

# Commentaire sur les marchés

## Août 2016



### Une dose d'adrénaline pour les marchés des capitaux

Eric Bushell, directeur des placements

J'en ai assez des analogies militaires à propos des politiques monétaires non traditionnelles, l'artillerie lourde et tout le reste. Le moment est venu d'essayer quelque chose de neuf pour raviver cette histoire terne de déflation mondiale. J'ai récemment regardé un extrait du film *Fiction pulpeuse* où John Travolta injecte une forte dose d'adrénaline dans la poitrine d'Uma Thurman, qui est inconsciente, et je me suis dit, c'est plutôt cela!

C'est vraiment ce dont il s'agit. Travolta définit sa cible avec un marqueur rouge et injecte la dose d'hormone directement au cœur. Le traitement fonctionne; la récupération est immédiate.

Le 10 mars, notre opposant favori à la déflation, Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne (BCE), a effectué la même opération en injectant 8 milliards d'euros directement dans le système financier de l'Europe. La BCE a enfoncé le piston de son nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises, injectant de pleines doses d'adrénaline dans les obligations de sociétés libellées en euro. Ce programme devrait se poursuivre indéfiniment. L'innovation consistant à acheter des actifs risqués, plutôt que seulement des obligations d'État, a été très avantageuse; la reprise des titres de créance de sociétés à l'échelle mondiale à partir de ce moment-là a été sans précédent. Les répercussions ont été considérables et se sont fait ressentir immédiatement sur le marché américain des titres de créance, décuplant le stimulus. Les émetteurs nord-américains ont rapidement redirigé leurs émissions vers l'Europe pour tirer parti des coûts de financement plus faibles et, ce faisant, ont réduit l'offre sur leurs marchés principaux. (Pour être honnête, le redressement sur les marchés de l'énergie a également joué un rôle dans l'inflexion de crédit.) Le stimulus du programme d'achats de titres du secteur des entreprises s'est avéré un puissant traitement combiné avec l'injection continue de morphine que sont les achats d'obligations d'État au Japon et en Europe. Du point de vue de M. Draghi, ce programme a aidé les banques de l'Union européenne après que sa propre politique de taux d'intérêt négatifs eut plombé leur rentabilité et fait pression sur leurs coûts de financement. Après les opérations monétaires sur titres de juillet 2012 et l'assouplissement quantitatif de l'Union européenne de février 2015, le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de M. Draghi en mars 2016 était sa plus grande création à titre d'opposant à la déflation, ayant marqué beaucoup de points particulièrement pour sa créativité.

Et puis il y a eu le référendum sur le Brexit.

À la suite du vote et avant l'ouverture des marchés le 24 juin, les banques centrales se sont pleinement engagées à prévenir les perturbations sur les marchés des capitaux. On s'attendait à ce que la Réserve fédérale américaine, par extension, maintienne son taux inchangé de façon pratiquement permanente, compte tenu des répercussions économiques et politiques légitimement négatives du vote sur le Brexit.



Les taux des obligations d'État se sont donc effondrés de façon mécanique comme on pouvait s'y attendre, particulièrement au Royaume-Uni, où l'on prévoit des réductions de taux. Ailleurs, les taux des obligations à long terme se sont brusquement repliés, les investisseurs obligataires ayant capitulé devant les perspectives de « déflation infinie », et ont cherché le rendement là où il se trouvait encore : à long terme. De nombreuses obligations d'État sont descendues sous zéro, infligeant une grande douleur aux institutions financières avec des disparités de durations dans leurs portefeuilles. Le choc abrupt sur les taux lié au vote sur le Brexit a donné une deuxième dose d'adrénaline au système financier, qui frémissait encore après la première.

Le système a commencé l'année 2016 en faiblesse. Signature avait décrit les marchés de 2013 à 2015 comme étant un cycle de dénouement d'opérations de portage, les capitaux liés aux titres à revenu fixe se retirant généralement des marchés risqués pour se réfugier dans la sécurité et la liquidité. Ces flux de capitaux ont fait progresser le dollar américain et ont puni les marchés émergents et les produits de base. La double dose d'adrénaline de 2016 renverse cette tendance : les taux de rendement des actifs sans risque sous zéro et les maigres écarts de taux redirigent les investisseurs, et nous aussi, vers les obligations des marchés émergents. Ayant surmonté le dénouement d'opérations de portage et le séisme du vote sur le Brexit avec un calme remarquable, les obligations des marchés émergents semblent attrayantes, en raison de la remontée de leurs taux élevés par rapport aux obligations du Trésor. Des signes d'une plus faible corrélation de risque et d'une moins grande sensibilité au dollar américain ont également ramené des fonds vers les obligations des marchés émergents. Les courbes de taux de la Chine au Chili ont beaucoup reculé cette année, et de façon plus marquée à la suite du vote sur le Brexit. L'assouplissement des conditions dans les régions de croissance constitue certainement une bonne nouvelle.

