avez été conditionnés à de faibles taux d'intérêt, donc vous ne serez probablement pas surpris de savoir que ce taux est bien au-dessus du récent plancher de 2,2% du 1er juillet 2016. A notre avis, ce dernier pourrait être le taux le plus faible de ce cycle de taux d'intérêt et ce, pour de nombreuses années à venir. Vous pouvez le constater de la légère

montée de la ligne rouge en gras, correspondant à la moyenne mobile du taux de l'obligation à long terme. Ainsi, malgré les fluctuations, il appert que le plancher a effectivement été atteint à l'été 2016 et que les taux n'ont fait qu'augmenter au cours des trois dernières années.

Taux des obligations du Trésor à long terme aux États-Unis à compter de 1920 et 1990



Source: "A History of Interest Rates" par Sidney Homer & Richard Sylla, PCBond, Bloomberg

Nos loyaux lecteurs ont souvent eu l'occasion de voir ce graphique, mais permettez-nous de l'expliquer brièvement pour les nouveaux venus. Il s'agit de l'évolution des taux de l'obligation du Trésor à long terme de 1920 à 1960 (illustrée par la ligne bleue), comparée à celle des taux de la période actuelle, débutant en 1990 (illustrée par les lignes rouges). L'axe horizontal correspond aux années depuis le début de la période, par exemple 20 correspond à 2010 pour la ligne rouge (=1990+20) et à 1940 pour la ligne bleue (=1920+20).

Nous croyons que le graphique démontre des parallèles historiques significatifs en regard de la tendance des taux d'intérêt à long terme. En d'autres mots, le marché boursier et l'essor économique des années 1920 a été suivi d'un effondrement boursier et de la Dépression des années 1930. L'expérience actuelle de l'essor des marchés boursiers des années 1990 et de la chute économique et financière des années 2000 semble suivre une tendance similaire. Nous planifions par ailleurs la rédaction d'un Rapport de Position Canso à propos de ce graphique qui contiendra des explications plus détaillées.

Changements générationnels

Nous constatons maintenant qu'il est nécessaire d'apporter des "changements générationnels" en regard de la philosophie et l'établissement des politiques fiscales et monétaires des banques centrales, afin d'instaurer des taux d'intérêt plus élevés et de contrôler l'inflation. Notre opinion à l'effet que les taux d'intérêt et l'inflation pourraient augmenter n'est pas populaire, mais c'est notre habitude d'aller à contre-courant des consensus des marchés financiers.

Consensus des chauffeurs de taxi

En 2010, à la suite de la Crise du crédit et de la Grande récession, le consensus des marchés financiers consistait à s'inquiéter des politiques monétaires souples de cette époque et à craindre une montée en flèche de l'inflation. Comme nous l'avons dit à cette époque, ce consensus était très fort et s'étendait à l'extérieur de la classe financière. Nos amis, connaissances de toutes sortes et même les chauffeurs de taxi étaient convaincus par les médias financiers qu'une hausse de l'inflation serait imminente. Nous n'étions pas d'accord. Comme nous le mentionnions dans notre édition d'avril 2010 de l'Observateur des marchés:

"Le consensus actuel a entièrement causé les hausses de taux d'intérêt et d'inflation, compte tenu des politiques monétaires et fiscales très souples mises en place à la suite de la crise du crédit à l'échelle mondiale en 2008... nous croyons que le consensus a fait monter l'inflation bien en avance du danger réel... nous estimons que les taux d'intérêts devraient demeurer faibles

Suite

compte tenu de la baisse du ratio d'endettement dans le système financier et de la situation fiscale négative à tous les niveaux de gouvernement. L'inflation devrait continuer à demeurer étonnamment basse. Observateur des marchés Canso, Avril 2010.

Anticonformistes impénitents

Il n'était pas populaire de prédire en 2010 que l'inflation et les taux d'intérêt allaient chuter. Ainsi va la vie d'un investisseur anticonformiste et nous voilà une fois de plus des anticonformistes impénitents. Le consensus des marchés financiers en 2019 s' imagine maintenant que l'inflation ne reviendra jamais et que les taux demeureront faibles pour toujours. Nous sommes en profond désaccord avec ceci. Il existe de plus en plus de risque que la montée de l'inflation et les taux obligataires défiera l'imaginaire du consensus et il est clair qu'il n'y est pas préparé. C'est ce qui crée des "secousses de marchés".

L'économie et les marchés financiers se trouvent en bien meilleure posture qu'en 2010, mais les politiques monétaires et fiscales sont sans doute beaucoup plus souples. Alors pourquoi les gens étaient-ils inquiets d'une hausse d'inflation et de taux en 2010 lorsque les données étaient faibles, mais ne s'en soucient pas maintenant que les données sont considérablement plus solides? Il s'agit d'un trait très humain appelé "*biais mnésique*". Les taux d'intérêt ultra faibles depuis 2011 ont créé une nouvelle réalité dans l'esprit des investisseurs. Alors que des obligations du Trésor à 4% étaient normales avant la crise du crédit et la Grande récession, le taux actuel de 2,5% apparaît excessivement élevé aux "experts" des marchés boursiers, à M. et Mme Tout-le-monde et spécialement au président Trump.

