

Novembre 2019

« Les Hauts de la Baisse » (des taux d'intérêt)

Dans cette édition de l'Observateur des marchés Canso, nous présentons l'émission de télé-réalité et feuilleton « Les Hauts de la Baisse », l'histoire des taux d'intérêt récents aux États-Unis. Les covedettes de notre dramatique sont la Réserve fédérale (Fed) et le marché obligataire, avec une distribution de soutien incluant l'infortuné Jerome « Jay » Powell et son entourage de « cartes à points » du Federal Reserve Open Market Committee (FOMC). Le vilain croquemitaine n'est autre que le président Donald Trump. À l'aide de ses gazouillis magiques, le président tente d'intimider la Fed pour la transformer en laquais pleurnichard qui fera ses quatre volontés et réduira les taux d'intérêt à zéro pour le faire réélire.



« Qui a **tué** l'inflation? »

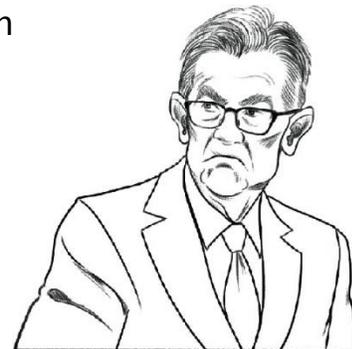
« Les rendements obligataires augmenteront-ils? »

« Avons-nous atteint les Hauts de la Baisse?? »

« Les rendements deviendron

« L'inflation est-elle vraiment morte ? »

Restez avec nous pour le découvrir!



L'intrigue ressemble à ceci :

Ne connaissant rien au gouvernement et à la politique monétaire, l'étoile de télé-réalité, bonimenteur immobilier et failli en série Donald Trump est élu président par accident. Il s'est présenté aux élections pour faire sa propre promotion et celle de sa marque, mais personne ne croyait qu'il allait gagner, y compris Trump lui-même. Devant composer avec la réalité d'être président, Trump s'entoure de flagorneurs qui satisfont son besoin d'être louangé à la moindre occasion. Étant donné son aversion autoproclamée pour les livres, Trump s'éduque rapidement en regardant Fox News et embauche comme conseillers tout ceux qu'il y voit.



Pour une raison étrange, Trump, qui se considère comme un « génie stable », a suivi les conseils d'autres personnes en ce qui concerne la Fed. Il a nommé le doux et docile Jerome Powell à la présidence de la Fed. Powell a poursuivi la politique antérieure de la Fed consistant à normaliser les taux d'intérêt, compte tenu de la vigueur de l'économie américaine. Ce qui a beaucoup irrité Trump!

En tant que promoteur immobilier, Trump a toujours souhaité des taux d'intérêt aussi bas que possible. Il a également compris que la flambée du cours des actions stimulait les investisseurs et les rendait plus susceptibles d'acheter quelque chose... N'importe quoi... et surtout, peut-être, seulement peut-être, rendrait le public américain plus susceptible de lui confier un deuxième mandat en 2020.

« Obama a eu zéro », a-t-il tonné, et a exigé que la Fed abaisse les taux d'intérêt.

Le doux Powell a répondu en disant que la Fed était indépendante. Trump était furieux "Qui a embauché cet idiot de Powell", a-t-il demandé. Lorsqu'on l'a informé qu'il avait lui-même pris la décision d'embaucher Powell, Trump a alors décidé de congédier Powell.

Trump a été irrité lorsqu'il a découvert qu'il ne pouvait pas congédier Powell et le remplacer par un laquais. Trump a alors décidé d'utiliser ses pouvoirs magiques Twitter contre Powell. Ils avaient vaincu tous ses ennemis républicains, alors Trump était très confiant de briser Powell. Trump a alors twitté toutes les railleries de cour d'école qu'il avait apprises étant enfant pour forcer Powell à se soumettre et à baisser les taux d'intérêt.

Étonnamment, le doux Jay Powell a ignoré les humiliations rituelles de Trump sur Twitter et a continué à augmenter les taux d'intérêt. Cela a encore plus énervé Trump.

Trump était tellement en colère qu'il a insulté Powell encore plus sur Twitter, ce qui était difficile à faire! Cela a fini par fonctionner, et le précédemment résolu Powell a jeté la serviette et a abaissé les taux d'intérêt. Pas assez pour paraître stupide, mais juste assez pour rendre Trump moins mécontent.



...À SUIVRE...

Plus qu'une once de prévention!

Les taux d'intérêt aux États-Unis ont atteint leur plus bas niveau en 2016 en réponse à la politique monétaire très souple à la suite de la crise du crédit de 2008 et de la Grande récession qui a suivi. L'« assouplissement quantitatif (QE) » mis en œuvre par la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales dans le monde pendant la crise de la dette européenne et le Brexit a été la cerise sur le gâteau des faibles taux d'intérêt. Les banques centrales ont acheté toutes les obligations d'État et d'entreprise qu'elles pouvaient trouver à titre de « mesure préventive » pour tuer les ennemis économiques et financiers, réels et imaginés, et empêcher ainsi une apocalypse économique.

Comme nous vous l'avons déjà dit, nous ne saurons jamais si ces bureaucrates économiques avaient raison, mais il est maintenant établi que le devoir de chaque banquier central est d'acheter tous les actifs commercialisables possibles chaque fois que des ennemis économiques menacent. Aucune faiblesse économique, aussi minime soit-elle, ne peut être tolérée et perturber les marchés financiers.

Trop de soutien?

Le problème qu'il y a à soutenir n'importe qui, c'est que les gens finissent par apprécier ce soutien et s'y attendre. Les parents qui ont un enfant adulte vivant au sous-sol reconnaissent ce syndrome. Quelqu'un toujours là pour acheter donne un sentiment de sécurité aux riches négociants des marchés financiers mondiaux, alors ils s'y attendent maintenant.

Assez!

Lorsque la Réserve fédérale américaine a commencé à « normaliser » et augmenter les taux d'intérêt, les marchés financiers ont piqué une crise. Quoi, ont-ils crié : *PLUS D'ARGENT??* Le rendement des obligations a alors augmenté et les marchés boursiers ont plongé. Le sommet de cette crise de colère des investisseurs a été atteint à l'automne 2018 lorsque le rendement des obligations à long terme a atteint 3,4 %.

