



Canso INVESTMENT
COUNSEL LTD.

L'Observateur des marchés

JANVIER 2024

Erreur de parcours

Bien que la théorie des marchés efficients ait été enseignée en finance à des générations d'étudiants, nous avons toujours été d'un autre avis à ce sujet. Les événements de 2023 au sein des marchés financiers et de l'économie devraient inciter à une réflexion approfondie sur l'efficacité réelle des marchés financiers.

Chez Canso, nous enseignons à nos jeunes collaborateurs que les marchés sont le reflet de comportements humains vulnérables, plutôt que des arbitres impartiaux de la vérité économique et de la valeur des titres, contrairement à ce qu'on leur a souvent amené à croire. Selon les recherches de John Coates sur la psychologie des investisseurs et la physiologie humaine, il n'existe aucune sagesse dans le comportement de masse des investisseurs. Malgré nos opinions, les prix et les rendements sont déterminés par l'acheteur le plus optimiste lorsque le marché est au plus haut et par le vendeur le plus pessimiste lorsqu'il est au plus bas. Nous rappelons aussi à nos jeunes collègues que, indépendamment de nos réflexions et de nos conclusions, le marché tracera sa propre voie.

Une récession qui se fait attendre

L'année 2023 confirme la pertinence de nos enseignements. Au début de 2023, si l'on se base sur l'ensemble des renseignements alors disponibles, le consensus prévoyait une récession et un marasme sur les marchés financiers, une croyance persistante depuis l'augmentation des taux d'intérêt par les banques centrales en 2022. Pour nous, cela n'a rien de surprenant. Pour reprendre les mots de l'économiste canadien John Galbraith: « *Le seul but de la prévision économique est de donner un semblant de respectabilité à l'astrologie* ». Contredisant la logique collective des experts, aucune récession ne s'est déclarée; au contraire, on a assisté à une forte reprise des marchés des actions et des obligations à risque. C'est à ne rien y comprendre. Selon un article de fin d'année publié par Bloomberg, les experts se sont totalement trompés :

« À la même période l'année dernière, **85 % des économistes interrogés dans un sondage anticipaient une récession pour cette année - un vent d'optimisme** »



Canso

*comparativement à la probabilité de 100 % d'une récession prévue deux mois plus tôt...
Les économistes n'ont pas encore élucidé les raisons d'une telle conjoncture positive, mais une réévaluation de leurs méthodes semble inévitable ».¹*

Réellement l'amour, version investisseurs

En octobre, les rendements des obligations à long terme américaines ont atteint un sommet de plus de 5 %, avant de plier l'échine de 1 % face à la reprise des marchés et clôturer l'année à 4 %. Fidèle complice, la Réserve fédérale américaine avait clairement illustré dans le tracé de ses prévisions son intention de réduire ses taux au jour le jour en 2024. Cette diminution de 1 % des rendements s'est traduite par une hausse de 20 % du prix des obligations du Trésor américain à long terme. Au Canada, les obligations ont entonné le même chant, montant en crescendo à 4 % au début d'octobre, puis allant diminuendo et s'étouffant à moins de 3 % en fin d'année. Les marchés se sont envolés et les investisseurs se sont enthousiasmés des gains exceptionnels réalisés sur presque tous les fronts.

Dans un de ses titres, « *What Did Wall Street Get Right About Markets This Year? Not Much* » (article en anglais), le *Wall Street Journal* a sévèrement critiqué ceux qui s'étaient trompés (à savoir tout un chacun). L'article poursuit en évoquant l'enthousiasme de Wall Street pour cette conjoncture inattendue et propice à la hausse. D'après les études du professeur Coates, quand d'importantes sommes d'argent sont en jeu, les négociateurs sont physiquement influencés par une montée de testostérone et prennent des risques démesurés. En fin d'année 2023, les appréhensions relatives aux taux d'intérêt et à l'économie étaient chose du passé et l'achat de n'importe quel actif à risque était en vogue. Le *Wall Street Journal* a récapitulé la situation en quelques mots :

« Cependant, au cours des dernières semaines de l'année, une vague d'euphorie a submergé le marché lorsque la Réserve fédérale américaine a laissé entendre qu'elle envisageait de réduire les taux d'intérêt plutôt que de les augmenter... Une « reprise universelle » a catapulté les prix des actifs, de l'or au bitcoin, sans oublier les obligations de sociétés risquées et les placements dans les recoins les plus ambitieux du marché boursier. L'indice S&P 500 est en passe de terminer l'année avec neuf semaines consécutives de hausse, la plus longue reprise depuis près de 20 ans. Les prix du bitcoin ont plus que doublé ».²

Pleins feux sur l'intelligence artificielle

Les titres définis comme étant « propulsés par l'IA » ont connu une envolée remarquable au cours de la dernière année. Nvidia a progressé de 239 % et Meta, de 194 % en 2023. Google, Apple, Microsoft et plusieurs autres géants technologiques bien établis ont triomphé sur les indices boursiers, revitalisés par leur évolution en champions de l'IA. Le NASDAQ, à forte prépondérance technologique, a affiché une hausse de 45 %. La pondération plus modeste des chefs de file de l'IA au sein de l'indice S&P 500 s'est traduite par une moindre hausse de 26 % et le classique Dow Jones a dû se contenter d'une hausse de 16 %. En revanche, le rendement de 11 % de l'indice TSX, axé sur les finances et les ressources naturelles, semble bien dérisoire face à ces ténors du marché.

Selon nous, toute personne qui se prononce sur la valeur financière de l'IA dit des sottises. On peut résumer les prétendues recherches sur les placements que nous avons lues sur le sujet à ce qui suit : « *L'impact sera tellement **GIGANTESQUE** que rien ne sera plus comme avant* ». Peut-être, mais l'impact sur les flux de trésorerie demeure indéterminé et vague.

Lorsque le taux de croissance g dépasse le taux d'actualisation k , l'utilisation de la formule k moins g pour l'actualisation des flux de trésorerie aboutit à des valeurs et une richesse infinies; un calcul qui a conquis l'imagination des investisseurs petits et grands. Cette bulle spéculative est de mauvais augure : l'explosion d'une telle bulle est inévitable, mais il est impossible de prévoir ou de prédire quand elle aura lieu. Ceux qui l'alimentent tenteront de se justifier, mais dans les faits, il s'agit tout simplement d'une stratégie d'investissement momentum. Cela ne dure qu'un temps.

Victoire des travailleurs et hausse des salaires

Les économistes n'ont pas seulement mal cerné l'économie des produits et services, ils en ont également manqué l'incidence sur les travailleurs, ceux-ci ayant exigé et obtenu des augmentations salariales pour pallier leur perte de pouvoir d'achat. Bien que les sondages indiquent un soutien des cols bleus à Donald Trump, leurs syndicats, peu aimés du parti républicain, leur ont permis de « *gagner largement* ». Le *Washington Post* a décrit l'année 2023 comme étant un « triomphe » pour les travailleurs et les salaires :

*« Une année qui a commencé sous de mauvais auspices, dont des prévisions généralisées de récession, s'est transformée en véritable bénédiction pour l'ouvrier américain moyen - et en triomphe inégalé depuis une génération pour les organisations syndicales... **Plus de 525 000 travailleurs aux États-Unis ont débrayé en 2023**, d'après les données de Bloomberg Law sur les grèves, faisant de cette année l'une des plus marquées par les grèves depuis 1990... **La croissance du salaire horaire a enfin dépassé l'inflation ce printemps, après des années de stagnation, améliorant le niveau de vie des travailleurs, mais surtout de ceux au bas de l'échelle** ».³*

Hautement rémunérés pour se tromper

La question, selon la formulation de l'article de Bloomberg, est la suivante : comment se fait-il qu'un si grand nombre d'économistes et de stratèges du marché hautement rémunérés aient pu se tromper à ce point? À notre avis, la réponse se trouve dans la quantité d'argent créée par les banques centrales durant la pandémie.

Nous croyons également que cette situation s'explique par l'orgueil des banques centrales. Elles avaient fortement augmenté la masse monétaire pour affronter les multiples crises financières en commençant par le sauvetage des marchés par Alan Greenspan après le krach d'octobre 1987. Elles croyaient, tout comme le consensus économique et jusqu'à ce qu'elles soient confrontées à la plus forte inflation en 40 ans, que la quantité d'argent injectée dans l'économie était sans conséquence.

Cela est contraire aux principes des monétaristes stricts qui étaient autrefois majoritaires au sein des banques centrales. Les monétaristes soutiennent que c'est tout simplement la quantité d'argent en

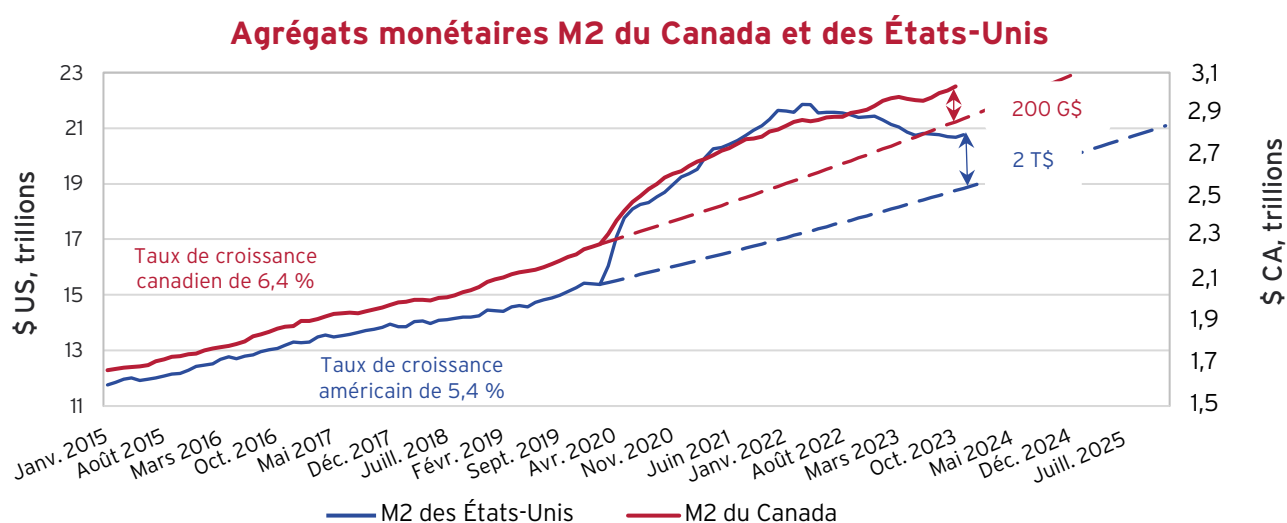
circulation qui est responsable de l'inflation. Si la masse monétaire dépasse le seuil nécessaire pour soutenir la croissance économique nominale, l'inflation s'ensuivra.