Blâmez le chaperon

Nous avons expliqué dans des éditions précédentes de l'Observateur des marchés que resserrer les politiques monétaires n'était jamais une décision populaire. L'ancien président de la Réserve, William McChesney, disait que la Réserve était "*le chaperon qui exige que le bol de punch soit retiré juste au moment où la fête commence*". Notre inquiétude des dernières années est que la Réserve, comme toute bureaucratie humaine, ne cherche qu'à éviter d'être blâmée pour avoir gâché la fête des marchés financiers et ne finisse par céder aux pressions politiques. Et de la pression, il y en a certainement, puisque le président Trump a poussé ses critiques de la Réserve à un nouveau niveau fort troublant.

Harcèlement présidentiel

Trump, qui qualifie les enquêtes envers son administration de "*harcèlement présidentiel*" injustifié, rend la pareille à la Réserve en traitant le directeur Powell de "*loco*" et de "*fou*" pour sembler "*aimer monter les taux d'intérêt*". Nous avons déjà dit que les attaques verbales et sur Twitter de Trump se sont avérées très efficaces et préviennent toute résistance républicaine à l'encontre des changements drastiques apportés à leur agenda économique, jadis conservateur. Ce n'est pas un hasard que Powell et ses collègues de la Réserve ont soudain mis fin aux hausses de taux en décembre, juste après avoir subi les attaques d'insultes acharnées de Trump. À la suite de sa récente rencontre, la Réserve a également annoncé qu'il n'y aurait pas d'autre hausse en 2019, ce qui a fait monter la bourse en flèche.

Notre opinion de la politique économique et monétaire de Trump est simple. Tel qu'indiqué dans notre récente Infolettre sur les obligations de sociétés, il souhaite voir la bourse monter et estime que si Obama avait "*zéro taux d'intérêt*" cela devrait aussi être son cas. En fait, plus la bourse monte et les taux d'intérêt diminuent, plus le président est heureux.

En furie de ne pas pouvoir congédier

Le problème de Trump est que, même s'il a rompu la tradition de ne pas critiquer la Réserve, il comprend qu'il ne peut pas simplement congédier Powell. Avec sa campagne d'insultes, il a réussi à intimider le conseil d'administration de la Réserve à mettre fin à leur "normalisation" des taux d'intérêt, mais Trump est frustré de ne pouvoir tout simplement dicter la conduite de la Réserve. Tel que le rapportait le Wall Street Journal, Trump comprend qu'il est "*pris*" avec Powell:

" Le président a fustigé la Réserve et son président Jerome Powell au cours de trois rencontres dans la dernière semaine seulement... Cette personne a ajouté que M. Trump lui a relaté une récente conversation téléphonique avec M. Powell. "J'imagine que je suis pris avec vous," aurait indiqué le président à M. Powell... Cette personne décrit l'avalanche de commentaires et de critiques spontanées de M. Trump

Suite

envers la Réserve comme dernier point d'une liste récurrente des "plus grands coups," que M. Trump aime bien soulever." Trump to Fed Chairman Powell: 'I Guess I'm Stuck with You', Wall Street Journal par Nick Timiraos et Alex Leary, 2 avril 2019. (Traduction)

Un prix Nobel de Trumponomie

Frustré envers la Réserve, Trump a maintenant entrepris d'y installer un conseil d'administration plus "loyal". La nomination de Steven Moore au conseil d'administration de la Réserve est un rappel brutal de ce que Trump désire obtenir. Mis à part le fait que Moore est incontestablement un partisan loyal et avoué de Trump, Moore a déjà dit qu'il estime que les taux d'intérêt devraient immédiatement être réduits et que la Réserve s'est gravement trompée en haussant les taux d'intérêt autant qu'ils l'ont fait:

"Moore, un ancien analyste de CNN et conseiller électoral de Trump, a indiqué au Times ce mardi qu'il était "vraiment en colère" à propos de la décision inexplicable de la Réserve de hausser les taux d'intérêt en décembre. "J'étais furieux - et Trump l'était également," a affirmé Moore." CNN Business, 27 mars. (Traduction)

Moore, un économiste "conservateur" auprès de la Fondation Heritage de droite, croyait auparavant que des politiques monétaires ultra souples causeraient de l'hyperinflation, du moins sous l'administration d'Obama. Lorsque l'économie était très faible et en-dessous de sa capacité à la suite de la Crise du crédit et de la Grande récession, Moore s'est publiquement rangé à l'encontre de l'assouplissement de la politique monétaire de la Réserve, déployée pour stimuler l'économie. De toute évidence, quelque chose a changé pour lui après qu'il ait agi à titre de conseiller économique de Trump, lors de la campagne électorale de 2016. Moore est maintenant un adepte des faibles taux d'intérêt et de stimulation économique et ce, même si l'économie est clairement plus forte que lors de la Grande récession. Ce pourrait être en raison d'un culte du héros, puisqu'il a déclaré publiquement que Trump devrait se voir décerner le prix Nobel d'économie.

