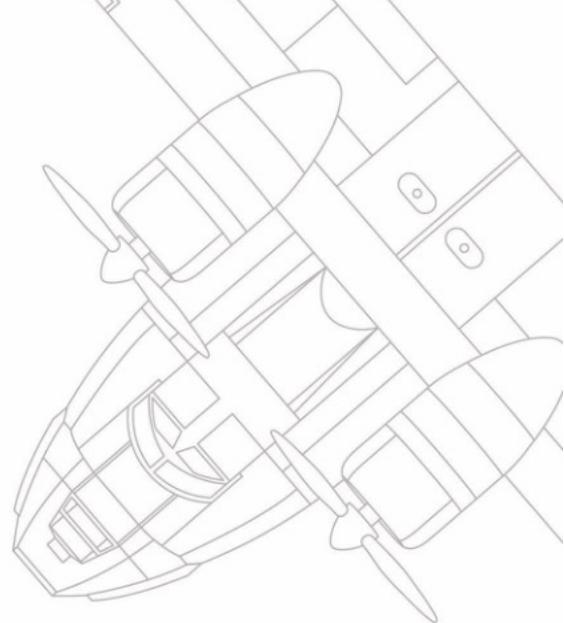




Canso INVESTMENT
COUNSEL LTD. 

L'Observateur des marchés

AVRIL 2025



Le monde financier a changé

C'est déprimant : peu importe ce que l'on a écrit au sujet de ce qui s'est passé au premier trimestre de 2025 n'aura rien à voir avec ce qui se passe aujourd'hui. L'annonce des « droits de douane réciproques » de l'administration Trump le 2 avril, deux jours seulement après la fin du trimestre, a tout changé. Le troisième trimestre de l'année 1987 nous revient à l'esprit, sachant que le krach boursier du Lundi noir (19 octobre) se produirait à peine deux semaines plus tard, avec un effondrement de 22,6 %. Cela nous rappelle également le troisième trimestre de 2008, alors que les marchés du crédit allaient cesser de fonctionner trois semaines plus tard, en octobre. Les gestionnaires de portefeuille continuaient à rendre visite à leurs clients, mais ce qu'ils leur disaient au sujet du « rendement » n'avait aucun rapport avec ce qui allait advenir de leurs portefeuilles à peine quelques semaines plus tard. Nous allons donc discuter de ce qui s'est passé depuis que le président Trump est entré dans la roseraie de la Maison-Blanche le 2 avril après la fermeture des marchés et a déclenché une attaque sans précédent contre le système commercial mondial.