Ce rendement n'aurait pas été inhabituel pendant les années qui ont précédé la crise du crédit, mais pour une génération d'investisseurs gavée aux assouplissements quantitatifs, c'en était trop. Même le président Trump était outré que « *Obama ait eu zéro* » (taux d'intérêt) et pas lui. Trump faisait allusion à la Fed, qui a ramené les taux d'intérêt à zéro au milieu du plus grave ralentissement économique depuis une génération. Il croit évidemment qu'il devrait en avoir autant malgré l'économie beaucoup plus forte dont il aime à se vanter, avec un chômage beaucoup plus bas et une inflation beaucoup plus élevée qu'« *Obama* ».

Les Hauts de la Baisse

Lorsque la Réserve fédérale a commencé à « normaliser » la politique monétaire et que les taux d'intérêt ont commencé à augmenter, nous avons pensé avoir atteint les « *Hauts de la Baisse* ». Nous avons cru que les

rendements des obligations en 2016 étaient probablement les plus faibles que nous serions à même d'observer pour un certain temps, peut-être pour une génération entière.

La Fed a ensuite cédé sous la pression des marchés financiers, sans parler des tempêtes du président Trump sur Twitter, et les rendements ont recommencé à baisser. Cela nous rappelle les parents du New Jersey qui ont poursuivi leur fils adulte pour qu'il quitte leur sous-sol et trouve un emploi.

Un assouplissement moyen

C'est là que nous en sommes actuellement. La Fed a abaissé les taux d'intérêt à trois reprises, seulement d'un quart de point de pourcentage à la fois, et nous a dit après sa dernière réunion qu'elle avait fini d'abaisser les taux pour le moment. La justification était un « *assouplissement préventif* » ou une « *correction de mi-parcours* » en réponse à certaines statistiques économiques plus faibles. Le sceptique en nous pense qu'il s'agissait d'une tentative désespérée de Powell de se sortir et de sortir la Fed de la ligne de mire de Trump sur Twitter.

La plupart des collègues de Powell au FOMC s'y sont opposés d'une façon ou d'une autre. Les « faucons de l'inflation » s'y sont opposés, estimant qu'il n'y avait pas de justification économique évidente. L'emploi était fort et l'inflation rebondissait à l'extrémité supérieure des cibles de la Fed. Ils n'ont eu qu'à pointer du doigt le travail de vente de Trump sur ses grandes réussites économiques et son très faible taux de chômage. Les « colombes de l'inflation » pensaient, comme ils le font depuis la crise du crédit, que le cataclysme économique rôde et que d'autres torrents d'argent étaient nécessaires pour prévenir cet effondrement économique pressenti. Les guerres commerciales de Trump étaient le coupable tout désigné pour leur alarmisme économique.

Le beau temps est de retour!

Les obligations et les actions ont atteint de nouveaux sommets lorsqu'ils ont à peu près réalisé que Powell avait cédé inconditionnellement aux demandes de Trump. « *Le beau temps est de retour* » dans le paysage financier et les marchés financiers concernés s'attendent à beaucoup plus d'assouplissement et d'accommodement de la part de la Fed. Cela n'a pas beaucoup de sens pour nous. Comme nous l'avons déjà dit, le marché obligataire tient compte d'une dépression et d'une déflation, tandis que le marché boursier pense que les choses vont bien. Un seul marché aura raison.

Largesses financières

Les marchés du crédit sont d'accord avec le marché boursier et continuent de se complaire dans les largesses financières de la Fed. Les gestionnaires d'obligations nagent littéralement dans leur excédent d'argent et le dernier cycle « d'étirement générateur de rendement » est en pleine floraison. Ils continuent de garnir leurs portefeuilles de tout ce qui est susceptible un tant soit peu de produire un peu plus de rendement dans leurs tentatives désespérées de surclasser les fonds passifs et les FNB. La « recherche » d'obligations de sociétés se gargarise de la manière dont les taux d'intérêt historiquement bas font des obligations de sociétés et des prêts bancaires, aussi dopés et risqués soient-ils, le seul jeu de revenus digne de ce nom par comparaison aux rendements faméliques des obligations des administrations publiques.

Les obligations mises dans leur tort

Nous pensons que les marchés boursiers et du crédit ont peut-être plus raison de prévoir une économie américaine raisonnable que la Dépression que les rendements des marchés obligataires américains laissent présager. Les rendements des obligations nominales étant généralement inférieurs à l'inflation, les investisseurs misent manifestement sur une forte baisse de l'inflation qui ne semble pas se concrétiser ou peut-être une catastrophe financière ou économique en cours de route. Si c'est le cas, alors l'enthousiasme actuel pour les actions et le crédit à plus faible taux est très mal avisé.

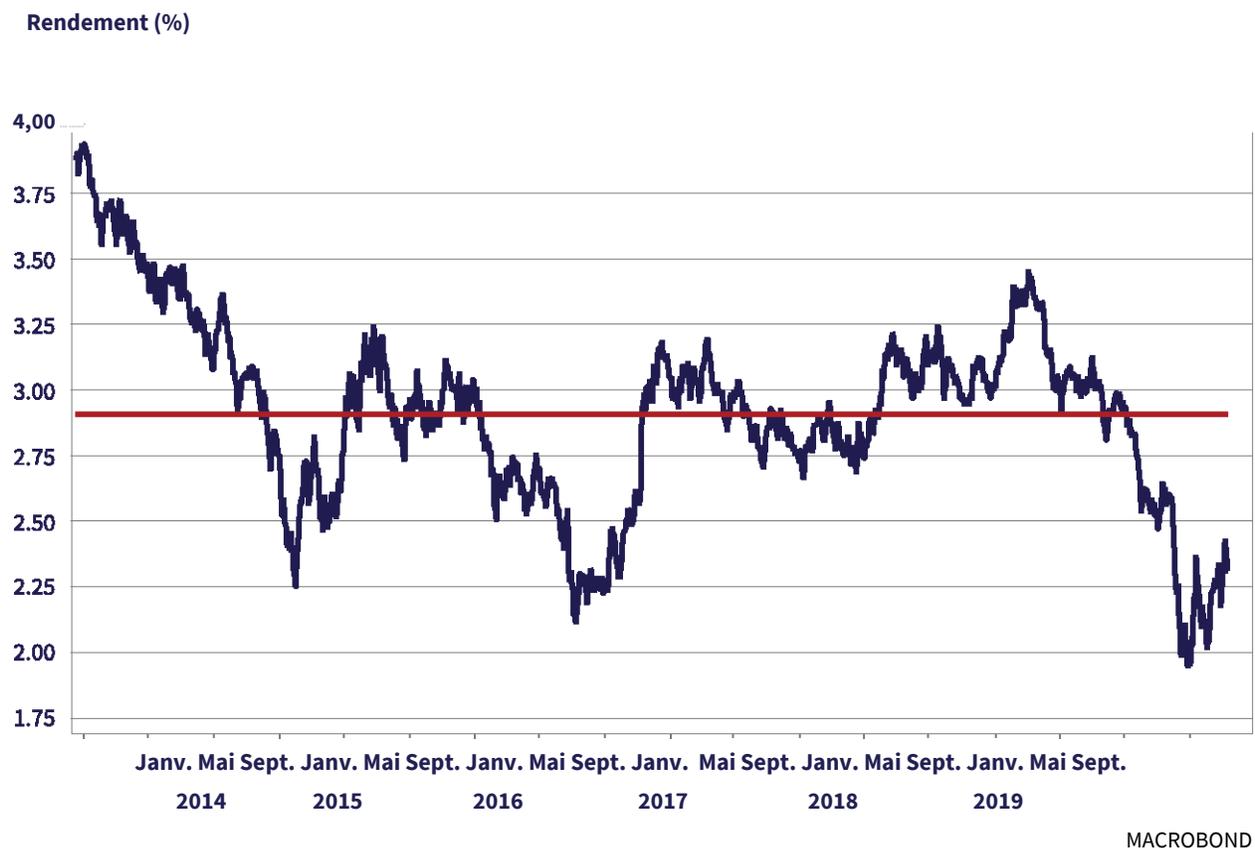
Expériences « branchées sans fil »