L'esprit de Caïn

Non satisfait de la nomination de Moore au conseil de la Réserve, Trump a récemment annoncé son intention d'y nommer également Herman Cain. Ce dernier, un candidat républicain aux élections primaires, s'était incliné devant Mitt Romney. Cain n'est pas un économiste, mais il a siégé aux conseils de banques fédérales régionales de réserve et possède une solide expérience en affaires, donc ce n'est pas un si mauvais choix. Cain est membre de la faction de droite *Tea Party* du parti républicain, ce qui a clairement attiré l'attention du président. Le fait de nommer deux conservateurs partisans de Trump à la Réserve est un signe évident du mécontentement de Trump en regard de la politique actuelle de la Réserve.

Propulsion vers le paradis Trumponomique

S'il subsistait des doutes à l'égard de ce que Trump s'attend de la Réserve, celui-ci les a très élégamment dissipés vendredi soir dernier après la clôture des marchés. Tel que le rapportait le Bloomberg News "*Le président Trump a réclamé que la Réserve ouvre les vannes monétaires pour transformer la plus grande économie au monde en une véritable fusée*". Oui vous avez bien lu. Il ne s'agit pas d'excès journalistique, ni de "fausses nouvelles". Ses mots exacts étaient les suivants:

"Je pense personnellement que la Réserve devrait réduire les taux. Je crois qu'ils nous ont réellement ralenti. Il n'y a aucune inflation. Je dirais en terme de resserrement quantitatif que ce devrait en fait être de l'assouplissement quantitatif, a-t-il indiqué aux journalistes alors qu'il quittait la Maison Blanche vendredi. "Vous devriez voir une fusée..." Trump Urges Fed to Open Up Monetary Floodgates to Juice Economy, Bloomberg News, par Margaret Talev, Craig Torres et Liz McCormick, 5 avril 2019. (Traduction)

Malgré les craintes des marchés, selon les données relatives au taux de chômage, l'économie américaine est loin d'être faible. L'article du Bloomberg News soulevait de plus que les "*demandes d'assistance de Trump envers la Réserve*" s'inscrivent dans la foulée d'excellents rapports sur l'emploi illustrant le taux de chômage à un plancher jamais vu depuis 49 ans. La requête de Trump "*d'ouvrir les vannes monétaires pour transformer la plus grande économie au monde en une véritable fusée*" comme l'indique Bloomberg News, va à l'encontre de la prudence financière que les républicains favorisent depuis plusieurs années.

Suite

Que le Tea Party continue

Tout comme Moore, les républicains, auparavant pudibonds financièrement, étaient carrément opposés à l'assouplissement des politiques monétaires par la Réserve du temps de Bernanke, lors de la Crise du crédit, craignant une hyperinflation qui ne s'est finalement jamais produite. Le contrôle des républicains sur le Congrès a par ailleurs sévèrement limité les politiques fiscales de l'administration d'Obama, en vue de contrer la Grande récession. La faction de droite *Tea Party* du parti républicain, dont fait partie Herman Cain, a été fondée en 2009 justement pour contrer la Crise du crédit et l'intervention gouvernementale. L'agenda du *Tea Party* qui visait notamment à instaurer un gouvernement de taille réduite et à équilibrer le budget fédéral, s'écarte maintenant considérablement de celui de l'administration Trump, avec ses dépenses massives, ses déficits et les réclamations d'une plateforme de lancement par Trump lui-même pour sa "fusée" économique.

Bravo Kudlow!

Il apparaît approprié que Larry Kudlow ait quitté ses fonctions de meneur de claques des marchés auprès de CNBC pour devenir le meneur de claques économique en chef du président Trump, à titre de président du Conseil économique national. Fait ironique: Kudlow était membre du groupe anarchique socialiste "Étudiants pour une Société Démocratique" durant ses études universitaires. Maintenant, au lieu de lui "coller un gifle", il travaille maintenant pour "l'Homme". Kudlow doit vraiment apprécier les bombes verbales de Trump et l'anarchie qui s'ensuit à la Réserve fédérale.

Ce qui est certain, c'est que Kudlow gagne son pain. Dimanche dernier, il a fait le tour des émissions politiques télévisées, répétant sans broncher que Trump ne tente pas d'interférer avec l'indépendance de la Réserve, ce qui est pourtant l'évidence pour tous. Lors de l'émission *State of the Union* sur CNN, Kudlow a soutenu que Trump "avait tout-à-fait le droit de nommer des personnes ayant un point de vue différent au Conseil d'administration de la Réserve fédérale". L'euphémisme de l'année, si ce n'est du siècle, à notre avis. Bravo Kudlow! Une propagande de base, si vous allez dire un mensonge, dites une énormité et tout le monde vous croira!