Courir après le vent

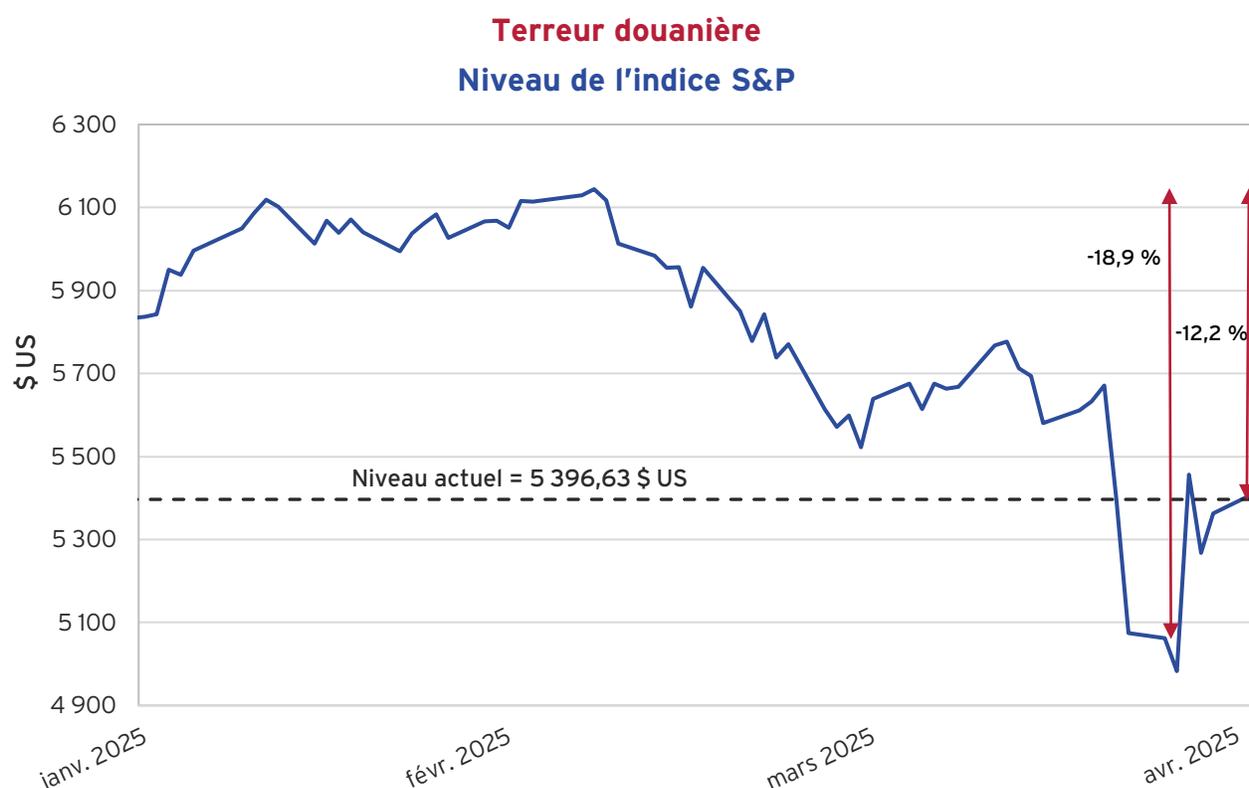
Comme le dit le dicton, lorsque le sage désigne la lune, l'idiot regarde le doigt. Nous pourrions nous prononcer sur les résultats économiques et financiers des guerres des droits de douane du président Trump. S'esquinter à comprendre ce qui se passe réellement avec cette attaque contre l'ordre commercial mondial existant relève toutefois de la pure idiotie. Après la proclamation du Jour de la libération et l'annonce des droits de douane de M. Trump, il est devenu évident que même ses secrétaires du Cabinet n'ont aucune idée du but ultime du président. Certains ont dit que cela faisait partie de la grande manœuvre du président Trump pour obtenir un effet de levier pour les « négociations » et que la saga des droits de douane n'était qu'un mauvais moment à passer. D'autres ont déclaré que les droits de douane resteraient en place, coûte que coûte parce qu'ils faisaient partie de la « libération » de l'économie américaine par le président Trump.

Donald Trump n'admet jamais qu'il a tort, mais entre deux parties de golf en fin de semaine, il a republié une opinion sur X qui laissait entendre que les revers du marché boursier étaient planifiés et faisaient partie de sa grande stratégie économique. Cette publication laissait entendre qu'il entreprenait une guerre commerciale mondiale pour faire baisser les taux d'intérêt sur le marché américain du logement. De quoi

douter que les droits de douane de M. Trump aient été le fruit d'une réflexion empreinte de rigueur, de discernement et de lucidité, et qu'ils aient été adoptés en pleine connaissance de cause. Manifestation flagrante d'une déconnexion totale, le bureau de presse de la Maison-Blanche n'a soufflé mot de l'effondrement boursier, préférant annoncer la victoire de M. Trump à un tournoi de golf organisé dans son club privé! Les marchés, eux, n'en ont pas été dupes.

Droits de douane contre marchés : choc frontal

Les marchés boursiers se sont effondrés le 3 avril, après l'entrée en vigueur des droits de douane imposés à l'occasion du Jour de la libération. Les droits de douane ont été beaucoup plus élevés que prévu et le S&P a clôturé à 4 983 le 8 avril, soit une baisse de près de 20 % par rapport au sommet de 6 144 atteint le 19 février après l'investiture du président Trump.



Source : Bloomberg.

Le mercredi 9 avril, les marchés étaient toujours en baisse. Bien qu'il ait déclaré que les marchés étaient « un brin nerveux », Donald Trump a dû mettre de l'eau dans son vin. Cet après-midi-là, sous le poids d'énormes pressions, il a suspendu ses droits de douane « réciproques » les plus flagrantes pendant 90 jours et les marchés boursiers, soulagés, sont repartis à la hausse.