Les mouvements à court terme des marchés financiers sont ce que les gens remarquent, surtout maintenant que tout le monde est « branché » ou mieux « branché sans fil » aux renseignements financiers sur leurs appareils numériques. Nos grands-pères et nos grands-mères avaient leurs journaux et leur « ruban » de prix. Nos mères et nos pères ont ajouté la radio et la télévision à leurs sources d'information sur les investissements. À notre époque, nous sommes bombardés de données et d'informations financières à chaque instant. La disponibilité actuelle de l'information est inégalée dans l'histoire de l'humanité, mais notre capacité décisionnelle réelle est encore à peu près la même que celle de nos premiers ancêtres humains, avec ses propres biais bien humains.

Creux et débridé

La forte baisse des rendements, qui sont passés de 3,46 % sur l'obligation à long terme des États-Unis au cours de l'automne 2018 au creux historique de 1,95 % à l'été 2019, domine les perceptions des investisseurs. Les psychologues nous disent que nos expériences les plus récentes se voient accorder plus de poids par l'ordinateur biologique à « logique floue » qu'est notre cerveau. Cela semble certainement être le cas à l'heure actuelle. Les données réelles peuvent bien aller au diable, les investisseurs croient que la tendance des rendements et de l'inflation sera à jamais à la baisse et que le rendement à long terme des obligations du Trésor sera nul ou négatif! Les opinions des experts financiers sur le « tout nouvel élément » des rendements faibles et négatifs confortent nos sentiments et notre intuition avec l'autorité de l'opinion populaire.

Rendement du Trésor américain sur 30 ans



Comme nous le disons souvent à nos jeunes employés de placement et à vous, il est toujours utile de « tracer un graphique » avant de tirer des conclusions. Le graphique ci-dessus montre les rendements historiques des obligations à long terme du Trésor américain au cours des cinq dernières années. Il raconte une histoire intéressante. Vous pouvez voir que les périodes de rendements à la baisse sont marquées, tout comme les périodes de rendements à la hausse.

Rêves obligataires coupables de catastrophe

Vous remarquerez également que le rendement à long terme s'est approché de 2 % en 2014 et en 2016 et qu'en fait, il a franchi la barrière de 2 % pour atteindre un creux historique de 1,95 % à l'été 2019. Durant chacun de ces faibles rendements, le monde financier était obsédé par ce qui venait de se produire et s'attendait à ce que les rendements chutent encore plus bas lorsque l'économie s'affaiblirait davantage. Quand ces espoirs et ces rêves coupables de désastre économique et financier sur le marché obligataire ne se sont pas matérialisés comme prévu, une remontée compensatrice abrupte des rendements a repoussé les taureaux des obligations jusque dans leurs enclos.

Courtes périodes de pur ennui

Le rendement moyen pour la période susmentionnée est tout juste supérieur à 2,8 %, mais il n'y a eu que de courtes périodes au cours des cinq dernières années pendant lesquelles le marché était véritablement à ce niveau. Il nous semble que les marchés financiers ne savent pas quoi penser de ce qui se passe. Ils s'accrochent au dernier développement, ce qui n'est pas inhabituel dans les marchés financiers. Les soldats racontent que le combat est « *un ennui ponctué par de courtes périodes de terreur pure* ». Nous voyons maintenant le contraire sur les marchés financiers : « *de longues périodes de terreur ou d'élation, ponctuées de courtes périodes d'ennui pur* »!