Diriger et contrôler

Ayant gonflé la masse monétaire à maintes reprises sans provoquer d'inflation, les banquiers centraux ont commencé à se croire tout-puissants, persuadés de pouvoir « diriger et contrôler » l'économie à volonté et ils réglèrent tous les problèmes à grands coups d'argent. En l'espace d'une génération, les banquiers centraux sont passés du fondamentalisme monétariste selon lequel « seul l'argent compte » à la conviction que la masse monétaire n'avait aucune importance.

L'augmentation de la masse monétaire durant la pandémie a été l'incarnation parfaite de cette conviction. Le graphique ci-après illustre comment les agrégats monétaires M2 des États-Unis et du Canada ont considérablement augmenté à compter de mars 2022, en raison de l'« injection de liquidités » et de la « monétisation de la dette ». L'injection de liquidités a généré de l'argent dans l'économie, car la banque centrale avait acheté des obligations sur le marché des investisseurs privés et avait créé des facilités de prêt permettant aux banques de nantir des obligations contre des liquidités, injectant ainsi de l'argent dans le système financier. Ce n'était pas la première fois, mais cette fois-ci, les banques centrales ont acquis un vaste éventail d'obligations, dont des obligations de pacotille. La stimulation économique a été grande et l'intervention directe dans les marchés de crédit était du jamais vu.

Comme l'illustre le graphique ci-après, avant cette période, l'augmentation de l'agrégat monétaire M2 aux États-Unis était de 5,4 % en termes nominaux (en dollars réels) et de 6,4 % pour l'agrégat monétaire M2 du Canada. En prolongeant ces taux avec des lignes en pointillés, on observe la croissance comparative prodigieuse de l'agrégat monétaire M2 durant la pandémie, tant dans un pays que dans l'autre. Nous avons également illustré l'excédent de l'agrégat monétaire M2 par rapport aux taux de croissance précédents, que nous évaluons à 200 milliards de dollars au Canada et 2 billions de dollars aux États-Unis.



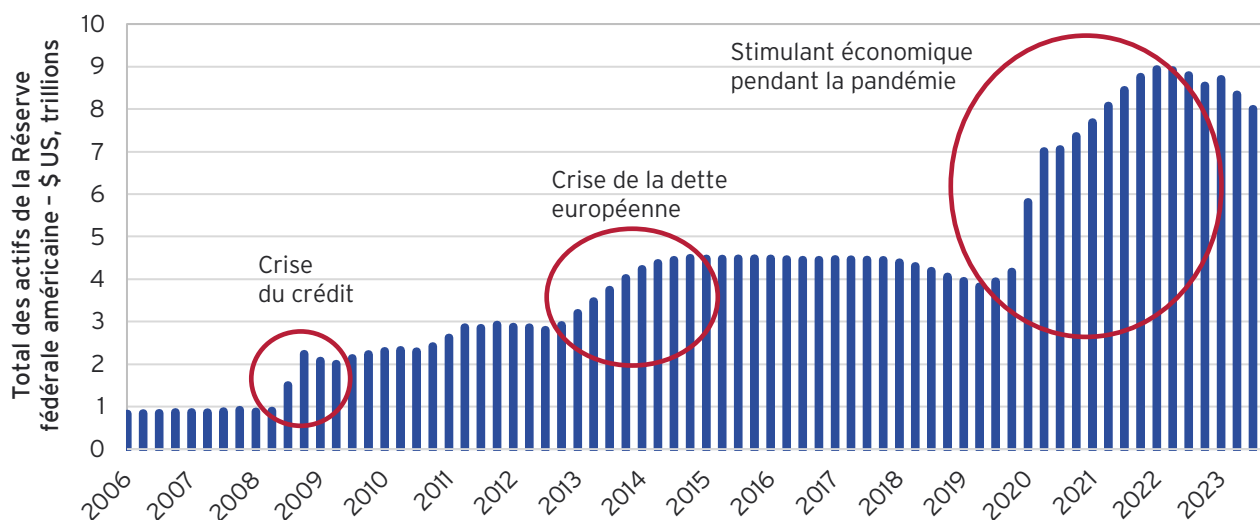
Source : Macrobond, Canso

Apprentis Arsène Lupin

Nous avons également assisté à une vaste « monétisation de la dette » dans les pays développés, alors que les banques centrales achetaient des obligations directement de leurs gouvernements. Cette pratique, qui était auparavant l'apanage des banques centrales douteuses du Zimbabwe, de l'Argentine et du Venezuela, fait désormais partie des stratégies des banques centrales des pays développés.

Ces opérations ont directement financé les activités de l'État, les gouvernements recevant des liquidités en contrepartie de leurs obligations. Les actifs des banques centrales sous forme d'obligations d'État et les bilans de ces premières ont connu une expansion massive; les actifs totaux au bilan de la Réserve fédérale américaine sont passés de 4 billions de dollars avant la pandémie à presque 9 billions de dollars au début de 2022, comme illustré dans le graphique ci-après. C'est ainsi que les gouvernements ont rapidement financé leurs programmes de soutien lors de la pandémie sans faire augmenter les taux d'intérêt. Donald Trump voulait donner de l'argent aux électeurs, et les républicains conservateurs au Congrès étaient du même avis. Les achats de dette par la Réserve fédérale américaine pendant la pandémie ont largement dépassé ceux réalisés pendant la crise de la dette en Europe et la crise du crédit, comme l'illustre le graphique.

Total des actifs de la Réserve fédérale américaine



Source : Macrobond

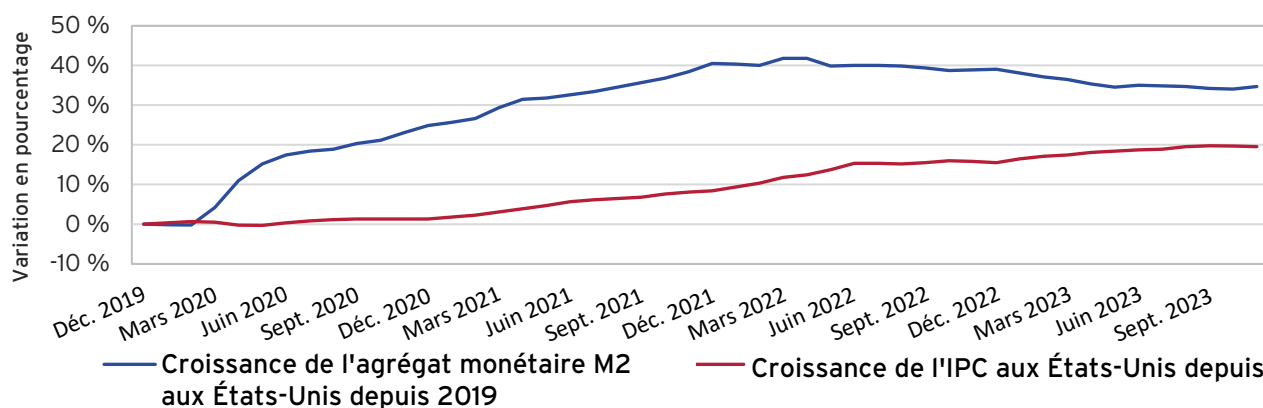
Stimulant économique à retardement

L'afflux monétaire a soutenu l'économie durant les phases les plus critiques de la pandémie, tout en créant un potentiel de stimulation inflationniste à retardement, phénomène qui s'est effectivement matérialisé par la suite. Contrairement aux déclarations des banques centrales concernant une inflation « transitoire » attribuée aux chocs liés à l'approvisionnement, l'énorme augmentation de la masse monétaire a fini par se muer en un choc inflationniste.

Cela est illustré par les graphiques ci-dessous qui comparent les variations de l'agrégat monétaire M2 des États-Unis à celles de l'indice des prix à la consommation (IPC). Le premier graphique révèle une hausse

considérable de l'agrégat monétaire M2 de mars 2020, au début de la pandémie, à mars 2022. L'augmentation a atteint un pic de 42 %, avant de redescendre à 35 % suite à la réduction de la masse monétaire par la Réserve fédérale américaine au début de 2022 pour relever le taux des fonds fédéraux. Il est à noter que cette réduction a été interrompue en juin 2023, lorsque la Réserve fédérale américaine a choisi de « mettre en pause » ses hausses de taux.