Réponses détraquées

Vous vous demandez peut-être quelle est la réaction des marchés financiers aux demandes sans précédent de Trump d'ouvrir les vannes monétaires. Excès de complaisance et triste absence d'inquiétudes sur les marchés financiers. Ces derniers veulent monter et continuer la fête. Le marché obligataire en particulier semble vouloir à tout prix que les taux chutent. Or, cela nous apparaît plutôt détraqué. Les bonnes nouvelles économiques, sans parler de l'économie en "fusée", de Trump, causeraient normalement certaines craintes d'inflation et une hausse des taux obligataires, mais c'est l'inverse qui s'est produit après la publication du rapport positif sur l'emploi le 5 avril dernier, lorsque les taux ont chuté. Les taux n'ont même pas monté plus tard dans la journée, lorsque Trump a lancé sa rhétorique de fusée. Les gestionnaires obligataires veulent des taux plus faibles et on dirait bien qu'ils les obtiendront:

"(Bloomberg) -- À la suite du dernier rapport sur l'emploi aux États-Unis, le marché obligataire demeure confiant que la Réserve fédérale réduira probablement les taux. Or, les négociants sont perplexes devant la suggestion de Trump que les décideurs devraient restaurer l'assouplissement quantitatif... Les négociants évaluent à 70% la probabilité que la Réserve effectue une diminution d'un quart de point 2019 et ce, même si un rapport vendredi démontrait que le taux de recrutement aux États-Unis en mars avait dépassé les attentes des analystes. Ceci ne signifie pas que les marchés perçoivent l'économie comme étant suffisamment faible pour justifier, moins de deux heures après, la demande de Trump envers la Réserve d'ouvrir les vannes monétaires." Bond Traders Betting on Rate Cut Scratch Heads on Trump QE View, Bloomberg, 5 avril 2019. (Traduction)

Weimar et Moore

La Réserve n'est pas la seule à céder sous les pressions politiques. La Banque centrale européenne vient de répondre aux craintes d'un affaiblissement des économies en Europe et des dommages économiques imminents qui seront causés par le Brexit si et quand "perfide Albion", comme était jadis désignée la Grande Bretagne, se décide à quitter définitivement l'Union européenne. La BCE a rétabli les politiques d'assouplissement quantitatif que Trump souhaite désespérément voir relancées. À notre avis, il est plutôt ironique que la BCE elle-même ait été fondée sur les principes de "rigueur budgétaire" de la Bundesbank allemande. Les Allemands avaient vécu l'hyperinflation de la République de Weimar durant les années 1920, soit l'inflation extraordinaire que Steven Moore avait utilisée pour soulever des craintes. Le mot d'ordre était de s'assurer que la BCE ne céderait pas sous les pressions politiques à l'égard des politiques monétaires pour éviter des résultats désastreux semblables, avant de passer à leur bien-aimée Deutschemark et d'adopter l'Euro. Les Allemands s'objectaient particulièrement à la "monétisation de la dette gouvernementale" quand la Banque centrale

Suite

achetait des obligations. Or, ce concept semble vaguement pittoresque à l'heure actuelle, puisque la BCE a acheté suffisamment d'obligations pour enfoncer les taux en territoire négatif.

Aux sommets des PTIZ et PTIN

Nous vous l'avons souvent répété, l'abondance d'argent est plus populaire que l'inverse auprès des apparatchiks financiers. À l'instar du président Trump, les banquiers économistes, stratégestes en investissement et une presse financière très complaisante sont tous extrêmement enthousiastes à l'idée d'une abondance d'argent et applaudissent les hausses des marchés. Actuellement, ceci se traduit sous les acronymes de "politique de taux d'intérêt à zéro" (PTIZ) et de "politique de taux d'intérêt négatifs" (PTIN). L'enthousiasme des visionnaires des marchés face à une abondance de liquidités découle de leur propension à vouloir soulever les marchés boursiers et les titres d'emprunt vers de nouveaux sommets. Ce n'est pas par coïncidence que le marché boursier a monté en flèche depuis que la Réserve a brandi son drapeau de capitulation, face aux bordées d'insultes de Trump.

Le gigantesque besoin de rendement

L'un des dictons éprouvés de Canso est que si vous rendez le capital trop abordable, les gens le gaspilleront en placements spéculatifs. En faisant la lecture d'un document de "recherches en matière de crédit" des analystes de l'Institut européen de recherche sur le crédit à la Bank of America Merrill Lynch ("BAML"), nous nous disions récemment qu'il n'y a rien de différent cette fois-ci. Ce document nous a fait penser à un article du Wall Street Journal, publié en janvier 2007 intitulé "Les investisseurs descendent les rapides liquides". En résumé, cet article faisait état d'une telle abondance de liquidité en circulation, que tout allait augmenter de valeur et qu'il devenait difficile de voir ce qui pourrait mettre fin à ce phénomène. Nos commentaires à l'époque étaient qu'il n'était pas difficile du tout de voir ce qui allait faire cesser tout cela, en suggérant que ce serait les prêts hypothécaires à haut risque et les produits titrisés. Malheureusement, la Crise du crédit nous a donné raison. Or, les analystes de la BAML en 2019 arrivent à une conclusion similaire à celles des auteurs de l'article de 2007 de WSJ:

"Il est difficile de nier l'évidence qu'il existe un besoin gigantesque de rendement à travers le marché obligataire, puisque les banques centrales se sont placées elles-mêmes dans une situation de conciliation... Turbo-charger la demande pour les titres d'emprunt européens crée un essor d'actifs à taux négatifs ... Le phénomène de taux négatifs commence également à s'étendre aux marchés des obligations de sociétés... Tout ceci mènera éventuellement au retour de bêta-compressions, soutenant les rendements des sous-banques et tant des titres hybrides qu'à notation inférieures à B. Inversement, surveillez le risque que les sociétés émettront des titres d'emprunt négatifs pour plaire aux actionnaires: ceux qui auront manqué l'opportunité d'acquérir du levier lors de l'AQ saisiront maintenant leur deuxième chance de le faire." (Traduction)

En d'autres mots, ils sont vraiment heureux que la BCE achète des obligations et fasse diminuer les taux à des niveaux négatifs. Ils sont particulièrement heureux que les investisseurs se précipitent également pour acheter le tout, surtout les obligations de sociétés qui versent des commissions sur lesquelles leurs bonis dépendent. Encore mieux, oubliez de dire aux gens qu'ils achètent de la pure ordure, le terme "beta-compression" (les actifs à risque contiennent du beta) suggère d'acheter de la pure ordure, ce qui verse probablement de toute manière des commissions plus élevées. Le seul risque qu'ils entrevoient est que les sociétés ont une seconde chance d'émettre une abondance de "titres d'emprunt négatifs".