Frêle, infatué et illogique

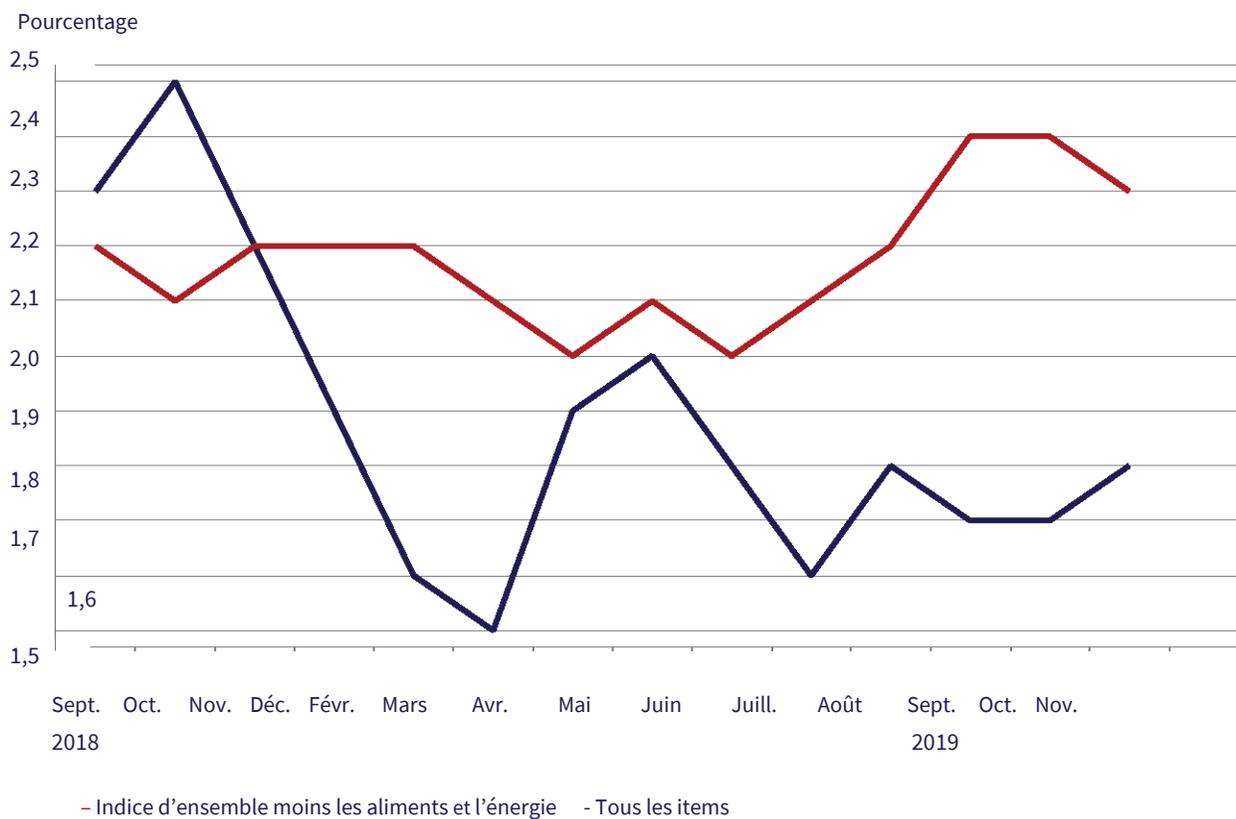
Nous croyons qu'une perspective historique est toujours utile. Vous savez, d'après nos anciens bulletins, que nous lisons beaucoup et étudions l'histoire financière. Nous ne sommes pas vraiment enthousiastes à l'idée que « *ceux qui ne connaissent pas l'histoire sont condamnés à répéter ses erreurs* ». La réalité est que l'histoire ne se répète pas souvent de façon exacte, mais elle représente la somme des comportements humains qui se sont manifestés auparavant. Les êtres humains sont des créatures frêles, infatuées et illogiques, poussés par des facteurs de leur évolution vers certains comportements. Pour nous, la leçon ultime de l'histoire est que lorsque les humains pensent connaître la réponse, ils sont habituellement surpris par ce qui se produit. Voilà où nous pensons être maintenant.

Pour toujours et à jamais

Nous pensons que le consensus autour de la baisse des taux d'intérêt est « *pour toujours et à jamais* » comme ils le disent dans les romans et films romantiques pour les adolescents. Ce consensus est très ferme et résiste aux données probantes. La plupart des investisseurs ne peuvent aujourd'hui concevoir une période prolongée d'augmentation des taux d'intérêt et de l'inflation, de sorte qu'ils n'ont aucune inquiétude que cela puisse se produire. Il ne s'agit pas d'une « tarification efficace » d'un actif financier. Il s'agit d'une émotion brute et de « sentiments ».

Cela va à l'encontre de la réalité observée. L'inflation réelle aux États-Unis avoisine la cible de 2 % fixée par la Fed. L'IPC d'ensemble s'est établi à 1,8 % d'une année sur l'autre en octobre, car la baisse du prix de l'énergie l'a affecté, mais l'ex-indice d'énergie et aliments a atteint un niveau beaucoup plus élevé de 2,3 %.

Variation annuelle de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis



MACROBOND

Cela signifie que le prix des obligations à taux fixe est stratosphérique. Le rendement actuel de l'obligation à long terme du Trésor américain est tout juste inférieur à 2,3 %, ce qui n'est pas beaucoup plus élevé que l'inflation prévalente, comme nous l'avons vu précédemment. Cela signifie que les acheteurs obtiennent un rendement nul après inflation pendant 30 ans, et encore plus bas après impôt. Un rendement de 2 % équivaut également à un facteur de multiplication x 50 des bénéfiques sur un titre, avec une « croissance nulle » des flux de trésorerie, sans aucune perspective d'augmentation des obligations à coupon.

L'école du « Faire tout »

La véritable question est de savoir comment nous en sommes arrivés là. Nous croyons que ce sont les tentatives frénétiques des politiciens et des bureaucrates de favoriser la croissance économique qui ont déformé les perspectives.

Dans une économie, un système financier existe pour permettre de tarifier efficacement les biens et les services. Nous croyons que les politiques radicales actuelles ont déformé le système financier à tel point qu'il ne ressemble plus en rien à un répartiteur efficace du capital. Jusqu'ici, les torrents d'argent n'ont fait qu'augmenter les prix des actifs financiers, les investisseurs cherchant des rendements plus élevés. Les rendements sont en fait devenus négatifs en Europe, car la Banque centrale européenne a acheté des obligations si massivement qu'elle a forcé leurs rendements à devenir négatifs.

Le côté négatif des rendements négatifs

Est-ce logique? Bien sûr que non! Cela pourrait se produire à court terme, mais pensez-y, combien de prêteurs y aura-t-il s'ils doivent payer les emprunteurs pour prendre leur argent? Il y a de l'enthousiasme à l'égard des rendements négatifs, mais comment fonctionne-t-on si cela doit être notre avenir?

Par exemple, que signifie un « écart de rendement » avec des rendements négatifs? Un émetteur d'obligations de sociétés de très grande qualité pourrait négocier aux États-Unis avec un rendement supérieur de 1 % à celui de l'obligation du Trésor à long terme, qui est actuellement de 2,3 %. Ce rendement supplémentaire indemnise le prêteur pour le risque plus élevé qu'il y a à investir dans ce type d'obligation par comparaison à une obligation du Trésor moins risquée.

Pensez-y. Disons que le rendement des obligations du Trésor allemand est de -1 %. Cela signifie que l'acheteur donne au vendeur 100 \$ et prévoit récupérer 99 \$ à l'échéance, ce qui offre au prêteur son rendement négatif. Cette entreprise devrait-elle négocier en euros à 1 % de plus que le gouvernement allemand ou à 0 % ou 1 % de moins à -2 %? Il nous semble que l'émetteur de qualité supérieure devrait payer moins aux emprunteurs pour prendre leur argent, mais toute cette discussion montre le ridicule de l'expérience avec des taux d'intérêt négatifs et la mesure dans laquelle elle a faussé la prise de décisions économiques et financières.