Croissance de l'agrégat monétaire M2 et de l'IPC aux États-Unis depuis décembre 2019

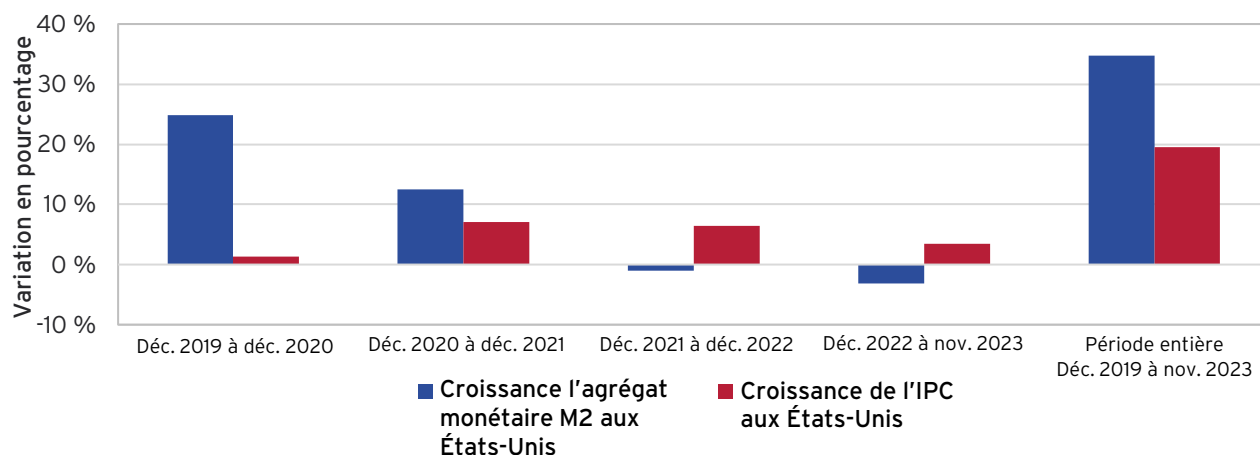


Source : Macrobond, Canso

Frénésie inflationniste

Toutes ces mesures de relance monétaire ont pris un certain temps à se répercuter sur l'indice des prix à la consommation (IPC). Le graphique précédent illustre l'augmentation cumulée en pourcentage de l'indice IPC, qui a atteint 19 % depuis décembre 2019, avec une hausse plus marquée vers la fin. Le graphique ci-après illustre la faible influence de l'agrégat monétaire M2 sur l'IPC en 2020 et 2021. Il a fallu un certain temps pour que l'IPC augmente par suite de la croissance de la masse monétaire. L'agrégat monétaire M2 a bondi de 25 % en 2020, mais l'IPC n'a augmenté que de 1 % cette même année. En 2021, l'agrégat monétaire M2 a progressé de 12,5 %, mais l'IPC n'a augmenté que de 7 %.

Croissance de l'agrégat monétaire M2 aux États-Unis par rapport à la croissance de l'IPC



Source : Macrobond, Canso

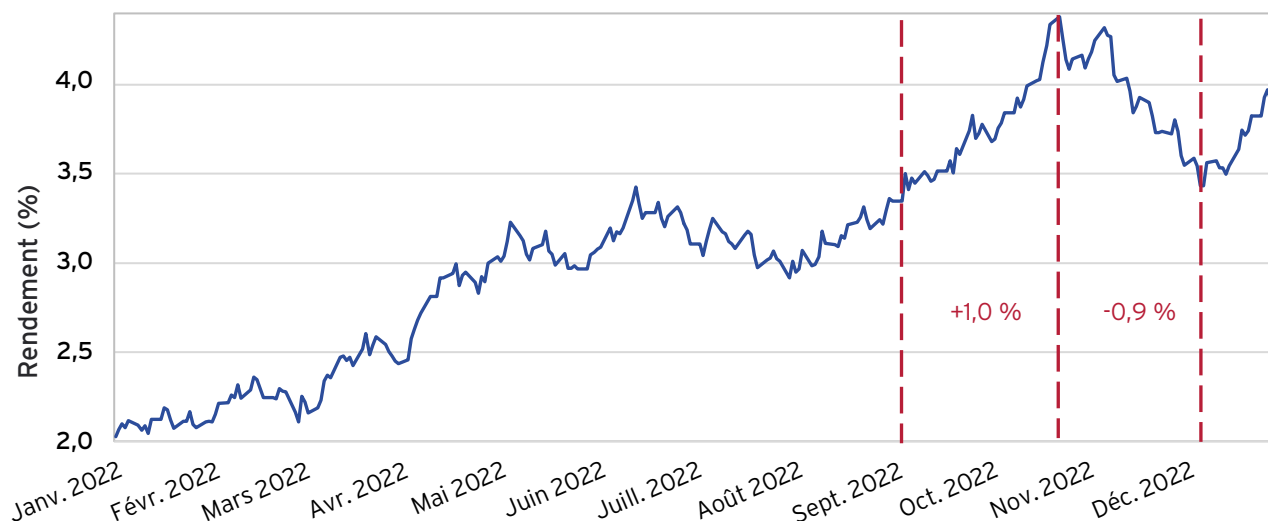
La croissance de 6,5 % de l'IPC en 2022 a finalement surpassé le recul de 1,0 % de l'agrégat monétaire M2 et la hausse de 3,5 % de l'IPC depuis le début de l'exercice (comparativement à une baisse de 3,1 % de l'agrégat monétaire M2). Ces écarts temporels entre l'expansion monétaire et la hausse de l'inflation ou de l'IPC ont dérouté tant les banquiers centraux que les marchés.

Obnubilés par les prévisions

Les négociateurs d'obligations et les gestionnaires de portefeuille sont désormais convaincus que la Réserve fédérale américaine a achevé sa campagne de resserrement. Cela a été subtilement et opportunément confirmé par les prévisions de la Réserve fédérale américaine suggérant qu'elle est convaincue d'avoir bel et bien maîtrisé l'inflation qui devrait alors diminuer en 2024. À la mi-octobre de 2023, les rendements des obligations du Trésor américain à long terme ont atteint un sommet de 5,1 %, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Ils ont ensuite chuté de plus de 1 % pour atteindre un niveau de fin d'année d'un peu plus de 4 %.

Rendement des bons du Trésor américain à 30 ans pour 2022 et 2023





Source : Bloomberg

Si vous avez une forte impression de déjà-vu, c'est qu'une situation similaire s'est présentée au quatrième trimestre de 2022. Les rendements obligataires ont progressé de 1,0 % jusqu'à la mi-octobre en raison des craintes d'inflation, puis ont chuté de 0,9 % sur fond d'optimisme relativement à l'éventuelle fin de mesures de resserrement de la Réserve fédérale américaine. Le marché obligataire avait conclu que la politique de la Réserve fédérale américaine était suffisamment stricte pour freiner l'inflation, d'où les attentes unanimes des économistes selon lesquelles il y aurait une récession en 2023. Les experts prévoient maintenant exactement le même dénouement, bien qu'il s'agisse d'une « récession légère » ou d'un atterrissage en douceur plus modéré que certains appellent maintenant une « récession illusoire » (*vibecession*), c'est-à-dire qu'elle donne l'illusion d'une récession, mais n'en est pas une sur le plan statistique.

Tous derrière la Réserve fédérale américaine!

La chute marquée des rendements obligataires a complètement renversé la tendance haussière observée depuis le début de l'année et a entraîné une forte reprise du marché obligataire. Peu de gestionnaires de fonds obligataires souhaitaient contredire la Réserve fédérale américaine et se faire laisser pour compte lors de la reprise. Bloomberg a parfaitement résumé l'engouement sur le marché des obligations :

*« Le marché mondial de la dette est en voie de réaliser son plus important gain sur deux mois, les négociateurs s'attendant à ce que les banques centrales à l'échelle mondiale diminuent leurs taux d'intérêt l'an prochain. L'indice Bloomberg Global Aggregate Total Return a augmenté de près de 10 % en novembre et décembre, son meilleur rendement sur deux mois depuis 1990... les craintes de récession se font encore ressentir sur les marchés. Cela renforce l'argument en faveur de la détention de titres de créance, car les négociateurs parient que les décideurs pourraient devoir rapidement réduire les taux d'intérêt l'an prochain pour soutenir la croissance ».*⁴

Appétit pour les obligations

Nous disons également à nos jeunes employés que, lorsque les marchés sont au ralenti, les journalistes financiers de Bloomberg doivent redoubler d'efforts pour dénicher une déclaration pertinente à leur sujet. À l'instar des sociétés de placement, ce sont habituellement les jeunes collaborateurs qui sont à l'œuvre pendant la période tranquille entre Noël et le Jour de l'An. Nous avons été agréablement surpris de découvrir sur Bloomberg une déclaration des plus marquantes concernant la situation actuelle du marché obligataire, provenant de M. Hideo Shimomura, gestionnaire de portefeuille principal à Five Star Asset Management, à Tokyo. La clarté de ses propos nous a à la fois stupéfaits et impressionnés :

« [Nous assistons actuellement à un véritable carnaval des obligations](#) », a affirmé Hideo Shimomura, gestionnaire de portefeuille principal à Five Star Asset Management Co., à Tokyo. « [Les investisseurs en obligations étaient en hibernation, et j'ai l'impression que leur souhait le plus ardent est maintenant de sortir de leur tanière](#) ». ⁴