Pouah!! TITRES D'EMPRUNT NÉGATIFS!!!

Dès le début de l'AQ en Europe et des taux d'intérêt négatifs, nous avons indiqué que c'était de la pure stupidité. Voyons voir, les gens vous paieront pour émettre un titre de créance. Je me demande, devrais-je acheter une maison, ne pas payer de loyer et laisser une banque me payer des intérêts sur l'hypothèque que j'emprunte? Ouai, il manquera sûrement de gens prêts à être payés pour s'endetter.

Ce qui se produit réellement ici, c'est que la législation bancaire actuelle oblige les banques à détenir des actifs liquides de qualité supérieure qu'ils pourront vendre rapidement en cas de crise financière. Puisque la BCE achète toutes les obligations gouvernementales et de sociétés qu'elle peut trouver, les banques doivent payer des prix si élevés que le rendement à l'échéance devient négatif (par exemple, la banque doit payer 101\$ pour une obligation venant à échéance à 100\$ dans un an, laissant ainsi 1% de son argent sur la table).

Suite

Le manoir Canso

Oui les stratégestes en investissement et autres mordus d'économie sont tous excités du second tour de cette nouvelle mode financière plutôt sympa de "taux négatifs". Malheureusement, notre prédiction est que, comme toute autre mode, *Chatouille-moi Elmo*, *Tamagotchi* et *Pokémon Go*, l'enthousiasme s'éteindra prochainement. Si nous sommes dans l'erreur, vous nous trouverez au Manoir Canso sur notre île privée dans les Caraïbes. Nous aurons farci une émission de 1 billions d'euros à -2% dans les mains d'acheteurs consentants et vivrons la grande vie avec notre joli 200\$ millions d'euros de revenus. Pourquoi gérer de l'argent et se faire critiquer de ne pas détenir d'obligations à taux négatifs, quand nous pourrions les émettre et vivre une vie de luxe? Malheureusement, à notre avis, il s'avère plus probable que nous allons rester ici et continuer à gérer de l'argent.

Interruptions répétitives

Nous étions vraiment impressionnés lorsqu'en recherchant les termes "Wall Street Journal" et "Rapides liquides" sur Google, nous avons été dirigés vers notre propre Observateur des marchés de janvier 2007. Puisque nous apprécions notre propre prose, nous avons doucement caressé le texte du regard et avons été plutôt étonnés de lire:

"Le président de la Réserve fédérale Ben Bernanke a déclaré une interruption des hausses du taux directeur en juin, pour attendre un ralentissement économique. Les marchés financiers ont interprété ceci comme signal clair de ce cycle monétaire et ont commencé à anticiper une chute des taux d'intérêt, ce qui a entraîné une forte remontée des marchés boursiers et obligataires, auparavant défailants, au cours des 6 derniers mois de 2006" [Observateur des marchés Canso](#), Janvier 2007.

Qui a dit que l'histoire ne se répète pas? Voyons voir, un nouveau président de la Réserve qui "interrompt" ses hausses d'intérêt, faisant ainsi monter fortement les marchés boursiers et obligataires? Ça vous semble familier? Au cours du premier trimestre de 2019, les actions ont monté en flèche et les écarts de crédit se sont resserrés en raison de la décision du président de la Réserve "d'interrompre" l'augmentation des taux d'intérêt.

Trump a bien raison

Chez Canso, nous croyons que Trump a bien raison. Il devrait probablement obtenir le prix Nobel de psychologie des marchés, puisqu'il comprend qu'ouvrir "*les vannes monétaires pour faire d'une fusée la plus grande économie au monde*" excitera les marchés. Les investisseurs ne s'inquiètent pas de la force économique ou de la direction éventuelle des taux d'intérêt. Ils craignent davantage et par-dessus tout de manquer le bateau. Comme le décrit si bien le Wall Street Journal:

"Alors que la remontée de 2019 se poursuit, les investisseurs injectent davantage d'argent dans les actions américaines, un changement qui, selon certains analystes, fera en sorte de faire monter les actions davantage malgré la remontée récente des obligations gouvernementales et un ralentissement attendu de la croissance économique... l'annonce de l'interruption des hausses de taux d'intérêt par la Réserve fédérale a propulsé le S&P 500 vers son meilleur trimestre depuis septembre 2009... les investisseurs expriment leur inquiétude de manquer des gains ... "Les gens sont réellement agressifs à l'heure actuelle," a indiqué Benjamin Lau, directeur des investissements chez Apriem Advisors. "Les clients ne veulent pas manquer la montée des marchés...Il est difficile de gérer leurs attentes." 'Fear of Missing Out' Pushes Investors Toward Stocks, [Wall Street Journal](#), 31 mars 2019. (Traduction)