Des droits de douane risibles, mais souples

Cela étant dit, les droits de douane de 10 % sur tous les biens mondiaux et les nouveaux droits de douane de 25 % sur les automobiles, les droits de douane en lien avec le Fentanyl de 25 % pour le Canada et le

Mexique sur les biens non conformes à l'ACEUM et les droits de douane de 25 % sur l'acier et l'aluminium canadiens ont été maintenus. Dans un geste qui n'est pas sans rappeler le film « La folle histoire de l'espace », M. Trump, aux commandes de son Étoile de la mort des droits de douane depuis le Bureau ovale, a ordonné à son équipe commerciale de passer de la vitesse de la lumière à la « vitesse démesurée » dans l'imposition de droits de douane à la Chine. Celle-ci a ensuite été frappée par une augmentation considérable des droits de douane de 145 % pour avoir osé imposer ses propres contre-mesures tarifaires. En effet, la Chine, ne s'embarrassant plus de langage diplomatique, a déclaré que ces nouveaux droits de douane étaient « du n'importe quoi » et a affirmé qu'elle n'augmenterait pas ses contre-mesures au-delà de 125 %. Les marchés boursiers ont subi une liquidation jeudi et ont continué d'évoluer en dents de scie vendredi, mais ont clôturé en hausse, le S&P enregistrant une progression de 1,8 % après une légère baisse dans la matinée.

Oups!

À la fin de la semaine, creux médiatique du vendredi soir, l'administration Trump a annoncé que l'électronique grand public et sa chaîne logistique étaient exemptés après des pressions intenses exercées par Apple et d'autres sociétés. Même les talibans n'ont pas détruit les réseaux cellulaires pendant le conflit en Afghanistan, redoutant le tollé populaire qu'aurait provoqué une "déconnexion" forcée de la population. Face aux conséquences politiques désastreuses de la menace d'une augmentation considérable des prix des téléphones portables et des ordinateurs par les fabricants, le président Trump a fait marche arrière, reconnaissant que les appareils mobiles étaient désormais des « biens de consommation essentiels ». Bien entendu, le président Trump a présenté son revirement comme une qualité typiquement trumpienne :

« Écoutez, je suis quelqu'un de très souple, je ne change pas d'avis, mais je suis souple », a-t-il déclaré aux journalistes. « Récemment, j'ai aidé Tim Cook et toute la société », a-t-il poursuivi, en faisant référence au directeur général d'Apple. Je ne veux blesser personne. Mais le résultat final, c'est que nous allons atteindre un niveau de grandeur pour notre pays! »

Le président Trump ne change pas d'avis, mais ses superbes droits de douane risquaient de nuire aux électeurs et aux sociétés. Il a donc fait preuve d'une nouvelle « souplesse ». Le problème des droits de douane de Donald Trump est qu'ils ne font pas la différence entre les effets à court et long termes. Selon les économistes, le court terme correspond au moment où il est impossible de modifier les « facteurs de production ». Les téléphones portables construits en Chine et dont la chaîne logistique et les pièces dépendent de la Chine ne peuvent pas être remplacés immédiatement par des produits équivalents aux États-Unis. Certes, il est possible d'ajouter une équipe supplémentaire à une ligne de production ou d'en construire une autre s'il y a de la place dans l'usine, mais l'augmentation de la capacité de production prend du temps. La main-d'œuvre coûte plus aux États-Unis. Et il faut encore la trouver. S'il n'y a pas d'usines, on a un sérieux problème.

Les économistes vous diront qu'il est possible de modifier les facteurs de production à long terme par de nouvelles capacités de production, ce qui élargit l'offre disponible. Il faudra au moins un an pour mettre sur pied une toute nouvelle usine avant de fonctionner à plein régime. Compte tenu du fait que la quasi-totalité de la production d'électronique grand public et d'ordinateurs a été délocalisée en Chine au cours

des vingt dernières années, la remplacer représente un défi de taille. C'est la raison pour laquelle les droits de douane imposés par M. Trump sur les produits électroniques grand public fabriqués en Chine ont été « temporairement » suspendus.

Et ensuite?

