



L'année 2019 s'est avérée en soi une étude des espoirs et des rêves humains dans le marché des investissements.

Loin d'une évaluation froide des marchés à l'aide de l'intelligence artificielle, le sentiment des investisseurs a oscillé entre l'exaltation et la volonté de faire de l'argent et les craintes de guerres commerciales et de fléchissements des affaires, reflétant parfois les deux à la fois.

Que du vent

Comme nous l'avons souligné dans des éditions antérieures de L'Observateur des marchés, quelque chose ne nous semblait pas logique. Les cours boursiers se sont redressés et les écarts de crédit se sont resserrés en cours d'année sous l'effet de l'effervescence généralisée des investisseurs en période de prospérité économique, et tout prête à penser que la situation se poursuivra. L'article du Wall Street Journal ci-dessous, à la clôture du marché le 31 décembre 2019, dit tout!



« Partout dans le monde, les actions ont connu l'une de leurs meilleures années de la dernière décennie, déifiant les craintes des gestionnaires de fonds qui avaient commencé 2019 dans l'inquiétude que la bataille commerciale entre les États-Unis et la Chine ralentisse la croissance ou renverse le marché haussier... Pendant cette année, le Nasdaq a augmenté de 35 %, l'indice S&P a gagné 29 % et le Dow a bouclé son année en hausse de 22 %. »

[The Bull Market Is Charging Into 2020; par Akane Otani;WSJ.com;](#)

[31 décembre 2019.](#)

Le Nasdaq a augmenté de 35 %, l'indice S&P de 29 % et le Dow de 22 %?? Voilà qui est assez spectaculaire pour les marchés que les investisseurs avaient effectivement rayés des livres pour 2019 et peut-être pour toujours au début de l'année. Comme l'explique le WSJ dans son article, les investisseurs étaient obsédés par la perspective d'une désinflation, d'une déflation, d'une récession et même d'une crise :

« Il y a tout juste 12 mois, l'humeur était beaucoup plus sombre. L'économie mondiale s'affaiblissait; les actions, les obligations et les produits de base chutaient en parallèle; et les gestionnaires de fonds craignaient que les hausses des taux d'intérêt de la Réserve fédérale ne transforment un ralentissement économique en une récession prolongée. »

Les marchés haussiers franchissent habituellement un mur d'inquiétudes et surprennent les investisseurs qui succombent aux appréhensions et refusent de se joindre à la mêlée. La situation n'a pas été différente cette fois, malgré toutes les technologies coûteuses dont disposent les investisseurs. Comme nous vous l'avons répété à maintes reprises dans le passé, les investisseurs ne sont pas seulement sujets à des biais psychologiques, ils sont littéralement drogués par la chimie de leur corps qui les propulse dans des états euphoriques d'intrépidité, comme ce fut le cas en 2019, ou dans des états dépressifs au beau milieu d'un marché baissier. Pour nos nouveaux lecteurs, nous parlons ici du travail de John Coates, professeur à l'Université Cambridge, sur la physiologie humaine de la cupidité et de la peur à l'égard du marché.

De la pire des époques à la meilleure des époques

Il est toujours intéressant de savoir d'où l'on part. Nous avons donc examiné notre propre Observateur des marchés de janvier 2019. Les marchés étaient déprimés. La Fed était en train de normaliser les taux d'intérêt après les avoir menés à zéro en 2009 à la suite de la crise du crédit et de la Grande récession. Rien de drastique, en terme de resserrement monétaire. La Fed n'avait augmenté son taux qu'à neuf reprises de 0,25 % à 2,25 %.

Personne n'était optimiste et les perspectives semblaient peu reluisantes. Notre thème de janvier 2019 était Charles Dickens *« C'était la meilleure des époques, c'était la pire des époques »*, pour décrire l'année d'investissement 2018. Les marchés boursiers avaient atteint des niveaux record en septembre 2018, le tout pour simplement se résorber à la fin de l'année. Les actions ont chuté de 9 % en décembre 2018, le pire mois de décembre jamais enregistré depuis la triste année de dépression de 1931!

Ainsi, il y a seulement un an, les investisseurs étaient sous l'emprise d'une psychologie et d'une physiologie très négatives. Aujourd'hui, les marchés ont atteint de nouveaux sommets et les investisseurs ne semblent pas s'en inquiéter. Qu'est-ce qui a changé?

S'envoler sur les ailes de la testostérone

Il n'est pas rare d'observer une résurgence des marchés depuis l'abysse. Les vendeurs pris de panique vendent au prix de l'offre et l'écart entre l'offre et la demande augmente à mesure que les acheteurs se retirent du marché. Une fois sortis de l'abysse du désespoir, les prix ont tendance à rebondir en force. Les vendeurs contraints ont disparu et d'autres vendeurs potentiels patientent pour obtenir des prix plus élevés, de sorte que l'illiquidité entraîne une hausse des prix. Cette puissante poussée à la hausse emporte les acheteurs qui veulent en profiter.

Comme l'a constaté Coates dans ses recherches, la réussite financière injecte de la testostérone dans les corps des investisseurs. La prudence est jetée par-dessus-bord et les investisseurs adoptent des comportements de plus en plus risqués. Quiconque s'est frotté aux marchés financiers pendant un certain nombre d'années a vu de ses collègues succomber à des comportements imprudents alors qu'ils faisaient beaucoup d'argent. Un succès financier considérable crée un sentiment d'invulnérabilité qui pousse à des paris de plus en plus risqués et exerce une pression haussière accrue sur les marchés.

Éviter le déraillement du train Trump

La décision de la Fed de réduire les taux d'intérêt a été le catalyseur du sentiment d'euphorie à l'égard des marchés. Il n'y avait vraiment aucune justification légitime à celui-ci, peut-être seulement une vague impression que les marchés avaient besoin de plus d'« instinct animal » ou d'un espoir qu'une légère réduction des taux d'intérêt réussirait à tenir le président Trump à l'écart de la Fed.

Le twitteur en chef n'avait que de mauvais mots pour la Fed à chaque revirement à la fin de 2018 et il était clair que tout n'allait pas pour le mieux dans les marchés. La compréhension du président Trump de l'économie semble se limiter à « une bourse en hausse est une bonne économie » et Trump mise désespérément sur une bourse en hausse pour se faire réélire. Peut-être que Jerome Powell et ses collègues voulaient simplement se tenir à l'écart du train Trump avant l'année électorale 2020.

La Fed ne pouvait évidemment pas admettre avoir cédé à la pression politique, mais elle a baissé les taux à trois reprises de 0,25 % depuis juillet 2019. Le marché avait réagi bien avant le véritable mouvement, hypnotisé par la rhétorique de Trump voulant que Powell cède aux pressions.

Arrimés à la dette nous serons

Pour nous, la leçon intéressante à retenir est que la dette massive créée par la politique des taux d'intérêt artificiellement faibles des banques centrales mondiales ne peut résister ne serait-ce qu'à une légère augmentation des taux d'intérêt. L'augmentation de 0 % à 2,25 % des fonds de la Fed a provoqué un chaos sur les marchés financiers et a obligé Powell à rebrousser chemin rapidement et à offrir une certaine « assurance de baisse de taux ».