Dans une mauvaise relation

Les marchés financiers sont emprisonnés dans une mauvaise relation avec leur vilain garçon de président. Les marchés adorent les agissements de Trump, bien qu'ils sachent qu'au final, les choses se termineront mal. La situation est loin d'être normale. L'idée même d'une banque centrale "indépendante" était de l'isoler contre les politiciens centrés sur leurs propres intérêts qui tenteraient d'utiliser les politiques monétaires pour se forger du capital politique. Nous avons maintenant le président Trump qui, de toute évidence, intimide la Réserve et tente de la remplir de "loyalistes". On ne peut le blâmer, puisque ça fonctionne pour lui et il ne se soucie guère de ce qu'il adviendra lorsqu'il quittera ses fonctions. Comme dans toute mauvaise relation, l'excitation et le piquant s'estomperont et la colère et la déception apparaîtront. À l'heure actuelle, le marché obligataire ne se soucie pas de l'inflation, mais bientôt ce sera tout ce qui occupera ses pensées.

Suite

L'univers parallèle de l'inflation

Y a-t-il de l'inflation? Cela semble plutôt pertinent à toute discussion en matière de politique monétaire, puisque le contrôle de l'inflation constitue un objectif majeur. Nous venons de lire sur Bloomberg que, dans sa tirade en faveur d'un assouplissement quantitatif pour alimenter sa "fusée" économique, le président Trump a annoncé aux journalistes de la Maison Blanche qu'il "n'y a pas d'inflation". Nous avons écouté une entrevue récente sur CNN avec Steven Moore qui affirme également catégoriquement qu'il "n'y a pas d'inflation". La vérité, qui se fait rare à Washington ces derniers temps, est que l'indice des prix à la consommation du mois de mars était en hausse de 0,4% pour le mois et de 1,9% année-après-année.

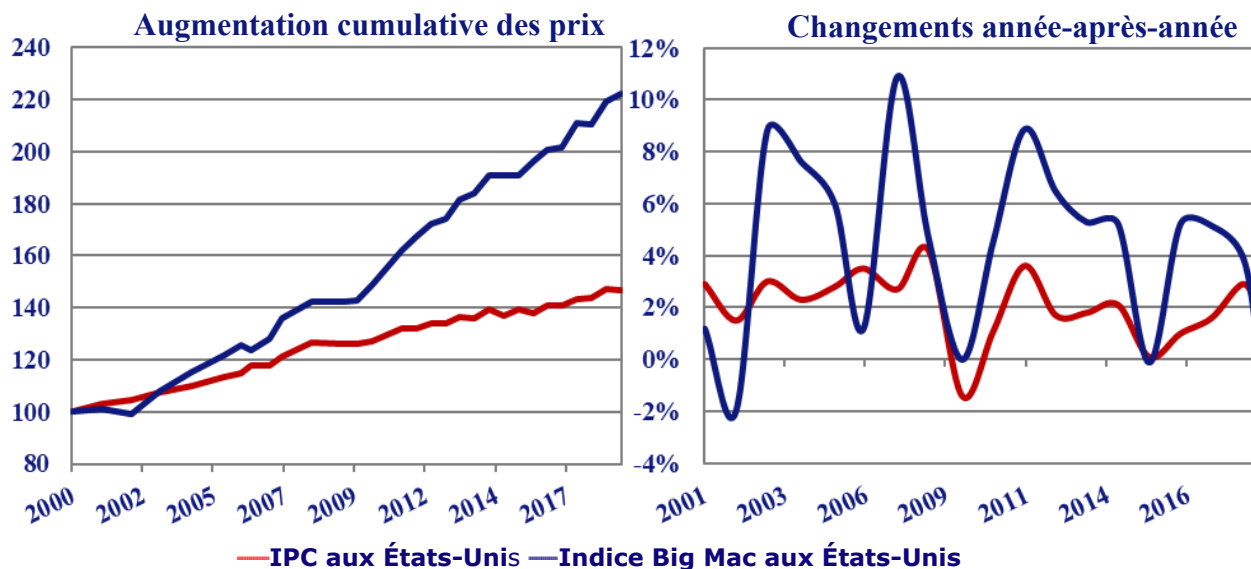
Alors pourquoi Trump et Moore insistent-ils qu'il n'existe aucune inflation dans leur univers parallèle? Le fait qu'il y ait de l'inflation en réalité est une "vérité quelque peu malcommode" pour ceux qui veulent des taux d'intérêt plus faibles. Pourquoi ne pas être plus que sélectif dans vos chiffres ou même utiliser des "faits alternatifs", comme la Maison Blanche les appelle. Il semble que Trump et Moore ont inventé leurs propres théories d'inflation et se sont arrêtés à une définition très restreinte des prix des denrées de base pour appuyer leurs affirmations farfelues qu'il n'y a "pas d'inflation". Catherine Rampell du Washington Post a examiné les affirmations de Moore à propos de l'inflation et rédigé une opinion expliquant pourquoi Moore a été nommé à la Réserve:

"Le président Trump aurait supposément choisi Stephen Moore pour combler l'un des postes vacants au conseil de la Réserve fédérale après avoir lu un éditorial de Moore dans le Wall Street Journal attaquant la Réserve. L'article, avec Louis Woodhill comme coauteur, présentait deux allégations: (1) nous sommes en période de déflation et (2) la manière de régler la situation est de suivre une règle adoptée par Paul Volcker dans les années 1980. Petit problème cependant: ces deux allégations sont carrément fausses. Il n'y a pas de déflation et Volcker n'a jamais créé la "règle" imaginaire que Moore lui attribue. Je le sais, puisque je lui ai directement demandé — comme Moore m'avait lui-même suggéré de faire."