Quelque chose ne va pas au Danemark



Nous avons lu un rapport intéressant sur les fonds de pension danois et sur la manière dont ils ont souffert sous le régime d'intérêt négatif de la BCE. Les organismes de réglementation cherchent des façons de modifier la réglementation des caisses de retraite, compte tenu des taux négatifs. Lorsque les actuaires et les organismes de réglementation examinent habituellement les fonds de pension, ils veulent qu'ils soient « appariés », c'est-à-dire que la sensibilité du terme et du taux d'intérêt de leur passif et de leur actif soit la même. Cela fonctionne dans un monde normal où vos actifs ont un rendement plus élevé que vos passifs. L'appariement assure l'écart de rendement positif de vos actifs et réduit le risque de financement. Le problème au Danemark est d'exiger qu'un fonds de pension dont le rendement de ses obligations est négatif soit « apparié ». Si un fonds de pension fixe une durée appariée ou « immunise » son portefeuille avec des taux négatifs, il garantira un rendement négatif sur l'horizon temporel en question. L'« appariement » d'un rendement négatif équivaut à déclarer faillite de la caisse de retraite.

Politique fiscale louche

Si quelque chose ne va pas dans la politique monétaire, la politique fiscale ne fait pas meilleure figure. Les gouvernements négligent maintenant volontairement ou par ignorance (une négligence délibérée) les déficits et la dette et se tournent vers la politique fiscale et les déficits pour dynamiser leur économie. C'est un peu tourner en rond. Dans les années 1980, on a observé une aversion pour l'interférence des gouvernements « keynésiens » dans l'économie, laquelle s'est exprimée dans les banques centrales « monétaristes » et les « budgets équilibrés ».

Les choses sont assurément différentes aujourd'hui. L'administration Trump enregistre des déficits records et massifs sans aucune inquiétude. Les politiciens ont appris que les électeurs ne se soucient pas vraiment des dépenses gouvernementales et l'idéologie a été sacrifiée dans l'empressement à gagner la réélection. Les faucons du déficit du « Tea Party » étaient autrefois contre l'augmentation des dépenses publiques, mais ils sont maintenant des « Royalistes » de Trump. Ce que Trump veut, il l'obtient et « Réduire les impôts et dépenser plus » est la nouvelle devise économique des Républicains pour leur « roi de la dette » autoproclamé.

Peu importe qui remportera les élections présidentielles américaines de 2020. Il n'y a certainement pas de volonté d'augmenter les impôts ou de réduire les dépenses tant chez les Républicains de Trump que dans le Parti démocratique. Si Trump est réélu, nous obtenons une plus grande part de ses déficits record. Ce ne sera certainement pas mieux si son ennemi mortel, les « Démocrates » fait son chemin jusqu'à la Maison Blanche. Dans leur primaire présidentielle, les démocrates de gauche s'engagent à augmenter les dépenses publiques sur à peu près tout.

L'épopée du déficit

Notre Canada ne fait pas mieux. Lors de l'élection fédérale canadienne de 2015, Justin Trudeau et les Libéraux se sont lancés sur une plateforme qui promettait de creuser des déficits et ils ont gagné. Lors des récentes élections de 2019, même les Conservateurs n'ont pas été trop agacés par les déficits. Aujourd'hui, les Libéraux prévoient de creuser des déficits encore plus élevés. Notre hymne national devrait peut-être être révisé pour dire « *Ton déficit est une épopée* ». Il semble même que l'impopularité des compressions budgétaires du gouvernement conservateur de Ford ait été un facteur important des gains des libéraux fédéraux en Ontario. Le premier ministre Ford semble en avoir pris note et il renverse certaines de ses mesures de réduction des coûts les plus impopulaires.

Champ de distorsion du rendement

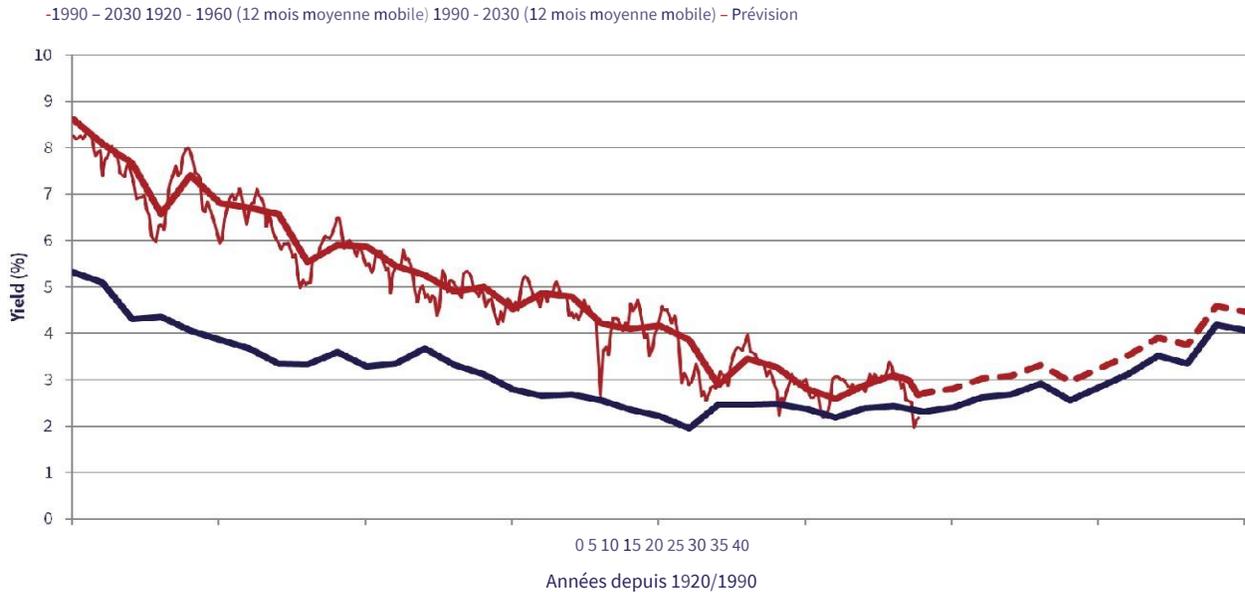
Donc, avec toute la distorsion du marché, quelle voie emprunteront les taux d'intérêt et les rendements? Compte tenu de toute la complaisance à l'égard de l'inflation, nous estimons que le risque est qu'elle surprenne en évoluant à la hausse et entraînera le rendement des obligations. Nous croyons toujours que la situation n'est pas aussi défavorable et que les taux d'intérêt américains sont en train de connaître une phase prolongée de stagnation profonde. Nous montrons à la page suivante notre graphique mis à jour comparant les rendements à long terme moyens observés de 1920 à 1960 avec les rendements actuels de 1990 à aujourd'hui. La ligne rouge mince représente le rendement quotidien des obligations du Trésor à long terme. Il est intéressant pour nous de constater les mouvements violents à la hausse et à la baisse du rendement des obligations à long terme, alors que le sentiment passe d'une bonne économie et de la « normalisation » des taux d'intérêt à la dépression, à l'inflation négative et même à des taux d'intérêt négatifs.