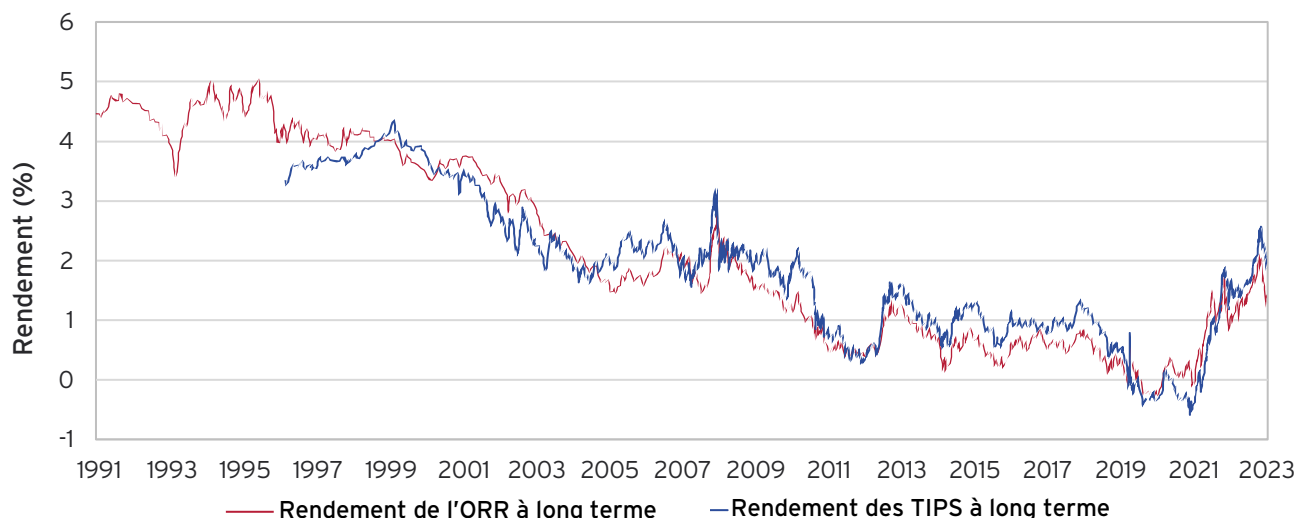
Les investisseurs en obligations sont en effet « sortis de leur tanière ». Ce que M. Shimomura qualifie de « *souhait le plus ardent* » a fait chuter les rendements obligataires au point où les nouvelles sur l'inflation devraient être spectaculaires pour justifier les faibles niveaux de rendement actuels. Comme nous l'avons dit dans des numéros antérieurs, nous ne sommes pas encore convaincus que l'inflation soit véritablement maîtrisée, mais les négociants en swaps sont des plus optimistes :

« Les négociants en swaps prévoient [des réductions de taux d'environ 150 points de base aux États-Unis et au Royaume-Uni l'an prochain](#), et d'environ 170 points de base dans la zone euro, [car les investisseurs estiment que les banques centrales ont gagné leur lutte contre l'inflation après avoir adopté les cycles de resserrement de taux les plus ambitieux depuis des décennies](#) ». ⁴

Qu'en est-il vraiment?

Nos lecteurs le savent bien, nous ne nous livrons pas à des prévisions de marché. Notre métier est d'évaluer les actifs financiers. En temps normal, notre analyse porte sur la valeur du crédit d'entreprise et des actions. Lorsque nous évaluons les obligations d'État « sûres », nous devons examiner leur rendement et leur évaluation historique par rapport à l'inflation. En observant les rendements des obligations indexées sur l'inflation, cela nous donne une idée des taux d'intérêt « réels » sous-jacents puisque les détenteurs de ces obligations sont rémunérés pour l'inflation subie par les augmentations du capital sous-jacent de ces obligations.

Rendements des obligations à rendement réel (ORR) à long terme et des titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) à long terme



Source : Bloomberg

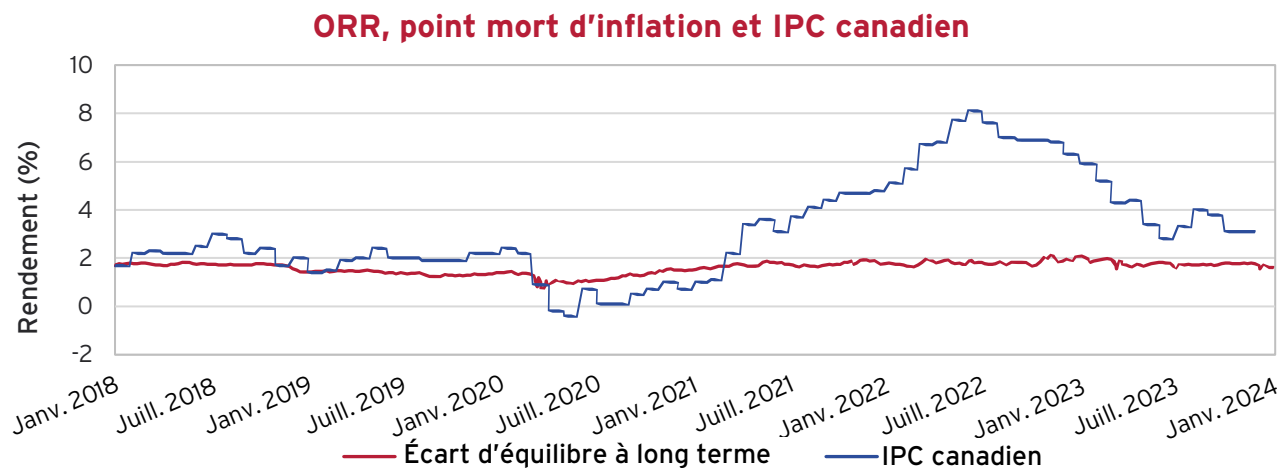
Le graphique ci-dessus illustre les rendements réels de l'obligation canadienne à rendement réel (ORR) ayant le plus long terme depuis son émission en novembre 1991. Le premier titre du Trésor américain protégé contre l'inflation a été émis en janvier 1997, et le rendement de l'émission à plus long terme toujours en circulation est illustré depuis cette date. Comme indiqué dans nos infolettres précédentes, le rendement réel de l'ORR est resté anormalement élevé après son émission en 1991, avec un coupon de 4,25 %, en raison du rendement réel élevé des obligations nominales canadiennes, car les investisseurs craignaient une importante reprise de l'inflation. Il en était de même pour les TIPS américains.

Les rendements réels de l'ORR suivent les rendements nominaux. Lorsqu'il est devenu évident que les mesures de ciblage de l'inflation de 2 % de la Banque du Canada fonctionnaient, les rendements des obligations ordinaires ont chuté avec les attentes d'inflation. Les rendements réels ont chuté sous la barre des 3 % au début des années 2000 avec la chute des rendements des obligations ordinaires canadiennes. Juste avant la crise du crédit de 2008, les rendements réels avaient chuté légèrement en dessous de 2 %, puis de 1 % avec la politique monétaire très conciliante de la période du taux d'intérêt zéro au début de la crise de la dette européenne en 2011. Cela témoignait des taux d'intérêt nominaux extrêmement bas et des taux d'intérêt réels négatifs des obligations ordinaires canadiennes.

Inflation dégonflée

La question qui se pose au sujet des rendements obligataires est de savoir si l'inflation a effectivement été vaincue. L'écart d'équilibre des ORR à long terme représente l'écart entre le rendement des obligations du Canada nominales (ordinaires) et celui des ORR de même durée et représente l'inflation maximale prévue par le marché des obligations sur cette durée, laquelle est représentée dans le graphique ci-dessous. L'écart d'équilibre se situe actuellement à 1,6 %, soit un peu moins qu'avant la pandémie en 2018 et 2019. Cela laisse entendre que le consensus actuel du marché obligataire est que l'inflation est maîtrisée et que nous sommes revenus à une inflation d'au plus 2 %. La ligne bleue du graphique ci-dessous indique l'IPC

canadien réel qui semble se stabiliser autour de 3 %, soit 1 % de plus que la cible de 2 % de la Banque du Canada.



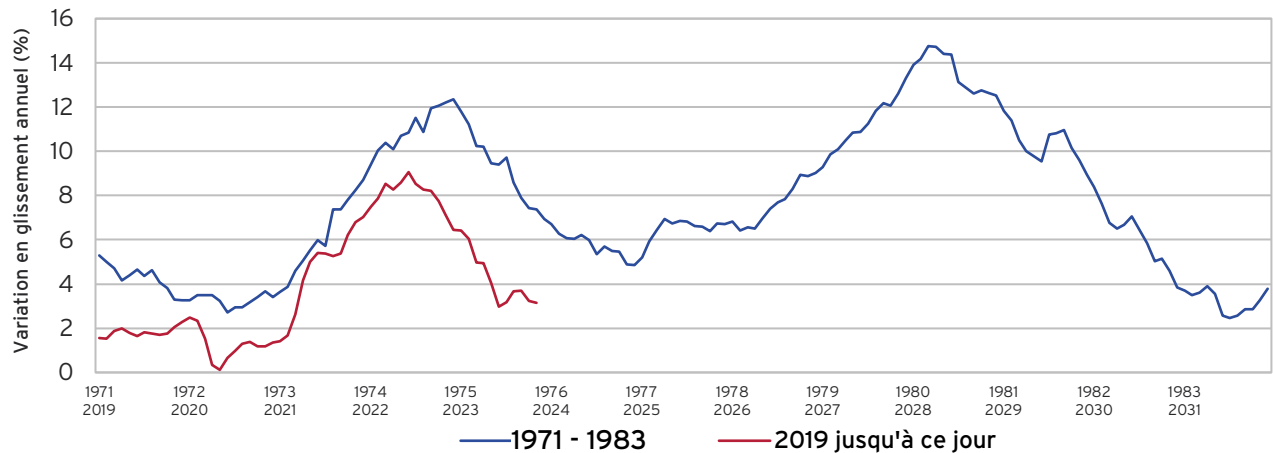
Source : Bloomberg

Leçons du passé

Les discussions sur l'inflation, même entre experts, sont truffées de souhaits, de préjugés et de partis pris. L'optique des experts est déformée par leurs apprentissages et leurs expériences professionnelles. De toute évidence, aucun économiste ou stratège de Wall Street ne va prédire un désastre inflationniste imminent et recommander la liquidation de toutes les obligations en portefeuille. À l'heure actuelle, rares sont ceux qui incitent à la prudence sur le marché des obligations après la forte reprise que nous venons de constater.