Où est le boeuf??

"Inventer des sottises" semble être maintenant la manière de procéder de l'administration Trump, donc le comportement et l'idéologie de Moore s'avèrent juste pour son patron et pour son rôle. Pour notre part, nous préférons tenir compte des "faits réels", bien que nos collègues gestionnaires de portefeuilles obligataires semblent préférer la réalité alternative qui leur est présentée à propos de l'inflation. Nous examinons le monde réel pour confirmer si le consommateur américain moyen vit de l'inflation ou non. Or, la revue *Economist* a publié son Indice d'inflation du Big Mac, enregistrant le prix du Big Mac des restaurants McDonald à travers le monde. Comme le disait la vieille dame de l'annonce de Wendy's: "Où est le boeuf"!! Vous trouverez ci-dessous notre illustration des graphiques cumulatifs de l'IPC et de l'Indice du Big Mac aux États-Unis, de même que les changements année-après-année depuis 2000.

Indice Big Mac et IPC aux États-Unis



Source: Bloomberg Finance L.P.

Suite

Nous vous laissons le soin de juger s'il existe de l'inflation. En commençant à une base de 100 en 2000, l'IPC a augmenté jusqu'au niveau actuel de 147, soit un taux de croissance composé de 2,1%. L'indice Big Mac, en partant à 100 en 200 est maintenant à 222, correspondant à un taux de croissance de 4,4% au cours de la même période. Les chiffres année-après-année (AAA) sont également fort intéressants. Vous constaterez que la tendance de l'IPC a été en dents de scie, mais n'est pas demeurée négative très longtemps. L'indice Big Mac a suivi le mouvements AAA de l'IPC, mais à des niveaux plus élevés.

Contrevenir à l'orthodoxie

L'orthodoxie économique a changé au cours des années. Or, l'avantage majeur de l'âge est une plus grande expérience et, avec espoir, de la sagesse. Les points tournants sont très difficiles à prédire et le plus souvent, ne sont constatés qu'après une certaine période, donc nous n'allons même pas tenter de le faire. Nous nous contenterons plutôt de vous exposer nos constatations des derniers 40 ans de politiques monétaires et fiscales, en accompagnant le tout de nos commentaires et en espérant vous procurer une perspective qui semble manquer cruellement aux économistes à l'heure actuelle.

La période classique

Avant le krach boursier de 1929 et la Grande Dépression, l'orthodoxie économique était "classique" et le rôle des banques centrales était de procurer des liquidités aux banques commerciales en temps de crise financière. Tout le monde croyait que les gouvernements devaient maintenir un équilibre budgétaire et ne procurer que les services essentiels. Les gouvernements étaient financés par les taxes de vente, les taxes foncières et les redevances. L'impôt n'était qu'une mesure temporaire pour financer les guerres.

Adoption des théories de Keynes

À la suite d'une sévère Grande Dépression ayant entraîné d'énormes coûts sociaux et un taux de chômage de plus de 30%, on a jugé que la théorie économique classique avait empiré les choses. Les théories économiques de John Maynard Keynes ont alors émergé. Ces dernières soutenaient que les gouvernements devaient intervenir avec un déficit budgétaire, lorsque le secteur privé ne pouvait le faire.

Les gouvernements d'après-guerre et les banques centrales ont adopté ces politiques "Keyniennes". Quiconque ayant assisté à un cours d'économie 101 a entendu que les banques centrales stabilisent l'économie en diminuant les taux d'intérêt pour encourager les emprunts et les dépenses. Les gouvernements feraient leur part en dépensant sur de projets de travaux publics et en encourageant des déficits lors de récessions, financés avec la dette et payées avec les taxes.

Le problème est que les politiciens ont toujours aimé dépenser. Ils oublient aisément que Keynes recommandait d'encourir des déficits lors de récessions, mais d'augmenter les taxes et de créer des surplus lors d'économies plus fortes pour ralentir le tout. Ils se sont donc trouvés constamment en situation déficitaire. En outre, les banques centrales leur ont procuré de l'argent facile, même lorsque l'économie était forte.

La règle de Volcker

Il en a résulté l'inflation galopante des années 1970 qui n'allaient jamais se terminer selon la croyance populaire. Le président de la Réserve de l'époque, Paul Volcker, avait alors augmenté les taux d'intérêt au-dessus de 20% et finalement démolit l'inflation. L'orthodoxie économique est alors devenue le "monétarisme", soutenant que le fait d'altérer l'approvisionnement en argent ne pouvait pas réellement modifier l'économie et que le seul travail de la banque centrale était de conserver une croissance stable d'approvisionnement en argent et ce, peu importe les fluctuations économiques. Les choses allaient se "régler d'elles-mêmes" et atténuer les "erreurs politiques" ayant causé ces hauts et ces bas. Les banques centrales ont adopté le principe de "cible d'inflation", en fixant leur objectif entre 1% et 3%.