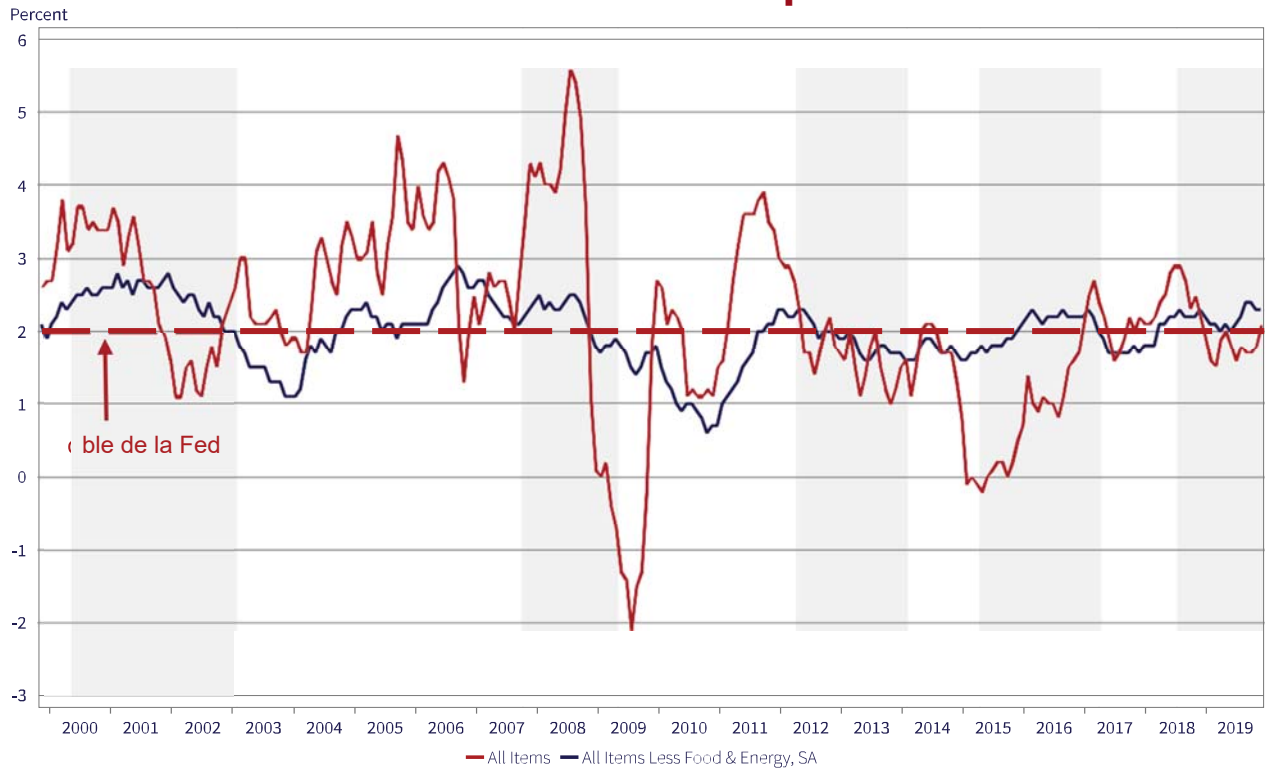
La réaction des marchés boursiers et obligataires à la baisse des taux d'intérêt de Powell a également été impressionnante. Une baisse de 0,75 % des taux des fonds fédéraux a fait passer les marchés de la déprime en janvier 2019 à l'euphorie en janvier 2020. Ce n'est pas tant l'allègement du fardeau réel des taux d'intérêt pour les entreprises et les consommateurs qui a amélioré la situation; c'est le message que la tentative de « normaliser » les taux d'intérêt « normalisateurs » a été trop douloureuse pour la Fed. Il s'agirait d'une course à la croissance économique à n'importe quel prix, même si les objectifs d'inflation étaient dépassés en cours de route.

Nous avons souligné dans notre Observateur des marchés de janvier 2019 que le marché avait changé d'optique et que le rendement des obligations ignorait d'autres augmentations de taux par la Fed. Le rendement des obligations du Trésor de 10 ans avait atteint un sommet de 3,2 % en novembre 2018 et avait chuté à 2,7 % en janvier 2019. À l'époque, le marché n'avait reflété aucune autre hausse de taux d'intérêt et personne ne prévoyait que les rendements chuteraient. Ce qu'ils ont fait avec vengeance! Le rendement sur 10 ans a chuté en août 2019 pour atteindre un creux de 1,5 % et l'obligation du Trésor de 30 ans a chuté sous les 2 % pour la première fois de son histoire. Tout cela s'est produit alors que l'inflation est restée autour de la cible de 2 % de la Fed.

Déni d'inflation

Les investisseurs ne s'attendent certainement pas une baisse significative de l'inflation. Comme le montre le graphique à la page suivante, l'IPC des États-Unis était de 2,2 % en novembre 2018 et de 2,1 % à la dernière lecture en novembre 2019. L'IPC de référence (tous les produits moins les aliments et l'énergie) était encore plus élevé. Il était de 2,2 % en novembre 2018 et avait augmenté jusqu'à 2,3 % en novembre 2019.

Variations de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis année-après-année



Les investisseurs acceptent maintenant volontiers un rendement sur leurs obligations bien inférieur à l'inflation en vigueur. Le rendement des obligations du Trésor de 10 ans est actuellement de 1,8 %, soit 0,3 % de moins que le taux d'inflation de 2,1 % enregistré en novembre.

Le Conte des deux marchés

Les investisseurs sur le marché des obligations s'attendent donc à un fléchissement économique prononcé, tandis que les investisseurs sur les marchés des actions et du crédit observent une expansion économique soutenue. Cela ne fait pas beaucoup de sens pour nous et nous pensons, comme nous l'avons dit dans nos bulletins récents, qu'un seul aspect de cet argument s'avèrera correct et il nous semble que le marché boursier et les écarts de crédit l'emporteront.

Politiques arrivistes

Des forces politiques puissantes sont à l'œuvre pour la poursuite de l'expansion économique. Nous avons du mal à croire que les politiques monétaire et budgétaire très souples actuelles aux États-Unis vont changer bientôt. Comme la Fed a cédé aux

affolements du président Trump sur Twitter et a renversé la trajectoire des taux d'intérêt, nous pensons que la politique monétaire est en suspens, du moins pour l'année électorale 2020, peu importe ce que sera l'inflation.