L'administration Trump semble animée par une volonté de tout faire sauter – sans qu'on sache vraiment si elle a envisagé comment recoller les morceaux. Il est facile de briser le régime commercial mondial actuel par décret présidentiel, compte tenu du mépris total de Donald Trump pour les traités historiques, mais la question est de savoir ce qui se passera ensuite. Le plan actuel semble être de négocier des droits de douane bilatéraux avec chaque pays :

« M. Trump a clairement fait savoir à son équipe économique qu'il voulait participer personnellement à chacune des négociations et qu'il prévoit conclure une entente ferme et obtenir des victoires tangibles, même si ses critères de succès restent flous, voire mystérieux, pour ses principaux conseillers². »

Comme toujours, Donald Trump souffle le chaud et le froid pour tenter de gagner du terrain dans ses « négociations ». Rien n'est clair : ni son seuil réel pour les difficultés économiques et les difficultés du marché, ni ses objectifs. Même ses principaux conseillers commerciaux et économiques soulignent leur absence de contrôle sur la politique de l'administration Trump :

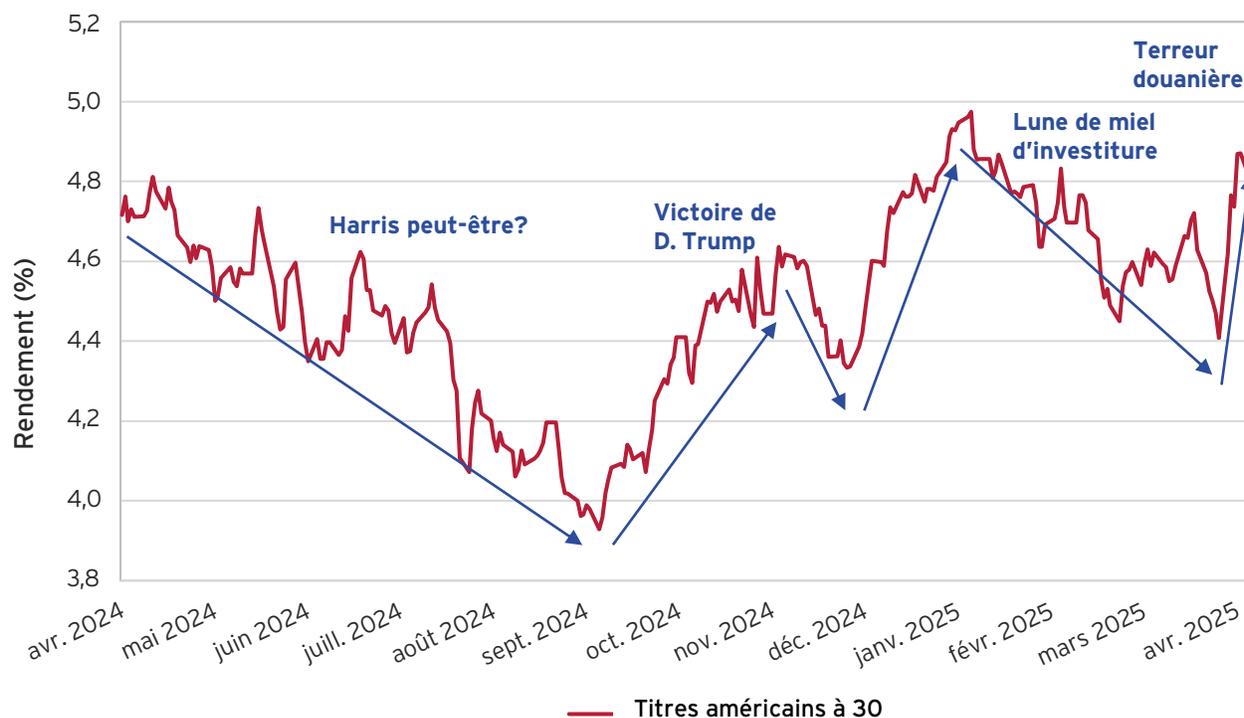
« À mon avis, plusieurs améliorations sont envisageables, a déclaré Stephen Miran, le président du Council of Economic Advisers, lorsqu'on lui a demandé des précisions plus tôt cette semaine. Au final toutefois, le président, c'est lui qui tranche. Et il va trancher, un point c'est tout². »

Une question légitime est de savoir où va tomber le couperet, s'il est le seul à le manier. Si l'on se fie aux deux dernières semaines, même Donald Trump ne sait pas où il veut en venir... pas de quoi rassurer ceux qui sont pris dans la tourmente.

L'art de l'INCERTITUDE!!