Le maestro des bulles

Puis est arrivé Alan Greenspan, le "Maestro", qui s'est fait le sauveur des marchés financiers. Une de ses citations célèbres est qu'il ne pouvait pas prévenir les bulles, mais simplement les nettoyer. Or, ses bulles sont devenues de plus en plus grosses, à mesure que les marchés ont compris ce qui se produisait, jusqu'à ce que la Crise du crédit survienne, ce qui a donné lieu à la Grande récession. Depuis 2008, nous sommes donc revenus aux principes Keynésiens d'encourir des déficits gouvernementaux et ce, jusqu'à ce jour.

Suite

L'école du rock en économie

Qu'en est-il de l'idée de Trump d'une politique monétaire en "fusée" pour favoriser les marchés boursiers et l'économie? Eh bien, nous ne connaissons aucune école de pensée économique suggérant d'utiliser des politiques monétaires souples pour propulser une économie déjà forte vers l'orbite. Tout ce que nous pouvons dire qu'on peut oublier toute politique monétaire prudente et indépendante aux États-Unis.

Pas d'inquiétude d'inflation mon pote

Qu'advient-il de l'inflation et des taux obligataires? Il est clair que la politique monétaire très souple et la monétisation de la dette gouvernementale n'a pas causé de niveaux élevés d'inflation après la Crise du crédit et nous a sortis de la Grande récession. À l'instar de Steven Moore, plus personne ne se soucie de l'inflation.

51 millions de raisons de s'inquiéter

Nous sommes inquiets, puisqu'il est également clair historiquement que l'expansion monétaire débridée se traduit en hyperinflation. Il n'y a pas si longtemps, nous avons transmis à nos clients un vrai billet d'un billion de dollars zimbabwéens, qui n'était même pas suffisant pour acheter une miche de pain avant que le régime Mugabe ne suspende l'impression de l'argent. Alors, qu'arrive-t-il lorsque les politiciens prennent le contrôle des politiques monétaires? La situation actuelle au Venezuela, avec un gouvernement socialiste corrompu et inefficace ruinant leur économie nous vient à l'esprit. Dans le cas du Venezuela, l'inflation vient d'atteindre 51 millions pourcent, rendant la devise sans valeur.

Les intimidateurs ajoutent de l'alcool au bol de punch

Nous nous inquiétons qu'à part nous, personne ne semble s'en faire à propos du changement vers des politiques monétaire dictées par les politiciens, mais encore là, cela semble être notre sort dans la vie.

Nous l'avons souvent répété, nous avons tendance à nous inquiéter de choses que la plupart des gens tiennent pour acquis. La pression politique sur la Réserve fédérale est probablement la plus forte de toute son histoire. Après les derniers simagrées de Trump pour que la Réserve exécute ses volontés économiques, voici une mise-à-jour de l'analogie du "bol de punch" de la Réserve:

"La Réserve est actuellement comme le chaperon qui essaie de retirer le bol de punch juste au moment où la fête dégénère en une foule d'ivrognes. Un groupe d'intimidateurs criant et hurlant des insultes entourent le chaperon qui se fige alors de terreur. Les intimidateurs en profitent donc pour l'empêcher de se rendre au bol de punch, puis ils lui ordonnent d'ajouter encore plus d'alcool à leur concoction. La fête dérape et se termine quand les invités ivres saccagent les meubles et s'emparent de tout ce qu'ils peuvent."

Qu'est-ce qui attend les marchés?

Qu'est-ce qui attend les marchés? Il ne devrait pas y avoir d'hyperinflation imminente ou même à une inflation élevée aux États-Unis. Le problème est qu'en raison des taux actuellement tellement faibles, même un taux d'inflation de 3-4% secourrait les marchés. Nous ne nous attendons pas à un resserrement des politiques monétaires de sitôt, compte tenu des "interventions" de M. Trump. Les obligations devraient cependant commencer à reconnaître le potentiel de hausse d'inflation à venir et cela se reflétera en une accentuation de la courbe de rendement, lorsque les investisseurs exigeront plus de rendement pour les obligations à plus long terme afin de compenser l'augmentation de leur risque d'inflation. Tel qu'indiqué dans notre récente infolettre sur les obligations de sociétés, une courbe de rendement accentuée est un indice potentiel d'un renforcement économique à venir.

Le marché boursier continuera probablement sa lancée haussière, compte tenu de son alimentation monétaire enrichie par une Réserve obéissante envers le président Trump. Par ailleurs, les écarts de crédit devrait se resserrer à mesure que l'enthousiasme des investisseurs augmente.

Comme à notre habitude, nous quitterons cette fête tôt, au moment où les choses commenceront à dérapier, pour retourner à la maison vers de la qualité supérieure. Les titres de qualité inférieure comportent trop de risques et trop peu de bénéfices à notre goût à l'heure actuelle.

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

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.