Tout porte à croire que la politique budgétaire restera souple elle aussi. Comme nous l'avons souligné à maintes reprises, les Républicains de Trump ont abandonné leurs politiques financières conservatrices en faveur de réductions d'impôts massives et d'une augmentation des dépenses publiques, ce qui a entraîné des déficits budgétaires sans précédent en temps de paix. La petite faction « Tea Party » financièrement conservatrice du Parti républicain, qui a été créée essentiellement pour promouvoir des politiques financières conservatrices, semble tout à fait agir dans les coulisses des budgets « explosés » de l'administration Trump. Et la situation ne sera pas plus reluisante si les « Démocrates » remportent l'Élection. Peu importe qui les Démocrates choisissent comme candidat à la présidence, et même s'il réussit à battre M. Trump, il n'en demeure pas moins que tous les candidats ont promis des dépenses et des déficits plus élevés.

Hé, les gros dépensiers!

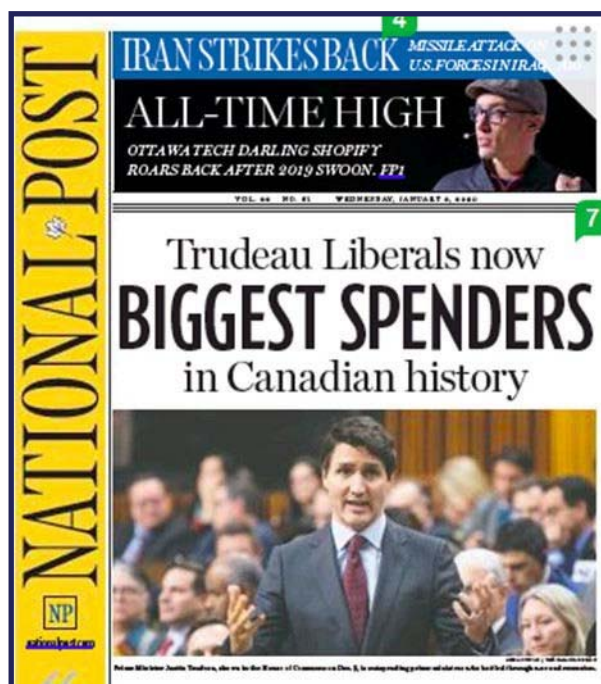
Ce n'est pas simplement un phénomène américain, les déficits budgétaires sont revenues à la mode partout dans le monde. La Chine n'a certainement aucune réticence à utiliser ses leviers économiques et financiers pour atteindre ses objectifs sociaux et politiques. Même dans les démocraties occidentales développées, il ne reste plus beaucoup de conservateurs avec un « petit C » alors que s'installent le populisme et son opportunisme économique et politique.

En effet, dans l'ensemble du spectre politique, des programmes de dépenses du Parti conservateur de Boris Johnson au Royaume-Uni jusqu'aux déficits promis par le Parti libéral du Canada et Justin Trudeau, les dépenses gouvernementales sont de plus en plus perçues comme la solution à la stagnation économique à l'origine des troubles sociaux et politiques.

Nous avons été stupéfaits de constater à quel point semble désespéré le National Post dans sa couverture médiatique des Libéraux de Trudeau, les « **PLUS GROS DÉPENSIERS** » en cette période d'excès financiers. Le Post, à tendance droite, voulait souligner les façons de dépenser sans compter de Trudeau. Loin de susciter l'ire des électeurs, la tentative pourrait servir de tête d'affiche positive et efficace lors de la campagne de Trudeau à la prochaine élection.

Comme nous l'avons souligné dans notre dernier Observateur des marchés, Trudeau s'est présenté en 2015 sur une plateforme de déficits accrus et a maintenu cette promesse politique lors de l'élection canadienne de 2019.

Les promesses typiques d'équilibre budgétaire ont également disparu de la campagne de son adversaire conservateur Andrew Sheer. Sheer a perdu les élections et a depuis démissionné de son poste de chef de parti. Il ne fait aucun doute que l'équilibre budgétaire et le conservatisme financier n'ont plus de place alors que des politiciens populistes comme Donald Trump convoitent un nouveau mandat.



Espoirs et rêves d'un sombre dessein

Toutes ces politiques monétaires et budgétaires favorables et cette enthousiasme économique ne semblent pas avoir réussi à rendre séduisant le marché des obligations fédérales. Contrairement à l'excitation suscitée par l'expansion économique dans les marchés boursiers et du crédit, le rendement des obligations fédérales a chuté en cours d'année à des niveaux indiquant une grave récession, voire une crise économique. Le rendement des obligations du Trésor américain de 30 ans a chuté en dessous de 2 % pour la première fois de son histoire à la fin d'août, atteignant un creux de 1,92 %. Nous avons souligné dans nos deux derniers

Observateurs des marchés que les investisseurs obligataires, réjouis par la « correction à mi-chemin » de la Fed, s'étaient grandement laissés emballer par leurs espoirs et leurs rêves de crise économique.

Écart entre les obligations du Trésor de 30 ans et de 10 ans aux États-Unis



La courbe de rendement

Comme vous l'avez lu ci-dessus, l'inflation n'est certainement pas en baisse aux États-Unis et la faiblesse économique sur laquelle le marché des obligations comptait ne s'est pas concrétisée. Le marché des obligations semble maintenant commencer à réaliser sa méprise. Le graphique ci-dessus montre l'écart entre l'obligation du Trésor américain de 10 ans et l'obligation du Trésor américain de 30 ans (rendement de 30 ans – rendement de 10 ans) depuis la première émission de l'obligation du Trésor de 30 ans en 1978. Cet écart représente le taux d'intérêt supplémentaire que les investisseurs obligataires demandent pour prolonger l'échéance de 20 ans. C'est logique, car plus une obligation est détenue longtemps, plus grande devient la menace que pose l'inflation. Comme le montre le graphique, l'écart s'est établi en moyenne à 0,4 % depuis 1978.

Une courbe de rendement aplatie; vraiment?

Vous vous souviendrez peut-être de l'insistance de nombreux commentateurs du marché des obligations sur la « courbe de rendement aplatie » pour soutenir qu'une récession et une période de déflation étaient imminentes. Vous pouvez observer cet aplatissement de la courbe de rendement dans le rétrécissement de l'écart qui était à plus de 1 % au cours de la période de 2011 à 2014 et a atteint 0,1 % en 2018, lorsque la Fed a resserré sa politique monétaire. Les rendements des obligations à court terme ont augmenté plus que les rendements à long terme, ce qui a produit un aplatissement de la courbe.

Toutefois, aujourd'hui, nous renouons presque avec la moyenne de 0,4 %. Cela nous porte à croire que la confiance des investisseurs à l'égard de l'engagement de la Fed envers une faible inflation s'est considérablement effritée. Comme pratiquement aucun politicien élu ne croit aux bienfaits d'une faible inflation, nous nous attendons à ce que la Fed ne resserre sa politique monétaire que si l'inflation persiste à un niveau beaucoup plus élevé.

Justification de l'inflation

En effet, les économistes au service de la Fed semblent occupés à préparer le terrain pour une période d'inflation beaucoup plus élevée. Ils ont publié des études académiques qui suggèrent que des périodes d'inflation où celle-ci est grandement inférieure à la cible de 2 % de la Fed devraient vraisemblablement être suivies par des périodes d'inflation où celle-ci est nettement supérieure à la cible. Cela signifie que nous pourrions connaître une période d'inflation prolongée nettement supérieure à ce que prévoit le marché des obligations.