Le graphique ci-dessous, représentant l'IPC américain en glissement annuel, illustre le dilemme des banquiers centraux. On y voit ce qui s'est passé dans les années 1970. Suite à l'embargo pétrolier arabe de 1973, l'inflation a bondi de 3 % à 12 %, avant de redescendre à 5 % en 1977, soit une baisse de 7 %. Les banques centrales ont relâché leur politique monétaire prématurément, convaincues d'avoir vaincu l'inflation. La Réserve fédérale américaine, satisfaite du travail accompli, a ensuite assoupli sa politique monétaire et l'inflation est montée en flèche à plus de 14 % en 1980, avant que, sous l'égide de M. Volcker, elle ne resserre brutalement sa politique monétaire en poussant les taux d'intérêt à des niveaux excessivement élevés, provoquant une grave récession et maîtrisant finalement l'inflation.

IPC global des États-Unis



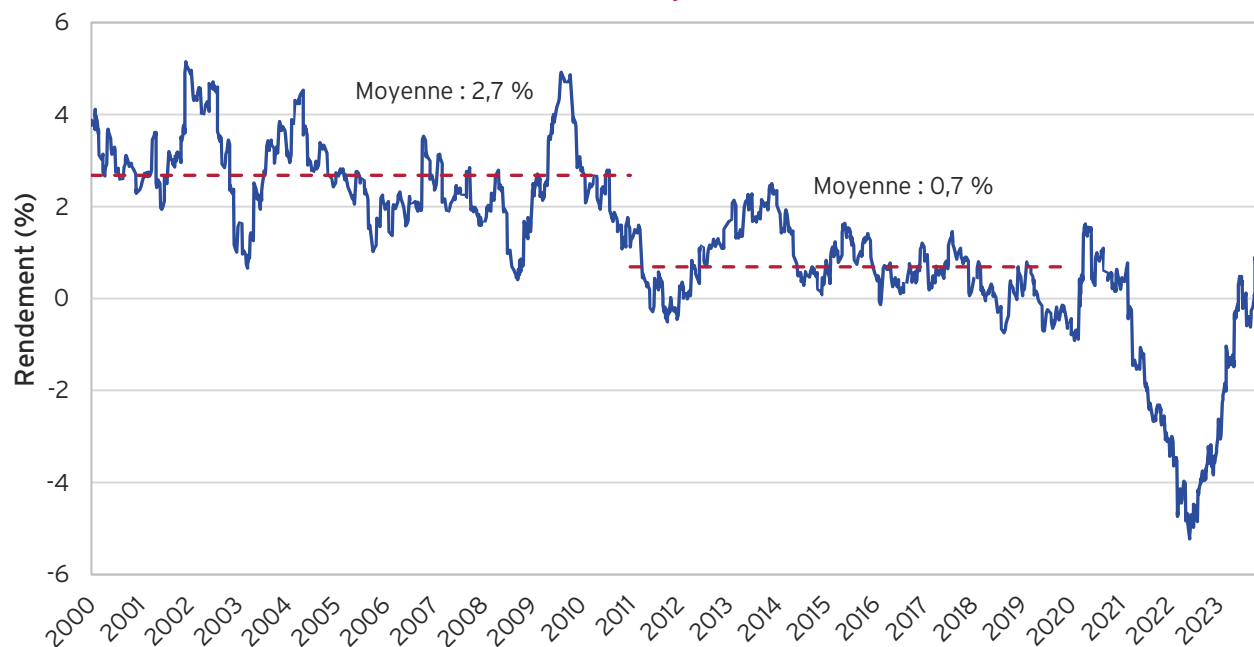
Source : Macrobond

Nous avons juxtaposé ce graphique au contexte actuel. Durant la pandémie, l'inflation est montée de 0 % en 2020 à 9 % en 2022. Maintenant que l'inflation semble raisonnable à 3 %, de nombreux acteurs influents exhortent la Fed à assouplir sa position. Pourquoi choisir l'adversité lorsqu'on peut faire autrement?

La réalité des rendements

Nous nous tournons maintenant vers le marché canadien, car nous disposons de données historiques plus probantes pour cette discussion. Depuis 1955, le rendement réel des obligations à long terme canadiennes (rendement moins l'IPC en glissement annuel) s'est établi en moyenne à 2,9 %. Le graphique ci-après illustre le rendement réel des obligations à long terme canadiennes sur une période plus courte, depuis 2000. De 2000 à 2010, ce rendement moyen était de 2,7 %, légèrement inférieur à la moyenne de 2,9 % pour l'ensemble de la période. Il est à noter que, pendant la période de politique du taux nul, extrêmement conciliante sur le plan monétaire et adoptée pendant la crise de la dette européenne en 2011, le rendement réel du Canada sur 30 ans s'établissait en moyenne à 0,7 %. Actuellement, le rendement réel des obligations à long terme canadiennes est d'environ 0,3 %. À notre avis, cela découle de la perception des investisseurs en obligations canadiennes selon laquelle l'assouplissement monétaire extrême pendant la période de politique du taux nul et la pandémie était « normale » et que les rendements devraient bientôt renouer avec les niveaux de cette période historiquement atypique. Lorsque le rendement des obligations canadiennes à 30 ans a chuté à 2,9 % à la toute fin de décembre 2023, il s'agissait d'un rendement réel de 0,9 %, en supposant une baisse immédiate de l'inflation à 2 %. Cela peut sembler raisonnable par rapport à la période de rendement réel faible de la politique du taux nul de 2011 à 2019, mais c'est cher payé pour la période de rendement réel plus élevé de 2000 à 2010.

Rendements réels à long terme au Canada

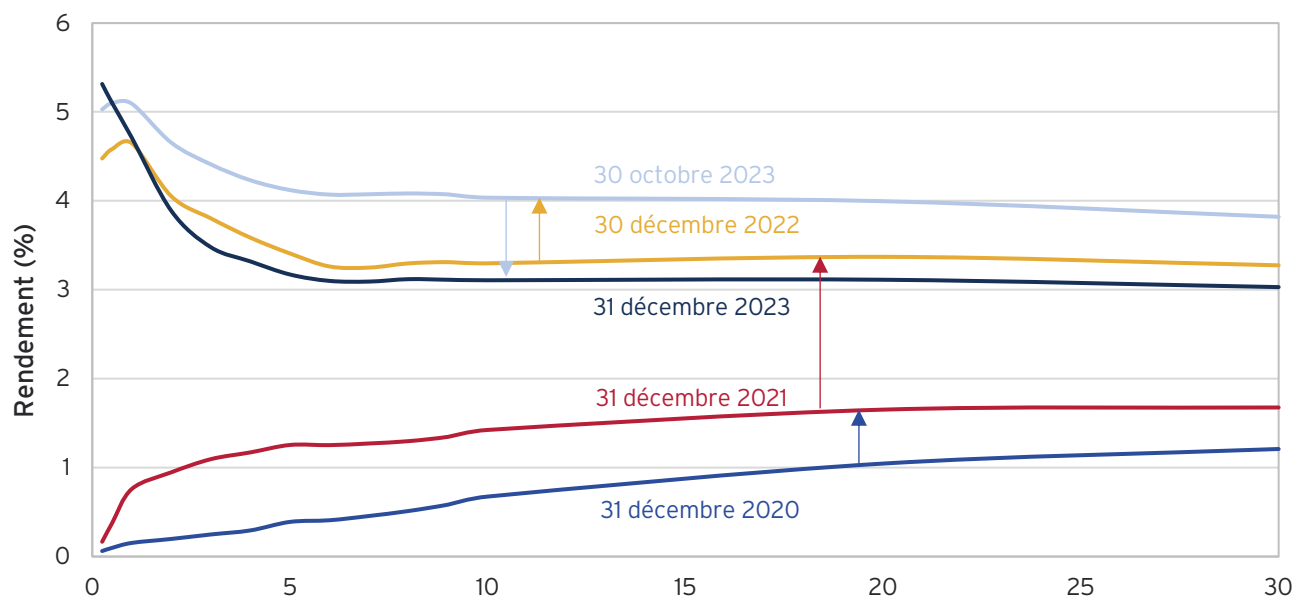


Source : Bloomberg

Déformation de la courbe

Nous passons maintenant à une comparaison des courbes de rendement en fin d'année de 2020 jusqu'au pic des taux en octobre 2023. Il en ressort que les rendements ont augmenté de manière généralisée à compter de 2020 jusqu'à leur pic en octobre 2023. Cela illustre également que les rendements étaient inférieurs en décembre 2023 par rapport à décembre 2022, sauf pour les durées inférieures à 1 an.