L'incertitude n'est pas favorable à la valeur des actifs financiers et ce dont nous avons la certitude, c'est que les niveaux actuels d'incertitude sont élevés sur les marchés financiers. Cette situation est attribuable aux droits de douane imposés par le président Trump et à l'évolution constante de leur application, de leur niveau et de leur allègement, qui causent d'énormes préjudices économiques. Il est clair que c'est M. Trump qui mène cette initiative, et il devra en répondre. C'est peut-être le marché obligataire qui a connu le plus gros tumulte à la suite de l'imposition des droits de douane par le président Trump. Même avant ces perturbations douanières, M. Trump, le soi-disant « Roi de la dette », n'était pas particulièrement apprécié des investisseurs obligataires, comme le montre le graphique ci-dessous des rendements des obligations du Trésor américain à long terme.

Les rendements face à la nouvelle donne des droits de douane



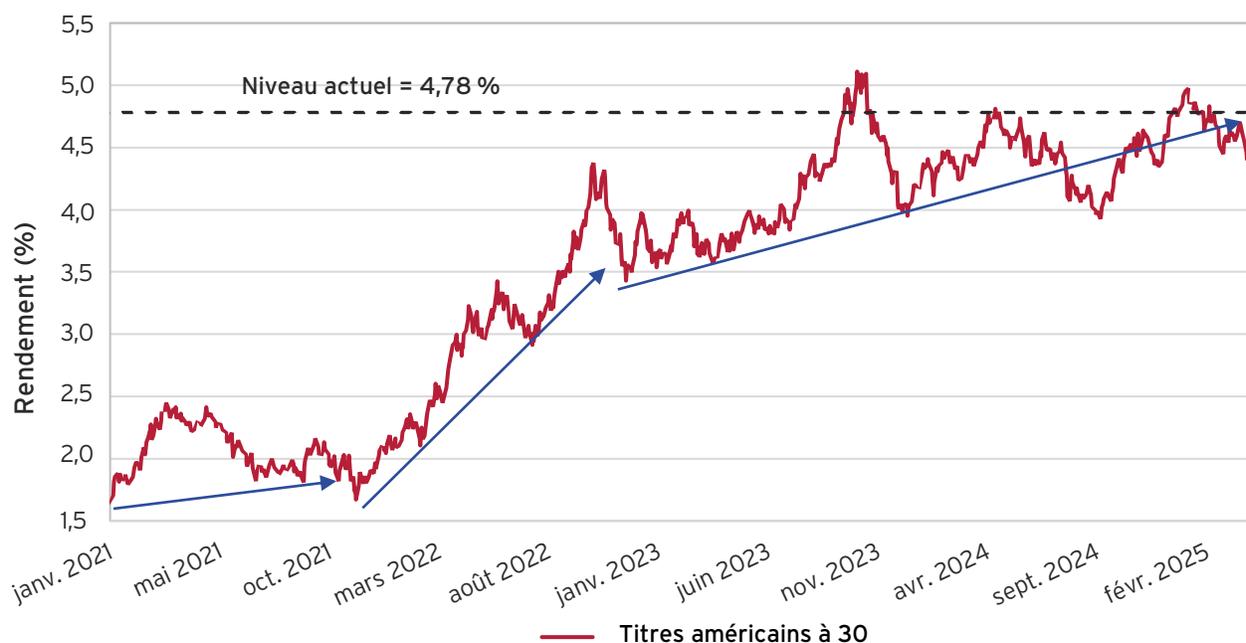
Source : Bloomberg.

Le rendement des bons du Trésor américain à long terme a diminué au début de 2024, à la suite de la baisse de l'inflation après la pandémie. Lorsque Kamala Harris a remplacé Joe Biden en tant que candidate démocrate à l'élection présidentielle et que les perspectives d'une présidence démocrate se sont améliorées, la baisse des rendements s'est accélérée; les obligations à long terme du Trésor ont atteint leur niveau le plus bas le 16 septembre, frôlant les 4 %. Lorsque les perspectives électorales de Donald Trump se sont améliorées, le rendement a augmenté jusqu'à l'élection, puis a baissé avant de remonter à près de 5 % à la fin de l'année 2024. Chaque président connaît une lune de miel de début de mandat. Pour le président Trump, c'était la seconde. Les gens lui ont accordé le bénéfice du doute sur la mise en œuvre réelle des « MAGNIFIQUES DROITS DE DOUANE » sur lesquels il a fait campagne, avec des rendements tombant à 4,5 %. Les rendements ont ensuite grimpé en flèche le Jour de la libération, atteignant 5 %, puis n'ont que légèrement baissé par la suite, en raison de l'agitation douanière persistante. Fidèle à lui-même, M. Trump s'est déclaré victorieux :