Regards sur le retard

Si l'inflation poursuit sa trajectoire légèrement ascendante, nous prévoyons que l'estimation de l'inflation sur le marché continuera d'accuser un retard par rapport à l'inflation réelle, à l'instar de ce qui s'est produit dans les années 1960 et 1970. Le graphique ci-dessous montre la variation d'une année sur l'autre de l'Indice des prix à la consommation aux États-Unis depuis les années 1960. Il convient de noter que la période de 1960 à 1965 a été caractérisée par une stabilité relative des prix, l'inflation oscillant entre 1 et 2 %. La Grande Dépression et la déflation des années 1930 étaient encore fraîches dans l'esprit des investisseurs dans les années 1950 et au début des années 1960.

Variations de l'IPC aux États-Unis année-après-année vs. le taux des obligations du trésor de 10 ans



En attente de la chute

À la fin des années 1960, l'inflation a repris et a atteint un sommet de plus de 5 % en 1970. Les investisseurs étaient convaincus que l'inflation accrue était temporaire, d'après leurs résultats historiques. Ils étaient tout à fait disposés à acheter des obligations à rendement peu élevé par rapport à l'inflation en vigueur, certains que l'inflation finirait par chuter. Le contraire s'est produit alors que l'inflation s'est enracinée dans l'économie avec un lobby très important en sa faveur. À la fin des années 1970, une inflation persistante et très élevée avait profité aux emprunteurs à taux fixe, car la hausse des revenus et le prix des actifs les avaient enrichis aux dépens des prêteurs.

Il convient de noter que l'acheteur de 1965 d'une obligation à échéance de 10 ans en janvier 1965 a obtenu un rendement de 4,2% alors que l'IPC était de 1,2 %, pour un « rendement réel » supérieur de 3 % à l'inflation. Cela se compare à la situation actuelle de -0,4 % sur une obligation du Trésor de 10 ans! L'inflation a ensuite grimpé et l'IPC a dépassé 4,2 % en 1970, ce qui est supérieur au rendement au moment de l'achat des obligations du Trésor de 1965. Les rendements des obligations du Trésor avaient également grimpé, ce qui a engendré des pertes en capital pour les détenteurs d'obligations.

L'avantage sur l'inflation

Que faisons-nous de la situation actuelle, où les détenteurs d'obligations font des pieds et des mains pour acheter des obligations sans aucun avantage sur l'inflation? On ne peut pas vraiment les blâmer, étant donné que ça a été la bonne chose à faire. Les rendements ont diminué depuis 1981 et ont atteint leurs plus bas niveaux l'été dernier en ce qui concerne les obligations du Trésor de 30 ans. Les gestionnaires d'obligations qui ont prédit prématurément la fin de la chute des rendements ont gravement sous-performé et ont fini par être congédiés ou ont pris leur retraite. Leurs pairs ont appris qu'avoir une durée basse constituait un aller simple dans les limbes du rendement et de la carrière.

La revanche des « nerds » de l'inflation?

Ce qui est fascinant aujourd'hui, c'est l'exquise mise en place pour un retour de l'inflation. Personne ne semble s'inquiéter de l'inflation dans les banques centrales, si ce n'est qu'elle est trop faible. Les experts du marché et même le président Trump estiment que les taux d'intérêt extraordinairement bas sont le droit fondamental des investisseurs obligataires. Quiconque s'inquiète de l'inflation est définitivement un « nerd » de l'investissement.

L'examen du graphique ci-dessus montre que la trajectoire récente de l'inflation a été à la hausse. L'IPC avait atteint un sommet à un peu plus de 5 % pendant la période d'expansion qui a pris fin en 2008 avec la crise du crédit et la Grande Récession. Il est ensuite tombé abruptement en déflation réelle des prix à -2,4 %. Il a repris plus de 2 % en 2012, puis a chuté de nouveau à 0 % en 2015. Depuis, il a augmenté et se situe de nouveau au-dessus des 2 %, ce qui est supérieur au rendement actuel des obligations du Trésor de 10 ans de 1,8 %.

Lenteur à la hausse et à la baisse

Une chose à signaler à propos de ce graphique est la réaction lente des investisseurs obligataires à l'inflation persistante de la fin des années 1960 et 1970. L'inflation est demeurée plus élevée que le rendement des obligations pendant longtemps, car les investisseurs ont attendu qu'elle revienne à des niveaux « normaux ». À la fin des années 1970, l'inflation a persisté à un niveau plus élevé que le rendement des obligations jusqu'à ce que la Fed de Volcker ait finalement resserré fortement la politique monétaire et que les taux d'intérêt et le rendement des obligations eurent enfin grimpé au-dessus de l'inflation en vigueur.

La politique monétaire extrême a fonctionné, l'inflation ayant ensuite chuté de 15 % à 2,5 %. L'une des principales caractéristiques de ce graphique est la mesure dans laquelle le rendement des obligations est demeuré supérieur à l'inflation. En 1984, le rendement des obligations a dépassé 13 % alors que l'inflation n'avait augmenté que de 5 %. Les obligataires avaient appris que l'inflation constituait un danger évident et actuel et ont exigé des rendements nettement supérieurs à l'inflation jusqu'au début des années 2000.

Cet avantage de rendement par rapport à l'inflation a diminué au fil du temps et s'est avéré très faible, voire négatif, depuis la crise du crédit de 2008. Une nouvelle génération d'investisseurs obligataires a maintenant appris une leçon de vie différente voulant que les rendements n'augmentent jamais. S'ils le font, ils y voient une occasion d'achat.

Tout ne va pas si mal

Cela nous amène à la situation actuelle avec les investisseurs obligataires qui rêvent de récession, de dépression et de déflation. Les mauvaises nouvelles économiques et financières sont de bonnes nouvelles pour les investisseurs sur le marché des obligations, qui s'accrochent à leurs obligations avec des rendements dérisoires et qui paient davantage pour les immobiliser à plus long terme, mais il n'y en a pas eu beaucoup. C'est en dépit de toutes les preuves positives du contraire en ce qui concerne l'économie et l'inflation réelles. Tout ne va pas si mal.

Les banquiers centraux et les investisseurs obligataires se sont toujours abstenus de dire que, malgré les bonnes nouvelles du moment, les choses sont sur le point de devenir terribles, ce qui justifie le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt et des rendements obligataires. Voilà qui défie la preuve économique. Le chômage a atteint des planchers générationnels et quiconque écoute la radio par satellite est inondé d'annonces d'entreprises à la recherche de camionneurs. Le WSJ a écrit un article sur la façon expliquant que les fabricants qui tentent de trouver des employés pour remplir leurs commandes en souffrance offrent de payer les frais de déménagement et une prime de réinstallation à ces employés.