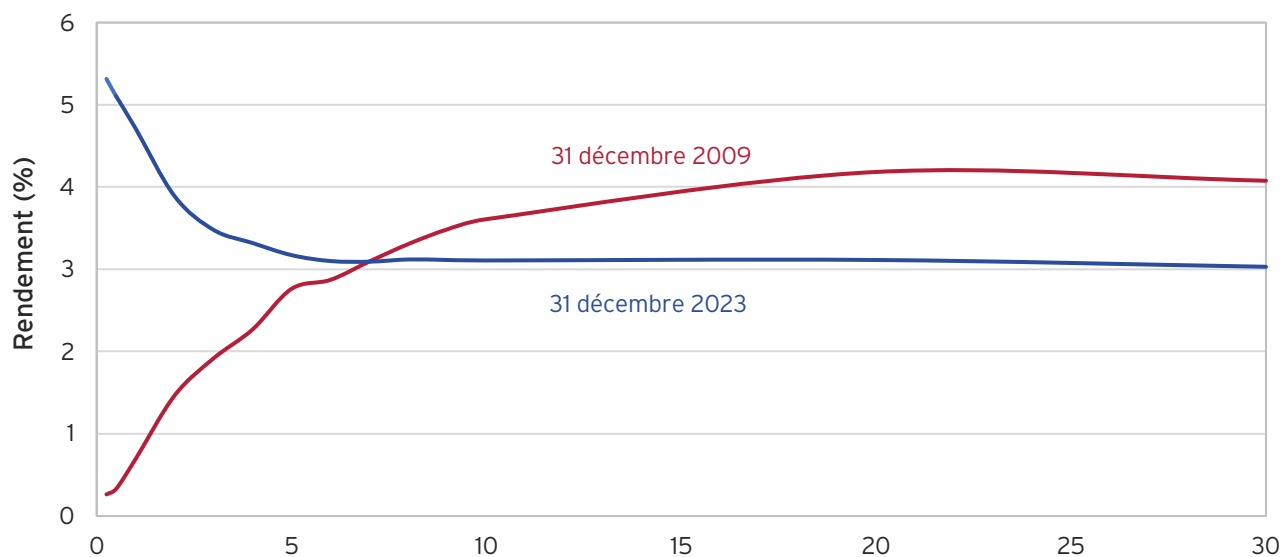
Courbes de rendement au Canada



Source : Bloomberg

La comparaison entre la courbe de rendement du 31 décembre 2009 et celle du 31 décembre 2023 s'avère particulièrement intéressante. Elle révèle que les rendements étaient inférieurs en décembre 2009 par rapport à décembre 2023 pour les obligations affichant une maturité inférieure à 7 ans, et sensiblement plus élevés pour les obligations à plus long terme, avec un écart de 1 % pour les obligations canadiennes de 30 ans.

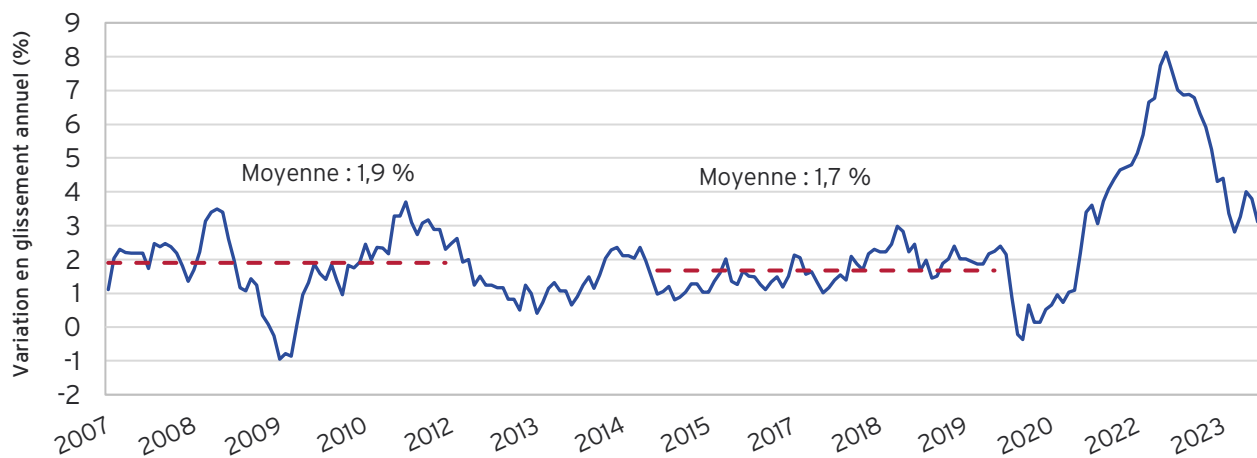
Courbes de rendement au Canada



Source : Bloomberg

Le graphique ci-dessous trace l'inflation au Canada depuis 2007 et illustre la pertinence de ce facteur dans notre analyse. Au cours des cinq années qui ont précédé la crise du crédit de 2007 à 2012, l'IPC a principalement oscillé entre -1 % et 4 %, avec une moyenne de 1,9 %. Cela comprend la période de déflation de près de -1 % en 2009, qui précédait immédiatement la courbe de rendement du 31 décembre que nous avons illustrée.

IPC canadien de 2007 à 2023

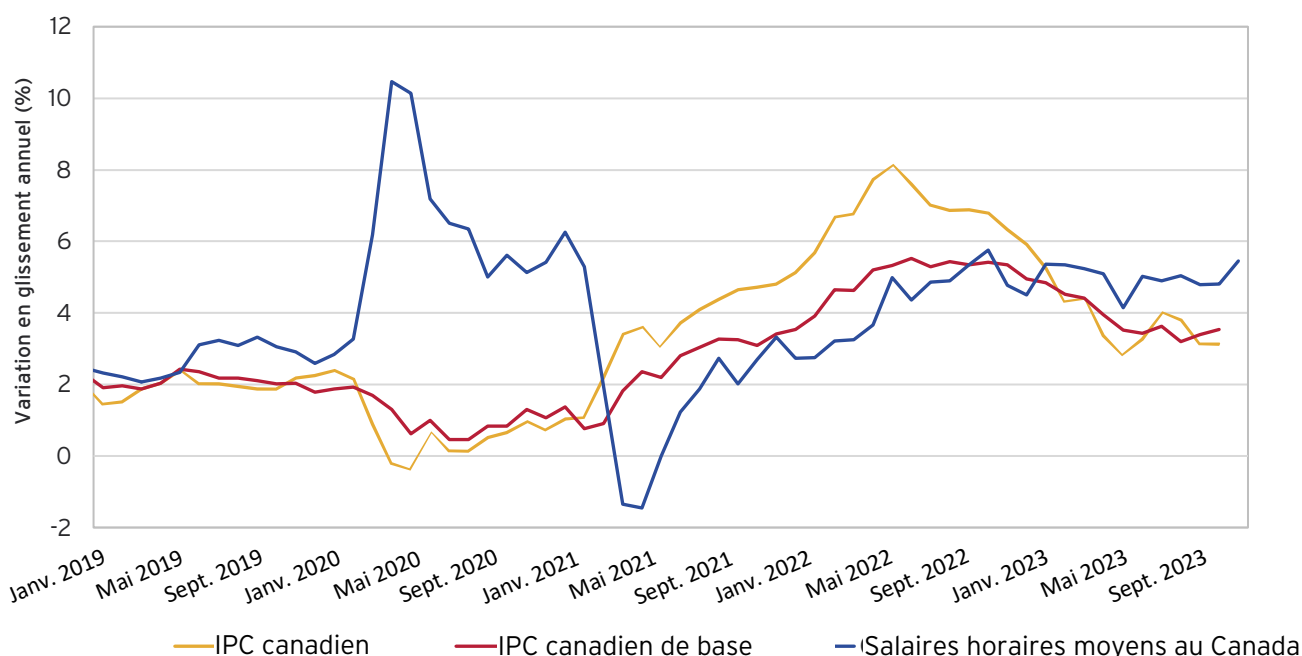


Source : Macrobond

À titre comparatif, de 2014 à 2019, avant la pandémie, l'inflation fluctuait de 0,8 % à 3,0 %, avec une moyenne de 1,7 %. Cela ne tient pas compte de la courte période de déflation de -0,4% en 2020, ni de la période prolongée après 2021 durant laquelle l'IPC a largement dépassé 3 %, atteignant un pic de 8 % avant de redescendre au niveau actuel de 3,1 %.

Le graphique ci-dessous illustre pourquoi l'optimisme concernant une inflation faible doit être nuancé. D'après les écarts d'équilibre, le marché des obligations semble déjà avoir pris en compte un retour à une inflation de moins de 2 %, mais la diminution de l'IPC global et de l'IPC de base semble faire du sur place autour de 3 %. Plus préoccupante est la hausse du salaire horaire moyen, qui dépasse largement les 4 %. Toutes choses étant égales par ailleurs, de l'argent gagné est de l'argent à dépenser.

IPC canadien, IPC de base et salaire horaire moyen



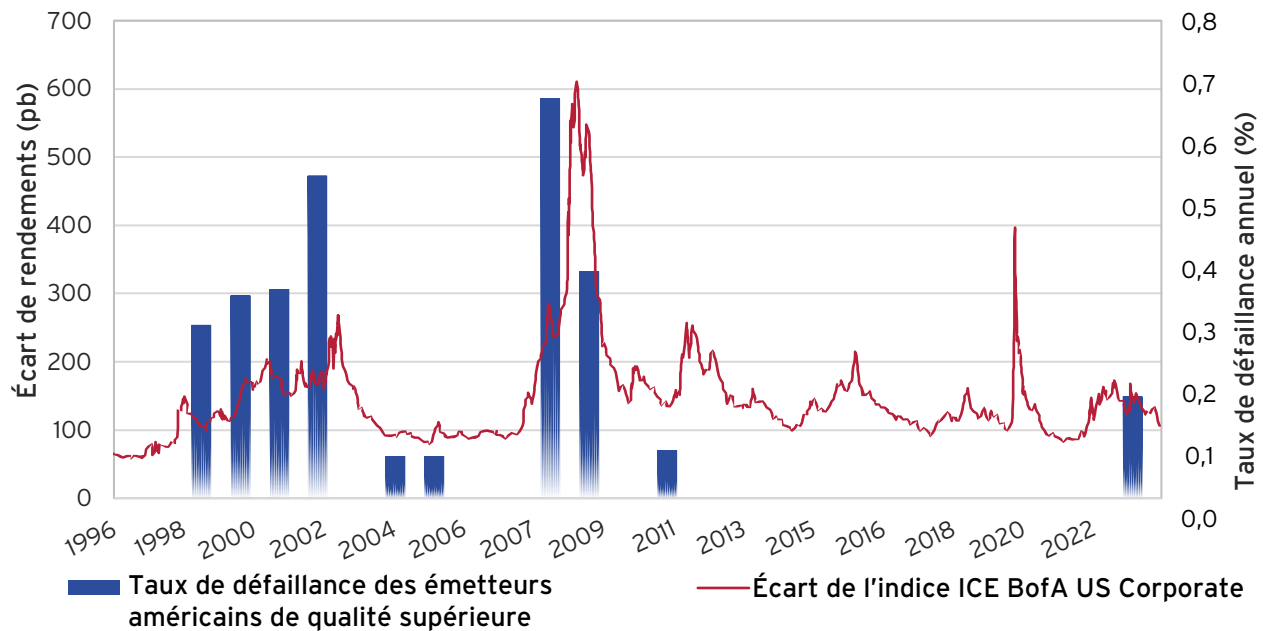
Source : Macrobond

Selon nous, la déflation de 2009, qui a suivi la crise du crédit, était nettement plus marquée que celle que président actuellement les économistes pour 2024. Dès lors, pourquoi les rendements des obligations canadiennes à long terme sont-ils actuellement inférieurs à ceux de cette période? Selon les dires M. Shimomura, il est possible que les investisseurs en obligations canadiennes aient quitté leur tanière, animés de leur souhait le plus ardent : celui de ne pas rater une reprise obligataire.