*« Le marché obligataire va bien. **Il a un peu cafouillé**, mais il ne m'a pas fallu longtemps pour résoudre ce problème », a-t-il déclaré³.*

Le marché obligataire ne va pas « bien ». La bonne nouvelle est que les rendements des obligations du Trésor à long terme sont en légère baisse par rapport aux sommets atteints. La mauvaise nouvelle est toutefois qu'ils semblent rester percher en hauteur. En examinant le rendement du Trésor sur une plus longue période dans le graphique ci-dessous, on constate que la tendance à long terme est à la hausse. Voilà qui est instructif.

Et s'envolent les taux



Source : Bloomberg.

En effet... La guerre commerciale de M. Trump fait grimper les attentes inflationnistes et réduit la confiance dans l'exceptionnalisme américain et peut-être également la demande d'actifs financiers américains. Le marché réagit cependant aux déficits budgétaires américains depuis un bon moment, qu'ils soient ceux de M. Biden ou de M. Trump. Comme nous l'avons déjà dit, depuis les creux à près de 1 % lors de la pandémie, le rendement des obligations du Trésor à long terme a évolué par étapes, pour atteindre 3 % et a augmenté régulièrement pour dépasser 4 % depuis 2023. Le récent bond est attribuable à tous les droits de douane de M. Trump, mais la persistance des déficits massifs du gouvernement fédéral américain augmente l'offre de bons du Trésor. L'extension des réductions d'impôt du président Trump ne devrait pas s'accompagner d'une augmentation des autres recettes ou de réductions importantes, malgré les bonnes intentions d'Elon Musk et du département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE), de sorte qu'il y aura probablement des dépenses déficitaires et des émissions de titres du Trésor importantes pour de nombreuses années à venir.

Tu casses? Tu payes!

Malgré la bravade de M. Trump et l'annonce de sa victoire pour le marché obligataire, les taux des obligations du Trésor à long terme ne délogent pas loin de leur sommet. Le moral des consommateurs et des sociétés est en chute libre et les sondages montrent que les électeurs remettent désormais en question les compétences économiques de M. Trump. Compte tenu de sa réticence à admettre ses erreurs, M. Trump semble maintenant chercher des moyens de réduire les dommages économiques qu'il a causés avant que son capital politique n'en pâtisse davantage. Alors que l'allégresse à laquelle il s'attendait se transforme en terreur économique et financière, le président Trump envisage maintenant de retarder l'application d'autres droits de douane, comme ceux sur les pièces automobiles.

Au cours de l'histoire, de nombreux conflits armés ont éclaté presque par accident en raison d'un manque de clairvoyance et d'élans instinctifs. La Première Guerre mondiale a débuté par l'assassinat de l'archiduc Ferdinand par un terroriste serbe et provoqué la mort de millions de personnes avant de s'achever. La nécessité de mobiliser des réserves militaires pour répondre à celles de l'ennemi a créé une dynamique spécifique. Cette guerre commerciale semble avoir échappé au contrôle de l'administration Trump, les alliés et les ennemis remettant en question les raisons peu convaincantes d'une attaque aussi grave contre l'ordre commercial mondial. Le produit n'était pas parfait avant, mais comme on dit dans les magasins de détail, « Tu casses? Tu payes! ».

Une économie politique

Les objectifs de M. Trump ne sont pas nécessairement mauvais. Il y a de nombreuses années, les disciplines de la science politique et de l'économie n'étaient pas des « sciences » et s'appelaient conjointement l'« économie politique ». L'économie moderne suppose de suivre les chiffres et d'optimiser de manière clinique et impartiale les résultats, sur le plan quantitatif. Il est évident que l'internationalisme et le commerce à l'échelle internationale en ont avantage certains et lésé beaucoup d'autres. Si les marchés efficients et la finance internationale ordonnent de faire fi des pays, des villes, des usines et des travailleurs, ainsi soit-il. Cela fonctionne pour ceux qui profitent de la mondialisation, tout en laissant un goût amer à beaucoup d'autres.