« Les fabricants paient des frais de réinstallation et versent des primes pour déplacer les nouveaux employés partout au pays, à une époque où le chômage atteint un niveau record et caractérisée par une concurrence intense pour les travailleurs qualifiés... Un demi-million d'emplois dans les usines des États-Unis sont vacants, le nombre le plus important en près de deux décennies, et le taux de chômage oscille à son plus bas niveau en 50 ans... Pour inciter les travailleurs à déménager, les fabricants augmentent les salaires, offrent des primes à la signature et couvrent les coûts de réinstallation, y compris pour certains postes horaires. Ils font le pari que les dépenses en salaires plus élevés et les mesures incitatives progressives les aideront à trouver des travailleurs pour éliminer leurs arriérés de commandes. » Manufacturers Increase Perks to Get New Hires to Move; par Austen Hufford; WSJ; 12 janvier 2020.

Le nombre le plus élevé de postes vacants en deux décennies et le plus bas niveau de chômage en 50 ans. Des salaires plus élevés et des arriérés de commandes à régler. Cela ne nous semble pas un argument trop faible, mais nous ne buvons pas le Kool Aid de la déflation du marché obligataire. La catastrophe guette peut-être bien dans l'ombre de l'économie, mais encore une fois, les choses pourraient très bien continuer leur petit bonhomme de chemin.

Le seuil d'équilibre de l'inflation

Quelles sont donc les attentes des investisseurs obligataires? La meilleure « estimation de l'inflation du marché » ou l'attente consensuelle de l'investisseur à l'égard de l'inflation se sont révélés assez proches de l'inflation des 12 derniers mois. À mesure que le marché des obligations liées à l'inflation s'est développé, nous avons acquis un autre moyen d'observer l'estimation de l'inflation de certains investisseurs. L'écart du seuil d'équilibre correspond à la différence entre le rendement d'une obligation ordinaire et le rendement réel de son équivalent lié à l'inflation. Si les marchés sont efficients, cet écart devrait refléter l'estimation de l'inflation du marché.

Au moment de la rédaction, à la mi-janvier 2020, le rendement réel de l'obligation du Trésor (BTP) de 10 ans protégée contre l'inflation était de 0,1 % et le rendement de l'obligation du Trésor ordinaire de 10 ans était de 1,9 %, ce qui représente un écart du seuil d'équilibre de 1,8 %. L'écart du seuil d'équilibre sur les BTP de 30 ans était également de 1,8 %.

L'écart du seuil d'équilibre de 1,8 % sur les BTP était inférieur à l'inflation de 2,1 % d'une année sur l'autre en novembre, ce qui reflète peut-être les attentes des investisseurs voulant que l'IPC soit appelé à diminuer. Ainsi, la meilleure prévision possible de l'inflation au cours des 10 prochaines années se situe entre 1,8 % et 2,1 %.

#Pourquoi acheter??

Pourquoi donc les investisseurs achètent-ils encore des obligations de 10 ans à 1,7 %?

La raison principale est qu'ils doivent le faire. De nombreux investisseurs doivent acheter des obligations à taux fixe conformément aux énoncés de politique de placement de leurs clients. Une partie du portefeuille des investisseurs institutionnels, comme les caisses de retraite et les fonds de dotation, est dédiée à des obligations à taux fixe pour des raisons actuarielles et de diversification. Ils n'ont pas la latitude nécessaire pour agir autrement. Les sociétés d'assurances doivent également aligner leurs actifs avec leurs passifs, ce qui signifie qu'elles doivent elles aussi investir dans des obligations à taux fixe. Les banques et les institutions financières sont également tenues par la réglementation de détenir une part importante de leurs capitaux dans des obligations liquides de grande qualité. Tout cela signifie qu'il y aura toujours des acheteurs d'obligations à taux fixe. Si la Fed réduit leur rendement par un « assouplissement quantitatif », alors ces acheteurs continueront à acheter.

Les investisseurs achètent aussi parce que le marché des obligations américain a connu une année exceptionnelle en 2019 qui a attiré plus de fonds dans le marché des obligations. Le rendement des obligations a chuté pendant la majeure partie de l'année et lorsque le rendement des obligations chute, le prix des obligations augmente et les investisseurs obligataires obtiennent de très bons résultats. Selon les indices de l'ICE, les obligations du Trésor américain ont augmenté de 7 %, les titres de qualité de 14,2 % et les obligations à rendement élevé de 14,4 %. Cela signifie que les investisseurs dans les obligations de fonds communs de placement ou les FNB étaient plutôt heureux et que la solide performance leur a permis d'attirer plus d'argent.

S'en tenir à la référence à tout prix

Les gestionnaires d'obligations ont la latitude pour raccourcir leur mandat, mais cela s'est avéré, comme nous l'avons dit précédemment, un aller simple dans les limbes du rendement et de la carrière depuis 1981. Bill Gross a été le fondateur de PIMCO et peut-être le gestionnaire d'obligations le plus célèbre de tous les temps avec un excellent rendement à long terme. Il a écourté horizon de son portefeuille en 2010, convaincu que l'inflation reprendrait et que le rendement des obligations augmenterait. Lorsque les rendements ont chuté en 2011 au milieu de la crise de la dette européenne, il a été contraint d'inverser publiquement le cap et a quitté PIMCO peu de temps après dans ce qui s'est avéré dans un départ très embrouillé. Il n'y a donc pas beaucoup de gestionnaires d'obligations, si tant est qu'il y en ait, qui « ne s'en tiennent pas à leur durée de référence » pour se protéger contre une descente dans les limbes de la carrière, surtout après une année record pour les obligations.

Ayant géré des portefeuilles d'obligations pendant de nombreuses années, nous nous spécialisons dans les obligations de crédit et de sociétés parce que nous savons à quel point il est difficile de prévoir l'économie, l'inflation et le rendement des obligations. La plupart de nos clients précisent leur horizon de placement afin que nous puissions nous concentrer sur la sélection des titres.