Crédit négligé

Pour ce qui est des obligations de sociétés, nous sommes très méfiants de l'énorme reprise des écarts de taux et nous vendons à de très hauts cours ce que nous avons acquis à bon marché pendant et après la pandémie. Notre portefeuille a passé l'âge de prendre des risques injustifiés. Le graphique en illustre les raisons. Selon nous, l'empressement à « investir » a entraîné un rétrécissement trop important des écarts de taux et les rendements de titres de qualité moindre n'en justifient pas le risque. Les graphiques justifient avec éloquence notre aversion au risque.

Les écarts de rendement des obligations américaines de qualité supérieure et les taux de défaillance des obligations de sociétés américaines de qualité supérieure



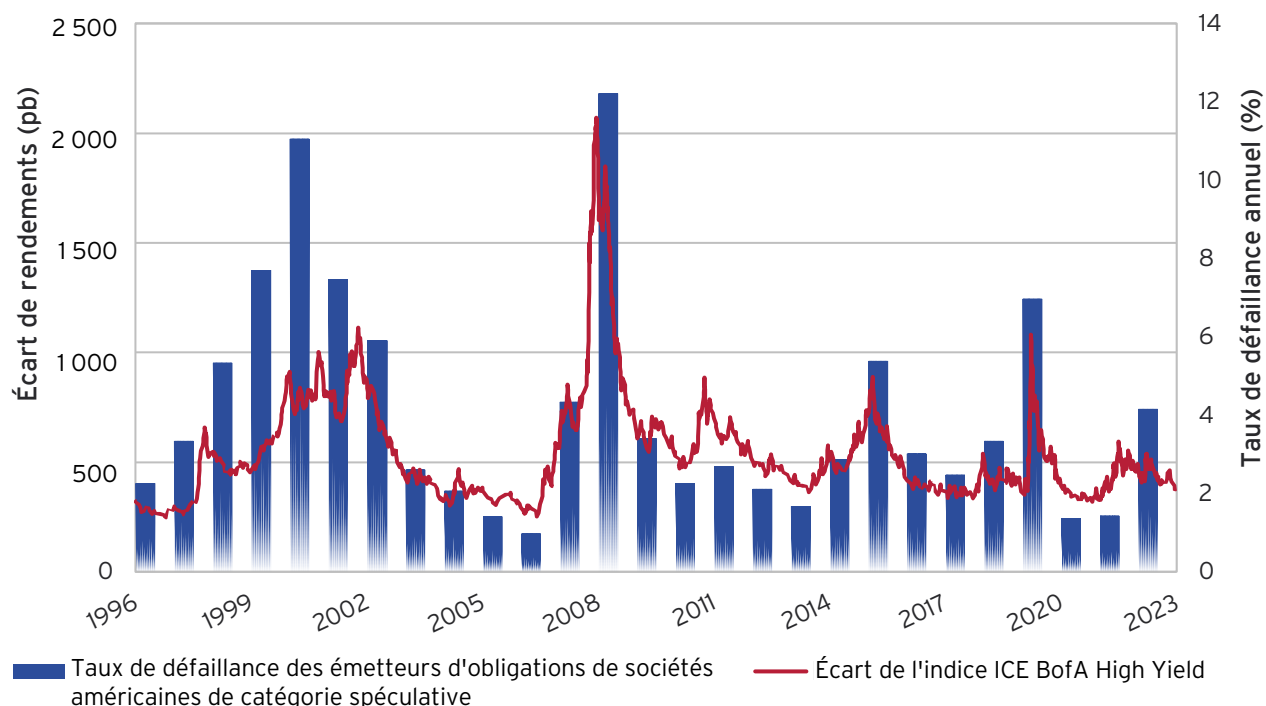
Source : Indices ICE BofA, Standard & Poor's CreditPro®

Le premier graphique des écarts des obligations de qualité supérieure aux États-Unis et des défaillances montre que des écarts plus larges suivent les périodes avec plus de défaillances. Les défaillances ont été historiquement faibles au cours de la période de la politique du taux nul et n'ont commencé à augmenter que récemment. Comme l'illustre clairement le graphique, les défaillances étaient rares lorsque l'argent était facile à obtenir, de 2011 à 2019. Nous pensons que les conditions de financement faciles et les faibles rendements ont maintenu à flot un grand nombre de sociétés douteuses qui auraient autrement manqué à leurs obligations.

Sobres rendements élevés

Le deuxième graphique des écarts des titres à rendement élevé et des défaillances aux États-Unis illustre plus clairement que les défaillances et les écarts de taux sont presque synchrones. Les écarts plus élevés coïncident avec une augmentation des défaillances. À notre avis, la relation procyclique entre l'élargissement des écarts de taux et les défaillances plaide en faveur de la prudence à ce stade du cycle du crédit. Nous pensons que cela reflète la tendance des gestionnaires de portefeuille obligataires à éviter de prendre davantage de risques lorsqu'ils sont confrontés à des défaillances dans leurs portefeuilles. Récemment, nous avons constaté des écarts de crédit plus faibles avec des taux de défaillance plus élevés chez les émetteurs spéculatifs, contrairement aux tendances historiques. Cela suggère un manque de prudence de la part de ceux qui investissent dans ces émissions.

Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé et les taux de défaillance des obligations de sociétés américaines de catégorie spéculative



Source : Indices ICE BofA, Standard & Poor's CreditPro®

Nous préférons, au contraire, attendre de meilleures occasions sur les marchés du crédit. Il ne faudra pas grand-chose pour que l'euphorie sur les marchés financiers s'estompe en 2024, et nous préférons nous armer de patience.

Souhait boursier le plus ardent

Les perspectives des actions sont intéressantes. L'engouement actuel pour l'intelligence artificielle (IA) a captivé et fasciné les médias populaires, à l'instar de tous les autres grands progrès technologiques. L'imagination et le désir d'appartenance et de croyance sont intrinsèques chez l'humain. Lorsqu'il y a possibilité de faire une passe dans un boom boursier après de grands bouleversements technologiques, celle-ci vient décupler tant la peur de manquer le bateau que l'appât du gain et alimente de gigantesques reprises financières.

Ce que M. Shimomura appelle le « *souhait le plus ardent* » du marché obligataire dérouté les experts économiques depuis le tout premier marché financier organisé. L'économiste John Maynard Keynes l'appelait les « *esprits animaux* ». Le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, parlait d'« *exubérance irrationnelle* » et le professeur de finance Robert Shiller a écrit un livre à ce sujet en 2010, après la crise du crédit, intitulé *Les esprits animaux : Comment nos comportements irrationnels gouvernent l'économie*.

Les archéologues et les historiens s'accordent pour dire que les marchés financiers organisés remontent à l'aube de la civilisation humaine, donc il y a de cela des millénaires. Le livre *Délires populaires extraordinaires et la folie des foules*, écrit par Charles McKay en 1841, braque les projecteurs sur les « bulles économiques » de la Compagnie du Mississippi (France), de la Compagnie de la mer du Sud (Angleterre) au début des années 1700 et de la tulipomanie (Pays-Bas) au début des années 1600.

Il est naturel que de grandes avancées technologiques déclenchent d'énormes vagues de spéculations boursières. Charles Mackey a relaté le miracle technologique des chemins de fer et l'engouement boursier qui s'en est ensuivi alors qu'il travaillait comme journaliste en Écosse. La spéculation s'apparente à la quête de richesses fabuleuses, semblable à celle de jeunes hommes qui suivent une ruée vers l'or malgré leur ignorance du domaine minier. Cela se distingue de l'investissement, qui implique une allocation réfléchie du capital en vue d'en dégager des profits et des rendements. Nous sommes à présent dans la phase de l'euphorie boursière liée à l'intelligence artificielle, où la promesse de gains colossaux s'est concrétisée pour certains spéculateurs boursiers, bien que beaucoup des entreprises en cause n'aient pas encore réellement généré de bénéfices. Les fabricants des processeurs puissants nécessaires à l'IA ont réalisé des profits, tandis que d'autres assistent à une envolée du cours de leurs actions grâce au potentiel de l'IA. Quelqu'un finira par faire de l'argent avec l'IA, comme ce fut le cas avec l'Internet après la flambée des titres technologiques et la radio après la folie spéculative des marchés boursiers des années 1920, mais cela prendra un certain temps.