Donald Trump et d'autres leaders populistes ont puisé dans cette source d'amertume et gagné le pouvoir de redresser ces déséquilibres. Serviront-ils réellement leur électorat? C'est une toute autre question. La réussite économique des autocrates tend à être éphémère, qu'ils soient de gauche ou de droite, car la soif de pouvoir et la cupidité s'installent. La réussite même des démocraties occidentales découle de l'État de droit, de l'idée qu'une personne ou une société n'existe pas seulement selon le bon vouloir d'un dirigeant qui peut agir par caprice au détriment d'une personne, d'une entreprise ou de la société civile dans son ensemble.

Un désir de domination

Un bon article de Shadi Hamid paru dans le Washington Post montre que le désir de domination peut l'emporter sur celui d'obtenir de bons résultats économiques. Malgré ses penchants anti-Trump évidents, il souligne que l'économiste Adam Smith, le père des théories économiques du marché libre, a écrit une dissertation sur la domination :

*« Pour comprendre ce changement, je me suis tourné vers un guide insolite : Adam Smith. Oui, Adam Smith, le saint patron présumé des libres marchés. Dans ses cours de jurisprudence moins connus, **Smith décrit ce qu'il appelle "l'amour de la domination et de l'autorité et le plaisir qu'ont les hommes à ce que tout se déroule selon leurs ordres exprès"**. Ce désir, pensait M. Smith, était si puissant qu'il pouvait dépasser l'intérêt personnel rationnel, voire persister en cas de désavantage économique. Ça vous dit quelque chose⁴? »*

L'administration Trump a peut-être été victime du désir de domination de l'être humain dont parlait Adam Smith. Il se peut aussi qu'elle soit ivre de pouvoir, illustrant la biochimie humaine de la « prise de risques exubérants » que le professeur John Coates a décrite dans son grand ouvrage intitulé « *The Hour Between Dog and Wolf* ». Quelle que soit l'explication, le deuxième mandat de M. Trump s'ouvre avec plus de chaos et d'agitation que quiconque ne s'y attendait, à l'exception peut-être du président Trump lui-même. Là où nous voulons en venir, c'est que la guerre commerciale actuelle renie des années de théorie des marchés efficients, d'économie financière, de libre-échange et de mondialisation.

Une confiance difficile à rétablir

Il n'y a pas de retour en arrière possible. En tant que Canadiens, nous avons vu le dirigeant d'un pays allié et d'un partenaire commercial précieux se mettre soudainement à dénigrer notre pays, menaçant de nous infliger de graves dégâts économiques pour ensuite absorber notre pays. Cette situation est très choquante pour bon nombre de Canadiens. Elle a radicalement changé notre politique électorale. Les menaces économiques et politiques du président Trump surviennent au beau milieu d'une campagne électorale et noient d'autres problèmes très réels et urgents, comme le logement, l'immigration et les soins de santé.

Alors que le Canada et d'autres pays remettent en question la valeur de leur intégration commerciale et de leurs traités avec les États-Unis, la Chine tire parti de l'anarchie commerciale de M. Trump. Le président chinois, Xi Jinping, est actuellement en tournée en Asie du Sud-Est au lendemain du Jour de la libération, affichant sa détermination face aux droits de douane du président Trump et suggérant que la Chine est peut-être un partenaire commercial plus docile et plus fiable. Le président Trump a répondu que la tournée de M. Xi était *une occasion d'« arnaquer » les États-Unis*.

La confiance est difficile à rétablir et les pays alliés n'ont pas beaucoup de sympathie envers les doléances de M. Trump, car ils pensent que ce dernier les « arnaque ». M. Trump et ses acolytes du MAGA devraient se rappeler que l'on a parfois besoin de ses amis. En traitant leurs alliés sur le même pied que leurs ennemis, ils ont donné au reste du monde une leçon sur les dangers d'une dépendance excessive à l'égard des États-Unis. C'est ce que les militaires canadiens avaient l'habitude de décrire comme une « blessure auto-infligée », soit, dans le langage des sportifs, un but contre son camp.