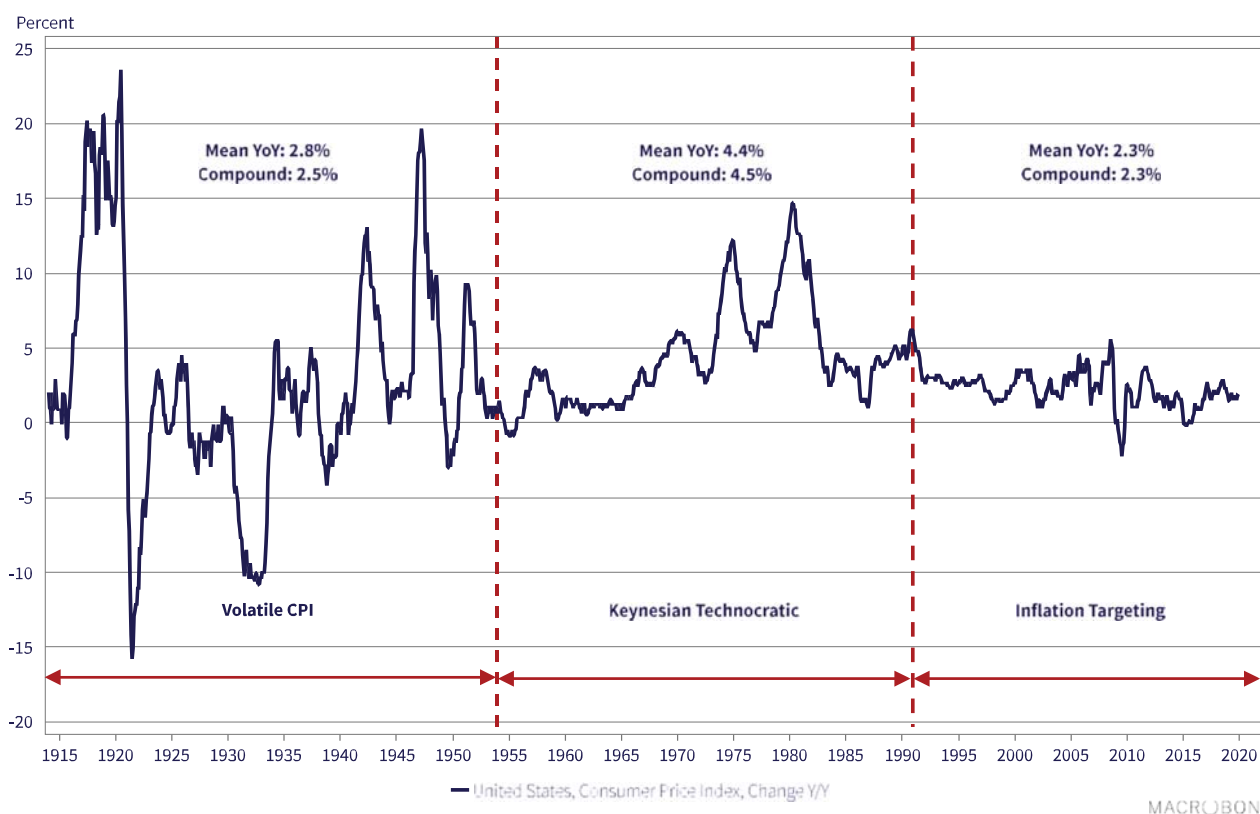
En ce qui concerne les portefeuilles pour lesquels nous tenons compte des taux d'intérêt, nous privilégions les durées et échéances courtes pour toutes les raisons que nous avons mentionnées précédemment. Nous avons des actifs sous gestion considérables dans nos portefeuilles à taux variable, où les taux d'intérêt fluctuent en fonction des taux du marché en vigueur. Étant donné qu'une augmentation modeste du rendement et une augmentation importante du risque sont associées à l'achat d'obligations à taux fixe, nous estimons que les obligations à taux variable sont attrayantes et semblent encore bon marché dans une perspective historique.

Le mystère de l'histoire de l'inflation

Les choses changeront-elles un jour? Elles le pourraient et les investisseurs obligataires ont ignoré l'inflation à leurs risques à la fin des années 1960 et 1970. Après que leurs portefeuilles aient été ravagés par des rendements à la hausse, ils, et surtout leurs clients, se sont rendu compte qu'ils avaient besoin d'une protection contre l'inflation. C'est pourquoi nous avons pensé qu'une certaine éducation sur l'histoire de l'inflation est maintenant de mise. Pour démystifier l'histoire de l'inflation, nous avons préparé le graphique de la page suivante sur l'inflation historique aux États-Unis depuis 1914, pour ne pas que vous puissiez nous accuser de choisir nos données!

Nous avons divisé ce graphique en trois périodes. La première est la période de « *volatilité de l'IPC* » de 1914 à 1954. La deuxième est la période « *keynésienne technocratique* » de 1954 à 1991. La troisième est la période de « *ciblage de l'inflation* » de 1991 à aujourd'hui.

Variations de l'IPC aux États-Unis année-après-année



La période d'inflation volatile

La première période de 40 ans, de 1914 à 1954, en fascine beaucoup. Elle commence en 1914 au début de la Première Guerre mondiale et englobe les tumultueuses années 1920, la Grande Dépression et la déflation des années 1930, la Deuxième Guerre mondiale et la guerre de Corée. De nos jours, on parle beaucoup de la façon dont la « technologie » transforme la donne sur le plan de l'inflation.

Il y a également eu beaucoup de changements technologiques au cours de cette période. En 1914, les gens utilisaient encore les chevaux comme principal moyen de transport et il n'y avait pas d'aviation commerciale. La télévision n'existait pas et la radio en était à ses débuts. En 1954, on pouvait prendre des vols commerciaux dans des avions à réaction et regarder des émissions à la télévision couleur.

Bien que la variation moyenne d'une année sur l'autre de l'inflation ait été de 2,8 % de 1914 à 1954, il convient de mentionner qu'il y a de bonnes raisons de qualifier cette période de période d'« IPC volatile ». En effet, une inflation volatile a caractérisé cette période. Elle augmentait ou diminuait et il y avait peu de périodes d'inflation stable. L'inflation a grimpé à plus de 20 % durant la Première Guerre mondiale, puis a plongé à -15 %, affichant une déflation proprement dite au début des années 1920. Elle est remontée à 5 % avant la déflation proprement dite de -10 % des années de dépression 1930.

Cette volatilité était plutôt normale à cette époque, car les économies capitalistes obéissaient à un cycle d'expansion et d'effondrement du crédit et des finances. L'augmentation de la valeur des actifs a provoqué une explosion du crédit qui s'est finalement effondré, un effondrement accompagné de demandes de remboursement de prêts et de liquidation de garanties par les prêteurs. Cela a fait chuter les prix des actifs alors que les prêteurs se précipitaient pour vendre leurs garanties, provoquant une grave déflation pendant la crise du crédit. Une fois le cycle de crédit terminé, une période d'expansion a recommencé.

La période keynésienne technocratique

La leçon de la Grande Dépression voulait que si la situation devenait suffisamment désastreuse, les banques centrales allaient accroître leur masse monétaire et encourager les prêteurs et les emprunteurs à relancer le cycle du crédit. Les gouvernements devaient également dépenser lorsque le secteur privé s'en gardait. C'est dans cette conjoncture que John Keynes a produit son ouvrage d'avant-garde alléguant que les faibles taux ne suffiraient peut-être pas à relancer le cycle. Il a fait valoir que si le secteur privé ne voulait pas dépenser, il incombait aux gouvernements d'intervenir.

Cela a donné lieu à la deuxième période que nous avons cernée, la période « keynésienne technocratique », de 1954 à 1980. Toute bonne idée court un risque de surinvestissement, et c'est ce qui s'est produit pendant cette période. Au milieu des années 1950, le legs de la Grande Dépression et de la déflation encore frais à leur mémoire, les banquiers centraux et les politiciens ont décidé qu'ils détenaient les leviers de commande de l'économie et qu'ils gèreraient l'économie au moyen de politiques monétaires et financières. Lorsqu'un ralentissement menacerait, les banquiers centraux baisseraient les taux et les politiciens financeraient à perte les programmes de dépenses.