Powell

Comme nous l'avons vu dans le graphique précédent, la baisse la plus récente du rendement des obligations à long terme nous a fait passer d'un sommet de 3,45 %, au milieu de la « normalisation » de la Fed, à un creux historique de 1,95 % après que Trump Twitter eut bombardé Powell jusqu'à ce qu'il accède à ses demandes.

Il convient de noter que c'était la première fois que l'obligation à long terme était passée sous la barre des 2 %, ce qui n'a pas été le cas pendant la crise du crédit et la grande récession de 2008 à 2016. Il n'y avait pas d'obligations du Trésor à long terme de 30 ans dans les années 1930, mais les obligations à long terme les plus longues à l'émission à cette époque n'ont jamais dépassé 2 %.

Rendement des obligations du Trésor américain à long terme en 1920 et en 1990



Source : « A History of Interest Rates » de Sidney Homer & Richard Sylla, PCBond, Bloomberg

Les moyennes mobiles racontent une autre histoire. La ligne rouge plus épaisse représente la moyenne mobile mensuelle du rendement des obligations du Trésor américain à long terme de 1990 à aujourd'hui et la ligne bleue épaisse représente la moyenne mobile de 1920 à 1960. Il a fallu un certain temps après le creux de 1942 pour que les taux d'intérêt commencent timidement à grimper. Après avoir bondi autour des planchers pendant 8 ans après le creux absolu de 1942, les taux ont finalement commencé à augmenter en 1950 (année 30).

Un fond creux

Nous croyons que nous n'avons pas encore terminé la phase de stagnation profonde actuelle, mais nous nous rapprochons. L'année 2020 sera l'année 30 sur le graphique de la moyenne mobile actuelle, la ligne rouge épaisse. Les taux d'intérêt sont-ils sur le point de commencer leur hausse? Aucun parallèle historique n'est exact, mais, comme nous l'avons dit précédemment, l'histoire laisse entendre qu'ils pourraient l'être.

Réalité consensuelle

Il est facile de dépeindre un scénario optimiste et y mettre le prix pour acheter quelque chose, mais la réalité nous rattrape souvent quand les risques importants sont exclus de la tarification des actifs risqués. Nous continuons de croire que le marché obligataire sous-évalue le risque d'inflation.

Nous ne sommes pas des économistes qualifiés et clairvoyants, mais il nous semble que les prix sont fixés pour la perfection sur le marché obligataire. Le consensus actuel semble être que la Fed peut imprimer des billets, acheter des obligations et faire tout ce qu'elle veut sans risque d'inflation. Le consensus veut également que les dépenses et les déficits publics massifs financés par la dette sont une saine politique économique et sont bénéfiques pour l'économie.

Ce changement du consensus économique et financier est assez étonnant et défie la réalité. Maintenant que personne ne croit que les politiques monétaires et fiscales peuvent être efficaces pour rajeunir l'économie, il nous semble qu'elles l'ont déjà fait. Si l'économie continue de s'améliorer, qu'advient-il de tous les fonds injectés dans l'économie américaine? Nous pensons que nous venons tout juste d'avoir une idée de notre avenir avec les problèmes du marché des pensions.

Folie des pensions

La politique monétaire conventionnelle consiste pour les banques centrales à contrôler la masse monétaire par l'entremise de leurs opérations de « marché libre », à acheter et à vendre des titres d'État à court terme. Après la crise du crédit, les choses ont changé avec l'achat par les banques centrales d'énormes quantités de titres d'emprunt à plus long terme pour fournir plus d'argent et stimuler l'activité économique, ce que l'on appelle l'« assouplissement quantitatif ».

Cela signifiait littéralement que, parfois, la Fed achetait chaque obligation du Trésor américain émise et, par conséquent, faisait monter les prix des obligations et forçait ainsi à la baisse le rendement des obligations et les taux d'intérêt. Lorsque la Fed a cessé l'AQ, elle a continué à utiliser le produit des obligations arrivant à échéance pour acheter d'autres obligations sur le marché libre. Cela a maintenu les énormes portefeuilles d'obligations d'État de la Fed au même niveau et les liquidités dans le système. Lorsque la Fed a normalisé ses politiques, elle a cessé d'utiliser le produit des obligations arrivant à échéance pour acheter davantage d'obligations. Cela a réduit son portefeuille d'obligations et c'est à ce moment que les problèmes ont commencé sur le marché des pensions.

Un engagement de rachat est un prêt consenti à une institution financière et garanti par un engagement d'actif financier. Un cas normal serait une banque empruntant de l'argent en donnant en nantissement une obligation

du Trésor. Le marché du financement à un jour représente littéralement une banque qui emprunte de l'argent un après-midi et qui le rembourse le lendemain matin, en donnant en garantie certaines de ses obligations. Pourquoi une banque agirait-elle ainsi, demanderez-vous? Les banques doivent respecter certaines exigences réglementaires relatives aux fonds propres et aux liquidités. Elles doivent donc avoir des liquidités dans leur bilan.

L'argent comptant

Ce qui s'est produit avec l'« échec » du marché des pensions, c'est que les taux des prêts à un jour ont grimpé bien au-dessus des taux d'intérêt cibles de la Fed. Il en a été ainsi parce qu'il n'y avait pas assez de personnes disposées à prêter de l'argent du jour au lendemain. La Fed a alors réagi en offrant des prêts à leur taux cible à quiconque le voulait, ce qui a réglé le problème. La cause de ce problème est évidente. Lorsque la Fed a laissé son portefeuille d'obligations parvenir à maturité sans réinvestir ses liquidités, cette mesure a réduit l'offre de liquidités.