Comme nous le rappelons souvent ici, l'avenir reste imprévisible. Il semble maintenant que même les économistes et les stratèges professionnels ne comprennent même pas ce qui se passe, mais c'est normal. Les économistes et historiens tentent d'élucider les événements passés, et un article récent met en évidence leur incertitude actuelle sur les véritables circonstances de la Grande Dépression des années 1930. Dans une tribune publiée par Aaron Brown dans Bloomberg, il examine la diversité des causes attribuées à la Grande Dépression dans les manuels universitaires de l'époque *« Teaching the Causes of Great Depression to College Students: Evidence from History, Economics, and Economic History Textbooks »* (*Journal of Economics and Finance Education*). Il propose aussi une excellente synthèse de la situation actuelle du marché :

*« C'est important parce que **nous vivons une transition économique qui pourrait être aussi importante que celle des années 1930.** Le consensus économique à l'origine de la « grande modération » a été anéanti par la crise financière de 2008. **Toutefois, les mesures de relance monétaire et budgétaire illimitées semblaient résoudre les problèmes économiques,** y compris ceux liés aux perturbations causées par la pandémie – mystérieusement, sans pour autant entraîner l'inflation attendue. **L'inflation est douloureusement revenue en 2022** et, bien qu'elle semble maintenant maîtrisée, peu de gens sont convaincus de la comprendre. »⁵*

Nous sommes tout à fait convaincus de ne comprendre qu'une petite partie de ce qui se passe. Malgré cela, nous avons des portefeuilles à gérer, mais nos évaluations nous guident.

Pas pressés, mais assurément préoccupés

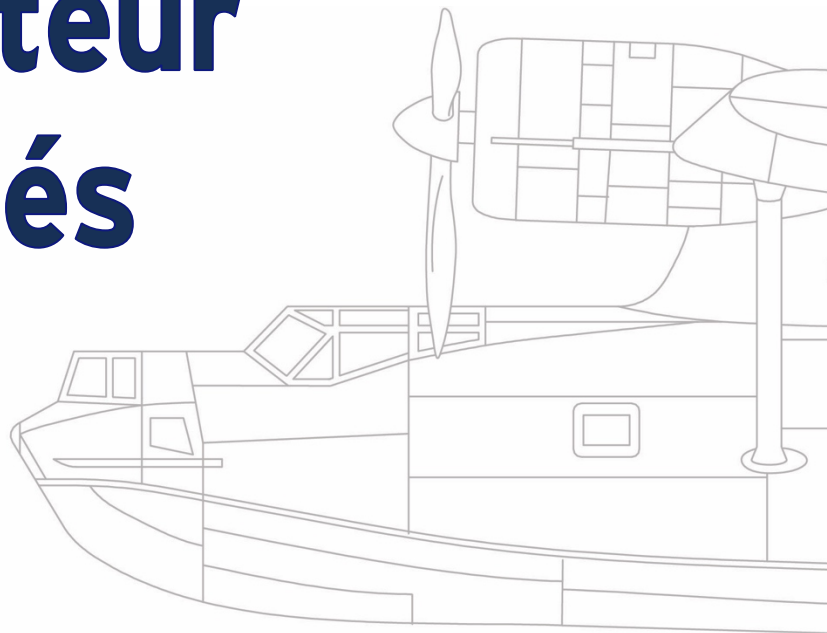
En notre qualité d'investisseurs professionnels, nous insistons sur le fait que l'argent ne peut être jugé rare ni la politique monétaire stricte en présence d'une énorme bulle boursière et financière. Comme nous l'avons mentionné précédemment, rares étaient les analystes qui anticipaient que l'économie échapperait à une récession en 2023, et personne n'avait envisagé la puissante reprise des marchés boursiers. Peu d'analystes anticipent une récession ou des marchés financiers difficiles en 2024 après l'euphorie de la fin d'année 2023, et cela nous préoccupe.

Pour le moment, nous continuons à améliorer la qualité de nos portefeuilles et nous nous tenons à l'écart de la frénésie financière actuelle. Vous pouvez nous penser irresponsables de ne pas nous ruer vers les risques et périls du marché, mais nous nous targuons de notre approche d'investissement constante et disciplinée. Nous cherchons à être rémunérés pour les risques pris dans nos portefeuilles, et les promesses de richesses inimaginables de la part d'un proclamé devin des marchés ne font pas le poids.

Janvier 2024

L'Observateur

des marchés



Coordonnées

Service à la clientèle de Canso

clientservice@cansofunds.com

905 881-8853

Comme toujours, nous vous sommes reconnaissants de votre intérêt envers Canso et du soutien que vous lui accordez.

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

Cette publication a été préparée par Canso Investment Counsel Ltd., uniquement à des fins d'information. Les renseignements contenus aux présentes ne doivent pas être interprétés comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement et sont fournis « en l'état ». Les informations contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune obligation de mettre à jour ces renseignements, en tout ou en partie.

Certains renseignements dans cette publication proviennent de sources présumées fiables et/ou crédibles. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune responsabilité en regard de l'exactitude, l'actualité, la fiabilité ou la justesse de renseignements provenant de sources externes.

Ce document pourrait contenir des hypothèses constituant des « énoncés prospectifs ». Les énoncés concernant les objectifs, les buts, les stratégies, les intentions, les projets, les convictions, les attentes et les estimations d'un fonds ou d'une entité et leurs affaires, leurs activités, leurs rendements financiers et leurs conditions constituent des énoncés prospectifs. Les termes « croire », « attendre », « prévoir », « estimer », « entendre », « viser », « être », « devoir », « pouvoir » et toute autre expression similaire, de même que leur forme négative, sont destinés à identifier les énoncés prospectifs, bien que les énoncés prospectifs ne contiennent pas tous ces termes identifiables. Ces énoncés prospectifs sont assujettis à divers risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats soient considérablement différents des résultats prévus. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs. Bien que Canso Investment Counsel Ltd. considère ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondés sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-ci pourraient s'avérer inexacts.

1. Source : Cowan, Tyler. (2023, 26 décembre). *How Were So Many Economists So Wrong About the Recession?* Bloomberg.
2. Source : Banerji, Gunjan. (2023, 29 décembre). *What Did Wall Street Get Right About Markets This Year? Not Much.* The Wall Street Journal.
3. Source : Kaori Gurley, Lauren. (2023, 30 décembre). *Blue collar workers won big in 2023, defying bleak predictions.* The Washington Post.
4. Carson, Ruth. Kondo, Masaki. (2023, 27 décembre). *Global Bonds Eye Biggest Ever Two-Month Gain Amid Rate Cut Bets.* Bloomberg.
5. Brown, Aaron. (2023, 28 décembre). *Historians Need a Reality Check on the Great Depression.* Bloomberg.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). BARCLAYS® est une marque commerciale et une marque de service de Barclays Bank Plc (collectivement, avec ses sociétés affiliées, « Barclays »), utilisée sous licence. Bloomberg ou les parties concédantes de Bloomberg, incluant Barclays, détiennent tous les droits exclusifs dans les indices Bloomberg Barclays. Bloomberg et Barclays n'approuvent pas ni n'endossent ce document, ne garantissent d'aucune façon l'exhaustivité et l'exactitude des renseignements aux présentes ou les résultats qui pourraient en découler et, dans la mesure permise par la loi, se dégagent de toute responsabilité pour quelque perte ou dommage lié aux présentes.

Toute utilisation ou divulgation non autorisée est interdite. Aucune disposition aux présentes ne doit aucunement être considérée comme modifiant les droits ou obligations légaux prévus dans les ententes conclues entre toute entité de ICE Data Services (« ICE ») et leurs clients relativement à l'un des indices, produits ou services décrits dans les présentes. Les renseignements aux présentes fournis par ICE peuvent être modifiés sans préavis et ne constituent

aucune déclaration ni aucun engagement de quelque forme que ce soit. ICE et ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à la qualité marchande et l'adéquation à un but particulier ou tout autre aspect des renseignements fournis. Sans limiter la portée de ce qui précède, ICE et ses sociétés affiliées ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie d'exhaustivité ou d'absence d'erreur, d'omission ou de défaut en ce qui concerne les renseignements fournis aux présentes. Tous les renseignements fournis par ICE appartiennent à ICE ou font l'objet d'une licence concédée à ICE. ICE conserve la propriété exclusive des indices ICE, incluant les indices ICE BofAML et les analyses sur lesquelles se fonde cette analyse. ICE peut, à sa discrétion absolue et sans préavis, réviser ou résilier les indices et les analyses de renseignements de ICE, et ce, à tout moment. Les renseignements indiqués dans cette analyse ne sont destinés qu'à l'usage interne et toute rediffusion de ces renseignements est expressément interdite.

Ni l'analyse, ni les renseignements contenus aux présentes ne constituent un conseil d'investissement, une offre ou une invitation à offrir d'acheter ou de vendre tout titre ou toute option, contrat à terme ou produit dérivé lié à ces titres. Les renseignements et les calculs contenus dans cette analyse ont été obtenus de diverses sources, incluant des sources autres que ICE, et ICE n'en garantit pas l'exactitude. Avant de vous fier à tout renseignement de ICE ou d'exécuter une opération sur titre sur la base de tels renseignements de ICE, vous êtes invités à consulter votre courtier ou un autre représentant financier, afin de vérifier les renseignements tarifaires. Il n'existe aucune assurance que les résultats hypothétiques seront identiques aux résultats réels sous quelque condition de marché que ce soit. LES RENSEIGNEMENTS DE ICE SONT FOURNIS « EN L'ÉTAT ». NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES NI TOUT AUTRE FOURNISSEUR DE DONNÉES TIERS NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUTE UTILISATION OU TOUTE AUTRE PERSONNE POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QU'EN SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RÉSULTANT. En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents ne sont tenus responsables de quelque responsabilité que ce soit envers une personne ou entité, en lien ou résultant de ces analyses des renseignements ou des indices contenus aux présentes.