Keynes prescrivait de faibles taux d'intérêt et des déficits budgétaires lors des récessions, ce qui était très populaire et attrayant sur le plan politique. La plupart des gens ne réalisent pas qu'il a également recommandé de réduire les dépenses gouvernementales et d'enregistrer des excédents lors des périodes d'expansion afin de ralentir la cadence et de rembourser la dette accumulée en période de ralentissement. Les politiciens sont élus pour dépenser, de sorte que ce volet de la théorie de Keynes a été écarté par opportunisme politique.

En examinant cette période, comme nous l'avons vu dans le graphique précédent, l'inflation est demeurée stable pendant la majeure partie des années 1960, mais elle a ensuite amorcé une ascension pendant l'escalade de la guerre du Vietnam et lorsque les États-Unis ont cessé de rattacher leur dollar à l'or. L'inflation a grimpé en flèche et a chuté à plusieurs reprises dans les années 1970, atteignant toujours des niveaux plus élevés. En raison de l'inflation persistante, les obligations à taux fixe sont devenues ce que l'on a appelé des « certificats de confiscation ». Les consommateurs et les entreprises ont vite appris à emprunter et à réduire leur fardeau de dettes par la hausse des revenus, ce qui a entraîné un déplacement massif de la richesse des prêteurs vers les emprunteurs. En 1980, la sagesse populaire de l'époque voulait que l'inflation et les taux d'intérêt augmentent toujours.

Comme nous l'avons déjà mentionné, la réalité a changé très rapidement lorsque la Fed a resserré sa politique monétaire et a envoyé les taux d'intérêt à des niveaux jusque-là inédits. L'inflation a atteint un sommet de 15 % en 1980, puis a chuté à 2,5 % en 1981. Comme nous l'avons indiqué dans le graphique, l'inflation en vigueur pendant toute la période était de 4,4 %. Il convient de signaler que la lutte contre la déflation, qui s'était jouée de 1914 à 1954, avait été couronnée de succès. Il n'y a pas eu de déflation après la fin des années 1950. Le prix de l'élimination de la déflation était évidemment l'inflation, et celle-ci s'est avérée être sa propre menace pour l'économie américaine.

La période de ciblage de l'inflation

Les économistes « monétaristes » ont soutenu que la spirale inflationniste était tributaire de la mauvaise gestion de la politique monétaire par les « keynésiens » diaboliques dans leur zèle technocratique et interventionniste. Volcker n'était pas un monétariste, mais sa conquête de l'inflation a validé leurs arguments. Une politique monétaire restrictive peut mettre une fin rapide à l'inflation. Cela a donné lieu au pavoiement des monétaristes dirigés par Milton Friedman qui prétendaient que les interventions politiques des banques centrales étaient les véritables coupables. Les voix extrêmes préconisaient un taux de croissance fixe de la masse monétaire et aucune intervention.

Le successeur de Volcker à la présidence de la Fed, Alan Greenspan, un grand pragmatique politique de Wall Street, se voyait investi d'un rôle de sauveur des marchés. Il a déclaré dans des propos restés célèbres qu'il ne lui appartenait pas de mettre fin aux bulles financières, mais bien à nettoyer les dégâts après coup. Son pragmatisme s'est étendu à l'inflation. La stabilité des prix avait été considérée comme le niveau d'inflation qui n'avait aucune incidence sur les décisions économiques, et Greenspan concourait en ce sens.

Dans les années 1990, les banques centrales du monde entier ont adopté des régimes de « ciblage de l'inflation » en réponse à la forte inflation des années 1970. La première et la plus célèbre occurrence s'est produite en Nouvelle-Zélande, où l'inflation persistait à un niveau élevé depuis de nombreuses années. Le maintien d'une cible d'inflation de 2 % est devenu le seul objectif de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande en vertu de la Constitution. Cette politique a réglé le problème de l'inflation et l'idée d'un ciblage de l'inflation a été reprise par d'autres banques centrales. Dans son autobiographie, Paul Volcker déplore l'adoption d'un objectif de 2 % par la Réserve fédérale. Il estimait que le ciblage de l'inflation était en grande partie attribuable à la « super-stratégie de vente » et au prosélytisme de Donald Brash, alors gouverneur de la RBNZ, préconisant la cible d'inflation.

Les régimes de ciblage de l'inflation ont en fait bien réussi à contenir l'inflation. L'IPC moyen des États-Unis d'une année à l'autre pour la période de 30 ans de 1990 à 2020 a été de 2,3 % et sa croissance composée s'établit au même taux de 2,3 %.

Populisme de commandement et de contrôle

Vous vous demandez certainement ce qu'il adviendra de l'inflation dans les années à venir? Nous croyons que la période à venir pourrait être ce que nous appelons le « *Populisme du commandement et du contrôle* ». L'exaltation de la classe financière face à l'absence d'inflation a amené les banquiers centraux, les décideurs et les politiciens à croire qu'ils peuvent essentiellement faire tout ce qu'ils veulent, comme le président Trump en témoigne. Trump veut des « *taux d'intérêt nuls* » parce qu'Obama les avait. Le manque de résistance de la part des conservateurs financiers du Parti républicain nous est étonnant. Les mêmes politiciens qui se sont battus contre le renflouement des institutions financières lors de la crise du crédit et qui ont combattu les programmes de déficit budgétaire lors de la Grande Récession font fi avec complaisance des énormes déficits de Trump et ses attaques contre la Fed.

Il semble aujourd'hui naturel que les taux d'intérêt soient bas, mais il n'y a pas si longtemps, en 2010, le consensus préconisait fermement une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. C'est à ce moment que Bill Gross a réduit le terme de ses portefeuilles. Nous n'étions pas d'accord, comme nous l'avions dit à l'époque :

*« Le consensus actuel appuie fermement une hausse des taux d'intérêt et de l'inflation, compte tenu de la politique monétaire et budgétaire très souple adoptée en réponse à la crise mondiale du crédit de 2008. Nous avons indiqué dans nos rapports récents que **nous croyons que le consensus prédisait l'augmentation de l'inflation bien avant le danger réel.** Le consensus a mis en lumière la stimulation monétaire sans précédent et a fait le pont de l'expansion de la monnaie et du crédit à l'inflation. **Mà où nous croyons que le consensus fait fausse route est en ce qui concerne l'énorme frein causé par la reconstitution du capital bancaire et la réduction de la dette.** » L'Observateur des marchés Canso, Juin 2010.*

Nous ne partageons toujours pas le point de vue consensuel. Quand les gens pensaient que l'inflation reprendrait en 2010, nous n'étions pas d'accord. Nous croyons maintenant, 10 ans plus tard en 2020, que le consensus voulant que l'inflation ne soit pas un problème et que les rendements restent faibles en raison d'une catastrophe économique imminente n'est pas réaliste. Nous croyons que les conditions préalables sont maintenant réunies pour un retour à des niveaux d'inflation plus élevés que ceux que le marché prédit présentement. Cela se produira-t-il? Personne ne le sait, mais si tel est le cas, ce retour provoquera certainement un choc chez les investisseurs obligataires.