La Fed a donné suite à sa réaction initiale par un nouveau programme d'achat de bons du Trésor sur le marché libre. La Fed préfère ne pas parler d'assouplissement quantitatif. Il s'agit essentiellement d'un changement de préférence à l'égard du terme, le terme des achats de bons du Trésor remplaçant le terme des achats d'obligations durant l'AQ. Quoi qu'il en soit, ça revient au même; la Fed achète des bons du Trésor du gouvernement américain avec de l'argent qu'elle vient de créer. Cela trahit le manque d'argent dans le système. Sans les achats de la Fed, il n'y aurait pas assez d'argent pour acheter toutes les obligations en circulation.

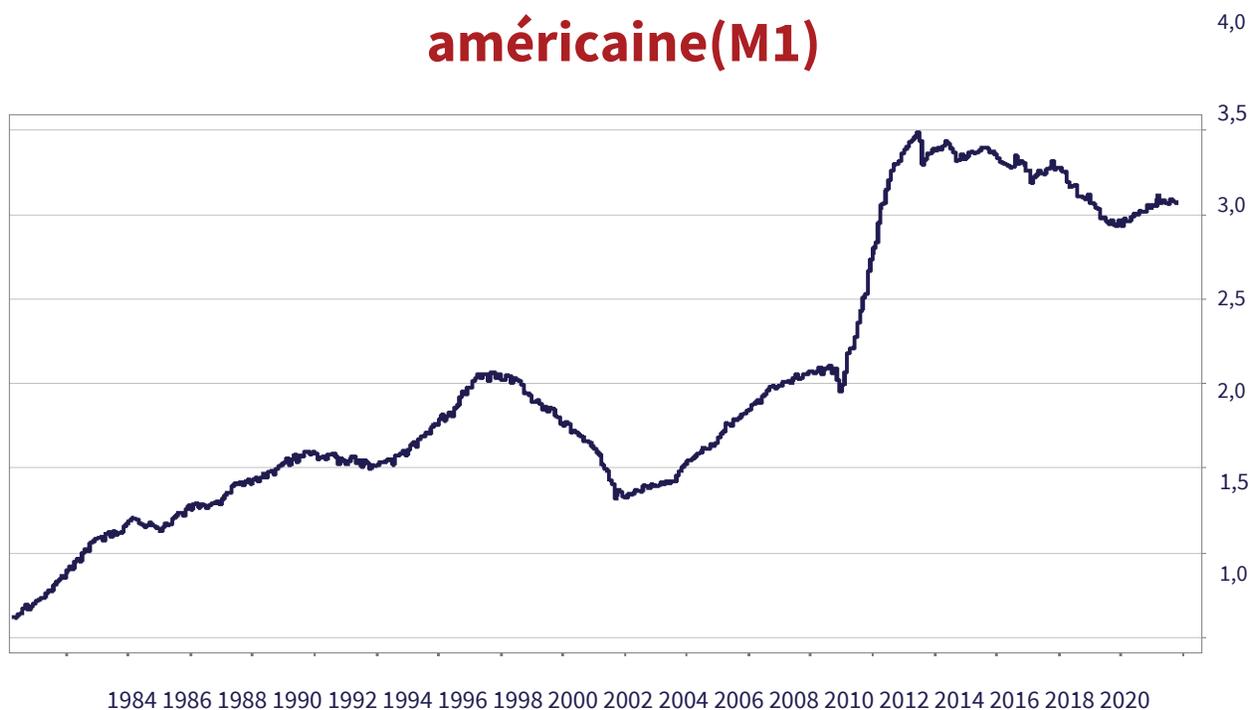
Relier les points

Comme cela semble un mystère pour la plupart des commentateurs experts, nous avons décidé à nouveau de « représenter graphiquement les données », comme vous pouvez voir à la page suivante. Nous avons tracé l'encours des obligations du Trésor américain à court terme sur le marché du Trésor, en excluant les bons du Trésor à court terme, par rapport au M1 ou aux espèces en circulation. Vous pouvez voir le problème.

Le ratio était auparavant de 1:1, ce qui signifie qu'il y avait auparavant le même montant d'obligations du Trésor que les espèces en circulation en 1983. Ce ratio a augmenté au cours des années 1980 et 1990 pour s'établir à 2,5:1 et a même diminué à la fin des années 1990 alors que le gouvernement américain enregistrait des excédents et remboursait une partie de la dette nationale. Il a touché un fond en dessous de 2:1 en 2003 et est revenu à 2,5 x en 2007, juste avant la crise du crédit. Vous pouvez voir l'effet de l'« assouplissement quantitatif » à partir de 2009. Le ratio est passé de 2,5 à 4:0, ce qui signifie que le montant des obligations du Trésor était 4 fois plus élevé que l'argent en circulation.

Ce qui nous intéresse, c'est que le ratio passe de son sommet de 4,0:1 à 3,5:1 avant de remonter comme il l'a fait récemment. Cela confirme notre méfiance voulant que lorsque la Fed a cessé d'acheter des obligations, alors que son portefeuille arrivait à échéance, la demande du secteur privé n'était pas suffisante pour la remplacer. Cela souligne également que la distorsion des taux d'intérêt du marché, le mécanisme de prix pour le capital, peut avoir des conséquences imprévues. Il nous semble que la Fed sera le principal acheteur d'obligations du Trésor pendant un certain temps en raison de sa brève et malheureuse tentative de « normaliser » les choses.

Encours des obligations du Trésor américain/masse monétaire américaine(M1)



– États-Unis, « Public Debt, All, Marketable, Total-Bills »/« Monetary Statistics, Monetary Aggregates, M1, Total, SA », USD

MACROBOND

Comme nous l'avons dit à la page précédente, la valeur marchande des obligations avec les faibles rendements actuels est bien supérieure à leur prix d'émission de 100 \$. Cela aggrave encore le problème de la Fed, qui doit s'assurer d'avoir suffisamment de liquidités dans le système financier pour payer l'encours des obligations du Trésor.

Il suffit d'arrêter d'acheter

Les rendements disponibles sur les actifs à revenu fixe sont décevants par rapport à l'énorme risque de taux d'intérêt qu'ils assument. Nous avons souvent discuté du paradigme de l'illiquidité de Canso dans ces pages. Le graphique ci-dessus nous indique que si chaque détenteur d'obligations du Trésor américain décidait de vendre immédiatement et que chaque détenteur d'espèces voulait acheter immédiatement, le prix se réglerait quelque part à 25 \$, c'est-à-dire qu'il n'y a que 100 \$ d'espèces disponibles pour chaque tranche de 400 \$ d'obligations du Trésor en circulation ($100/400 = 0,25$ ou 25 %).