Lorsque les titres de créance et les taux ont reculé, les actions ayant des flux de trésorerie prévisibles de longue durée ont été réévaluées, notamment dans les secteurs des services publics et des biens de consommation de base. Les marchés boursiers ont nettement progressé avec les obligations lorsque les taux d'escompte ont fléchi. La volatilité des marchés boursiers a chuté à une vitesse record lorsque les investisseurs en quête de revenu ont troqué le risque de volatilité pour obtenir un revenu. On a fait grand cas des nouveaux sommets de l'indice S&P 500, mais les rendements des 18 mois depuis janvier 2015 ont totalisé un maigre 3,8 %, et les indices Nikkei et Eurostoxx 50 ont baissé de 7 % par rapport à la même période. Dans l'ensemble, les réponses des politiques aux chocs ont conservé leur efficacité en stimulant l'appétit pour le risque sur les marchés.

## **Quelle est la suite?**

Qu'est-ce qui se passera après la double dose d'adrénaline? La poursuite d'une croissance anémique et de bouleversements politiques, ou une vague de fusions alimentées par le financement à faible coût comme nous l'avons vu au cours du boom du financement d'acquisitions par emprunt en 2003? En fait,



la réponse est probablement les deux, c'est-à-dire que les mesures de stimulation dirigées vers le marché financier tirent à leur fin et n'atteignent pas l'économie réelle. La distance des courbes des taux des obligations souveraines au-dessus de zéro, la distance des courbes des titres de créance autres que d'État au-dessus des obligations souveraines et la distance des taux des marchés émergents au-dessus des obligations du Trésor sont trois mesures indiquant la quantité d'adrénaline qu'il reste dans le flacon. Il est presque vide.

Les obligations ne seraient pas avantagées par un changement de politique qui miserait sur des mesures budgétaires plutôt que monétaires, une solution adoptée par le Canada et envisagée par le Royaume-Uni. L'inflation aux États-Unis augmenterait, tout comme l'offre d'obligations. Un changement de cibles d'inflation ou la monnaie hélicoptère modifierait assurément les attentes à l'égard de l'inflation. Nous devons donc être prudents à propos de l'exposition aux obligations et aux placements comparables à des obligations dans nos fonds. Notre transition des actifs nominaux aux actifs réels doit se poursuivre.

Nous avons préconisé l'exposition aux obligations pendant des années en raison de nos perspectives déflationnistes. Nous avons fait la promotion des titres de créance pendant nos tournées du printemps, en félicitant M. Draghi. Au cours de la récente remontée liée au vote sur le Brexit, nous avons réduit nos attributions aux titres de créance de gouvernements, conservé nos titres de créance de sociétés et ajouté certaines obligations souveraines de pays émergents libellées en dollars américains.

*Ce commentaire est publié par Placements CI. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que le document était exact au moment de la publication. Toutefois, Placements CI ne peut en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité et, par conséquent, n'endosse aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation de l'information fournie, ou du recours à celle-ci. Le présent rapport peut renfermer des déclarations prospectives sur le Fonds, son rendement futur, ses stratégies ou perspectives et les mesures que pourrait prendre le Fonds. Ces déclarations reflètent les convictions des gestionnaires de portefeuille et sont basées sur les renseignements qui sont actuellement disponibles. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur du Fonds. Le lecteur est prié de ne pas se fier indûment à ces déclarations puisque les événements et les résultats réels pourraient différer sensiblement de ceux qui sont énoncés dans les déclarations prospectives, notamment des changements économiques, politiques et des marchés, ainsi que d'autres événements. Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. ®Placements CI et le logo de Placements CI sont des marques de commerce déposées de CI Investments Inc. <sup>MC</sup>Signature Gestion mondiale d'actifs et Fonds Signature sont des marques de commerce de CI Investments Inc. Publié en août 2016.*