Entre fanfaronnades et murs tarifaires

Comme nous l'avons dit au début, il est impossible de prédire ou de deviner comment tout ce tumulte des droits de douane du président Trump se terminera. Le risque s'est manifesté dans toute sa laideur, et la jubilation des marchés après la pandémie s'est heurtée au mur tarifaire de M. Trump. Comme au début d'un conflit armé, nous assistons à de nombreuses fanfaronnades, avant que le combat proprement dit ne fasse des victimes dans le cadre de cette guerre commerciale. Nous ne savons pas ce qui va se passer, mais heureusement, cela fait quelques années que nous vendons en position forte, en nous préparant à ce que la jubilation et l'effervescence des marchés après la pandémie prennent fin.

Cela a permis à nos portefeuilles de mettre l'emphase sur les titres de meilleure qualité et de meilleure valeur, à l'exception de nos situations spéciales. Cela ne signifie pas que nos portefeuilles ne sont pas

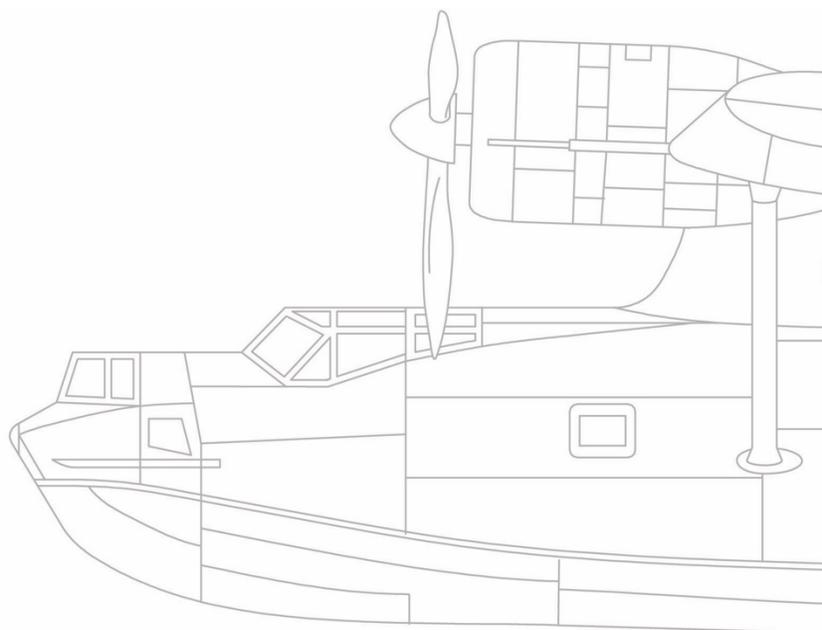
exposés à la baisse de rendement, car le manque de liquidités affecte même les meilleurs titres ou les titres moins dispendieux. Les écarts de taux des obligations de sociétés étaient beaucoup trop réduits à notre goût. Ce faisant, nos investissements se sont faits dans des obligations d'État et des titres adossés à des créances hypothécaires. Nos portefeuilles d'actions contiennent d'importantes liquidités.

Quand faut-il acheter?

Quand est-il temps d'acheter? C'est la vraie question et, jusqu'à maintenant, nous n'avons pas vu de crise majeure et le manque de liquidité auxquels nous nous attendions, compte tenu de l'énorme impact potentiel des droits de douane américains qui ont été annoncés. Il est certain qu'une entreprise endettée, ayant des marges de 10 % ne peut pas absorber et fonctionner avec les droits de douane, même réduits, que nous observons actuellement. S'ils sont maintenus, ils seront inévitablement répercutés sur les consommateurs finaux, sans parler des ravages sur les chaînes logistiques mondiales. Nous continuons à saisir les occasions et attendons de nouveaux développements sur le front de l'« économie politique ».

Avril 2025

L'Observateur des marchés



Nos coordonnées

Service à la clientèle 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 pour vous tenir au courant des derniers commentaires de Canso sur le marché.

AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ

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 ». Ils peuvent être modifiés 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 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 susceptibles d'entraîner un écart important entre les résultats prévus et les résultats réels. 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.

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.

Notes de bas de page :

1. Source : Catherine Lucey. (14 avril 2025). Trump Floats Temporary Reprieve for Autos as Parts Tariffs Loom.
2. Source : Kevin Liptak. (11 avril 2025). L'équipe économique de M. Trump : Bessent, Navarro, Lutnick.
3. Source : Steve Benen. (12 avril 2025). Trump claims he's 'solved' his bond market problem, but he really hasn't.
4. Source : Shadi Hamid. (27 mars 2025). The beginning of the end of the Trump era.