Il est important pour nous d'avoir des capitaux disponibles pour acheter des choses que d'autres investisseurs ne veulent pas. Les problèmes liés au marché des pensions nous racontent ce qui se produira si les investisseurs décident simplement « de cesser d'acheter ». Les prix chuteront. Ce n'est pas seulement un problème pour le

marché des obligations d'État. La grande quantité de liquidités à investir et les faibles rendements offerts par les placements conventionnels ont incité les investisseurs à opter pour des placements très spéculatifs et très peu liquides et ont poussé leurs prix à des niveaux insoutenables.

Exit WeWork!

Comme nous vous l'avons dit depuis des années, le capital trop facilement disponible rend les gens susceptibles de le gaspiller. Nous avons formulé des commentaires sur la façon actuelle d'investir dans des « placements non traditionnels » dans notre édition du mois d'août du Market Observer. Les valorisations des marchés privés, malgré leur illiquidité, avaient atteint des sommets ridicules. Nos commentaires ont été formulés en temps opportun, comme l'ont montré de récents rapports de presse. WeWork est un excellent exemple du désordre dans les marchés privés. Après plusieurs tentatives infructueuses d'appel public à l'épargne, il a finalement jeté l'éponge et a obtenu un financement d'urgence de 8 milliards de dollars avec son principal actionnaire Softbank. Il s'agit d'une baisse par rapport à la dernière ronde, à 48 milliards de dollars, qui met en évidence une réduction de valeur de 83 %! Softbank, autrefois louée pour son savoir-faire sur le marché privé, a également récemment pris une énorme perte sur ses avoirs dans Uber, qui continue de perdre de l'argent.

Il n'y a pas d'autre solution

Les marchés boursiers en général surfent également sur la vague de la liquidité. Un article du Wall Street Journal intitulé « *All News Is Good News When the Market Keeps Ripping Higher* » parle du concept « Il n'y a pas d'autre solution » aux actions étant donné que le rendement des obligations est aussi faible :

[Traduction] « *Quelque chose qui ressemble à l'argument de l'absence d'autre solution est utilisé depuis de nombreuses années par les taureaux pour recommander des actions, au motif que, peu importe leur coût par rapport aux historiques, elles sont considérées comme une aubaine par rapport aux obligations. En acceptant cette approche, on remarquera que l'écart entre le rendement réel des titres du Trésor à 10 ans protégés contre l'inflation et le financier prévu, soit l'inverse du prix à terme/ratio des gains est le même qu'il y a dix ans.* » [All News Is Good News When the Market Keeps Ripping Higher](#); WSJ; James Mackintosh;

16 novembre 2019

Jaillir à précipiter

Le coût réduit du capital prête à de très mauvaises décisions de placement. Dans les pages précédentes, nous avons parlé des manies d'investissements dans les « monnaies cryptographiques » et les « titres de marijuana », qui sont maintenant en position de mal se terminer, en fait de se terminer très mal. Le Bitcoin, qui a culminé en décembre 2017 à près de 20 000 \$US, a chuté à 3 500 \$US, soit une baisse de 83 %, et est maintenant à 8 500 \$US, ce qui demeure une baisse de 58 %.

Les titres de marijuana se sont aussi « écrasés et brûlés ». La presse financière, impatiente d'exploiter l'enthousiasme des investisseurs dans la marijuana par une couverture ciblée, avait surpris dans sa couverture de l'industrie du cannabis. Les choses ont rapidement changé depuis le sommet de la valeur des titres de marijuana en mai. Alors que les investisseurs se précipitent pour vendre, il n'y a pas de sympathie pour les anciens hauts potentiels :



[Traduction] « Les actions de Canopy Growth Corp. ont chuté à leur plus bas niveau en près de deux ans après que la société de marijuana a déclaré des revenus qui n'ont pas atteint l'estimation de l'analyste le plus pessimiste et une perte qu'un analyste a qualifiée d'« étonnante »... La plus grande entreprise de cannabis au monde selon leur valeur marchande a également indiqué qu'il était peu probable qu'elle concrétise ses objectifs financiers... Les parts ont chuté jusqu'à 18 % jeudi pour s'établir à 20,15 \$CAN, leur plus bas niveau depuis décembre 2017. Le titre a perdu plus de 70 % de sa valeur depuis ses récents sommets en avril dans un contexte de pressions généralisées sur le secteur du cannabis. Les investisseurs sont de plus en plus impatients à l'égard des entreprises qui ne montrent pas une voie claire vers la rentabilité... » Canopy Slumps After 'Astounding' Loss, Restructuring Charge; Kristine Owrarn; Bloomberg; 14 novembre 2019.

Éviter les erreurs de débutant

Nous sommes d'accord pour dire que les actions, avec la perspective d'une augmentation des bénéfices, ont une meilleure valeur que les obligations à taux fixe sans aucune croissance des coupons. Les actions sont toutefois exposées à une hausse des taux d'intérêt si et quand elles finissent par augmenter. Nous continuons d'aimer les obligations à taux variable de haute qualité qui sont très attrayantes à l'heure actuelle sur une base historique par rapport à leurs cousines à taux fixe. Les écarts de crédit sont également attrayants pour les obligations de qualité supérieure, de sorte que les obligations de qualité supérieure couvertes contre les risques de taux nous semblent prometteuses.

Nous pensons qu'il est temps de faire preuve de prudence lorsque tous les acteurs sont en proie à une fièvre monétaire et que la bonne période financière se poursuit. Il s'agit de la partie du cycle où la discipline de placement devient importante. Les vendeurs veulent vendre ce que les gens achètent et les clients sont seulement humains et veulent ce que les autres ont, le plus récent et le plus gros dans la bataille de la performance.

Notre vocation en tant qu'investisseur de valeur consiste à acheter lorsque des gens vendent et à vendre lorsque d'autres achètent. Nous trouvons toujours de la valeur dans des situations particulières qui sont négligées et qui ont été laissées de côté. Essentiellement, nous continuons de vendre en force et d'éviter les actifs risqués trop coûteux.

Il faudra peut-être un certain temps pour que les principes fondamentaux s'affirment, mais nous sommes ravis d'observer et d'attendre sur la ligne de côté. À ce stade, « entrer dans le jeu » est une « erreur de débutant »!



L'Observateur des marchés Novembre 2019

Personne-ressource : Renseignements

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.

Joignez-nous sur LinkedIn et Twitter pour rester au fait des derniers commentaires de Canso sur le marché.