Des banquiers centraux aux abois

Les doléances des banquiers centraux mondiaux dans le contexte des niveaux élevés d'endettement des consommateurs et des entreprises sont franchement risibles. Que pensaient-ils qu'une baisse des taux d'intérêt à des niveaux anormalement bas allait produire? Réduire les emprunts? Comme nous l'avons déjà dit, c'est comme si les vendeurs de drogues se plaignaient de la consommation excessive de drogues.

Les banquiers centraux et les politiciens ont été encouragés par leur triomphe sur la crise du crédit et la Grande récession dans une position très interventionniste. Les jours glorieux du monétarisme et de la déréglementation, lorsque les conservateurs économiques tiraient les ficelles, sont révolus. On estime que la politique monétaire est efficace pour diriger l'économie vers le résultat souhaité, quel qu'il soit, et que la politique budgétaire est maintenant le jouet des politiciens populistes pour acheter leur réélection.

Le problème de la structure politique et économique actuelle est qu'elle conduira inévitablement à une tolérance à l'inflation en faveur d'une croissance économique plus robuste. Le seul moyen de trancher ce dilemme économique et monétaire est d'avoir des revenus croissants pour faire baisser l'encours de la dette.

Les investisseurs obligataires espèrent toujours que le cataclysme économique ou financier remédiera à leur situation. Comme ils s'attendent toujours au pire, nous tenons à souligner à quel point il serait inhabituel, dans une perspective historique, que l'inflation soit suffisamment faible pour justifier les faibles rendements actuels. Même en excluant la période de forte inflation, l'inflation moyenne de 1914 à 1954 était de 2,8 % et celle de 1990 à 2020 était de 2,3 %. La Fed vise 2 % et semble prête à accepter une inflation plus élevée que celle attendue par le marché.

Si la tolérance à l'inflation augmente comme à la fin des années 1960 et 1970, nous envisageons un taux supérieur à 2 %, peut-être même supérieur à 4 %. Bien que cela semble étonnant à l'heure actuelle, c'est le fait que personne ne pense que ce soit possible qui nous inquiète. Nous avons connu une inflation de l'ordre de 4 à 5 % en 2010 alors que personne ne pensait qu'elle pourrait diminuer.

Une infusion à saveur politique

Comme nous l'avons dit, nous avons du mal à croire que la Fed de Powell va resserrer sa politique monétaire en 2020 et il est très peu probable qu'un politicien américain toujours en fonction plaide en faveur de la fermeture de la pompe financière, afin de maintenir le déficit budgétaire. Cela signifie que la perspective de taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis est de plus en plus probable.

Comme la Fed n'augmentera pas les taux administrés, nous pensons que la courbe de rendement pourrait s'accroître considérablement, ce qui en soi est un prédicteur économique. Trump a récemment déclaré victoire dans sa guerre commerciale avec la Chine, ce qui élimine un autre obstacle à l'économie.

Cela signifie que 2020 pourrait être une très bonne année pour l'économie américaine. Les actions devraient produire de bons résultats, mais nous nous inquiétons du marché obligataire, où les actifs à plus long terme sont tarifés « pour la perfection ». Si les

investisseurs obligataires jettent enfin l'éponge, les rendements pourraient connaître une hausse substantielle pour les obligations à plus long terme.

Harry le sauveur??

Au Canada, la situation est plus difficile à prévoir, compte tenu du rôle énorme du logement résidentiel dans notre économie. Même si les activités ont été dynamisées par des taux hypothécaires plus bas, le marché canadien du logement est hyper élargi sur le plan de sa valeur. Nous pensons que le registre de propriété des logements au Canada est nécessaire, mais, compte tenu du niveau élevé d'investissements étrangers douteux, cela pourrait ralentir la cadence puisque les « investisseurs étrangers » cherchent un meilleur endroit pour dissimuler leurs avoirs d'origine douteuse. Si le logement ralentit en raison de la hausse des taux hypothécaires, le Canada pourrait très bien s'affaiblir sur le plan économique alors que les États-Unis continuent de tirer leur épingle du jeu. Des taux d'immigration plus élevés au Canada aident les choses, mais le secteur de l'énergie peine encore à se redresser. Les prix du pétrole sont en baisse, ajoutant l'insulte éthique à l'injure des prix, alors que le mouvement mondial des considérations ESG limite désormais les investissements dans le secteur énergétique. Peut-être que la rumeur de déménagement du prince Harry et de sa famille au Canada améliorera le sentiment des consommateurs!

Veille et attente

Sur les marchés du crédit, le principe de « *s'étirer au nom du rendement* » vit maintenant à son heure de gloire. Nous pensons que les marchés du crédit coûtent cher et peinent de voir tout l'argent investi dans « *le crédit privé* » et « le crédit alternatif » dans une chasse au rendement. Nous avons fait nos débuts dans les marchés privés et savons très bien à quel point cela peut être difficile en période de ralentissement. Notre examen des documents de marketing montre que les promoteurs de la dette privée parlent de « rendement élevé » sans tenir compte des pertes sur créances élevées que les investisseurs devront inévitablement éponger. Les personnes qui se précipitent dans le marché des créances privées ne semblent avoir aucune idée des dommages qu'un revirement du cycle du crédit causera à leurs portefeuilles.

Nous sommes à peu près au même endroit que l'an dernier par rapport à cette phase du marché. Notre dernier paragraphe de L'Observateur des marchés de janvier 2019 était intitulé « *Veille et attente* ». Nous avons effectué des achats lors du fléchissement du marché à la fin de 2018, mais comme les marchés se sont considérablement redressés depuis, nous en sommes encore à la phase d'« amélioration de la qualité » du cycle d'investissement de Canso. Nous effectuons des ventes de positions pleinement compensées et réinvestissons dans des titres liquides de qualité grandement supérieure.

Nous trouverons toujours une grande valeur dans nos situations particulières, comme nous l'avons fait récemment avec notre financement obligataire de Maxar, et lorsque les autres ignorent la prudence, le temps est venu de tirer parti de nos positions et d'améliorer la qualité.

Bonne année!

L'observateur des marchés Janvier 2020

Coordonnées

Patrick McCalmont

Gestionnaire de portefeuille
pmccalmont@cansofunds.com
905-881-8853

Tim Hicks

Gestionnaire de portefeuille
thicks@cansofunds.com
905-881-8853

Richard Usher-Jones

Gestionnaire de portefeuille
rusherjones@cansofunds.com
905-881-8853

Brian Carney

Gestionnaire de portefeuille
bcarney@cansofunds.com
905-881-8853

Comme toujours, nous vous remercions de l'intérêt que vous portez à Canso et de votre soutien.

Inscrivez-vous à LinkedIn et Twitter pour demeurer au fait des derniers commentaires de Canso sur le marché.

