

Commentaires trimestriels sur l'économie et le marché 30 septembre 2022

Après le pire premier semestre depuis 1970, le troisième trimestre a commencé sur une note prometteuse et le S&P 500 a enregistré une hausse de plus de 17 % entre le niveau le plus bas en juin et le niveau le plus élevé en août. En revanche, à la fin de septembre pour la première fois depuis 1938 le marché américain a clôturé un trimestre dans le rouge après avoir connu une hausse de plus de 10 %. À la fin du trimestre, le S&P 500 a enregistré une baisse d'environ 25 % en 2022, le quatrième pire début de trimestre au cours de 100 dernières années. D'autres indices, par exemple, le NASDAQ, qui comporte beaucoup de titres technologiques, l'Europe et les marchés émergents ont fait pire. Les marchés boursiers de tous les principaux pays et régions ont chuté pendant le troisième trimestre et affichent une baisse jusqu'à ce jour. Des onze groupes industriels aux États-Unis, seulement le secteur de l'énergie affiche un rendement positif, malgré les problèmes pendant le troisième trimestre lorsque les marchandises ont affiché le pire rendement des principales catégories d'actif, y compris une chute de 23 % du pétrole brut de référence Brent. L'année 2022 a été particulièrement difficile pour les investisseurs en raison de l'incapacité des actifs « sans risque », notamment les obligations du Trésor américain, d'offrir un « refuge. » Un indice des obligations du Trésor américain à long terme a chuté d'environ 29 % à ce jour, les trois pires trimestres depuis le début et pire que le S&P 500, une chose qui ne devrait pas arriver. Par conséquent, un portefeuille d'actions et d'obligations américaines (60/40) a chuté de 20 %, les trois pires neuf premiers mois après 1974 et 1931. La situation a été mauvaise aux États-Unis, toutefois, elle a été pire en Allemagne puisqu'un portefeuille d'actions et d'obligations (50/50) a chuté d'environ 30 % en termes réels (soit, après inflation) par rapport à son sommet, la pire chute depuis 1948. Le Core Bond Index du R.-U. a connu le pire trimestre depuis le début et les obligations libellées en eurodollar des pays émergents devraient connaître leur pire année. Des sept principales catégories d'actif, le rendement médian de moins 22 % a été le deuxième pire rendement depuis qu'on a commencé à collecter les données il y a 50 ans. Les investisseurs canadiens prudents ont pu éviter le carnage, au moins partiellement. En premier lieu, l'énergie, le secteur gagnant, est un élément important pour le marché canadien. En deuxième lieu, on a enregistré des gains sur opérations de change pour les actifs américains, puisque le dollar canadien, comme d'autres devises, s'est déprécié par rapport au dollar américain.

Il y a plus de 50 ans, Creedence Clearwater Revival a posé la question « Qui va arrêter la pluie? » Aujourd'hui les investisseurs posent la question « Qui va arrêter la douleur? » Évidemment les banques centrales, en général, et le Federal Reserve Board des États-Unis en particulier. Par suite de la mise en place de politiques monétaires sans précédent considérées comme nécessaires pendant la crise financière mondiale de 2008-2009, le Federal Reserve Board a essayé d'augmenter les taux d'intérêt et de normaliser la politique monétaire au moins trois fois. Chaque fois, en raison de la turbulence des marchés, le Federal Reserve Board a « pivoté » et a adopté de nouveau l'assouplissement quantitatif, le faible taux d'intérêts et l'inflation des actifs. Ils ont pu justifier ces mesures en mettant en évidence le faible taux d'inflation des prix à la consommation et la nécessité, de leur point de vue, de faire augmenter les prix à un taux stable d'environ 2 %. Ensuite, il y a eu les confinements en raison de la COVID et relativement à la politique monétaire, cette fois aussi à la politique budgétaire (soit, les dépenses du gouvernement), on a adopté des mesures d'assouplissement qui ont été maintenues en 2021 même si l'économie a connu une reprise après la brève récession causée par la COVID. La désorganisation de l'économie mondiale causée par la COVID et les réponses politiques ont créé des problèmes graves pour la chaîne d'approvisionnement et donné lieu à une demande excessive des

consommateurs. L'augmentation des prix était inévitable. Un certain nombre de facteurs importants ont exacerbé cette réalité fondamentale. Des taux hypothécaires très faibles ont donné lieu à une augmentation considérable des prix des logements. L'abandon, souvent absurde et non coordonné, des combustibles fossiles partout au monde a causé une énorme augmentation des coûts énergétiques. Les sanctions contre la Russie en raison de la guerre en Ukraine ont aggravé les problèmes énergétiques et ont contribué à l'augmentation du prix des aliments. La décision d'un grand nombre de baby-boomers nord-américains de prendre la retraite pendant la pandémie de COVID et la tendance dans les pays développés à réduire les seuils d'immigration a causé une pénurie de main-d'œuvre et l'augmentation des taux de rémunération. Soudainement, apparemment, le monde a fait face à un grave problème d'inflation des prix à la consommation pour la première fois en quatre décennies.

Au départ, les banques centrales ont considéré, ou espéré, que l'inflation serait « transitoire » et qu'elles pourraient continuer d'utiliser leur cadre stratégique. En 2022, la persistance de la hausse des prix et la guerre en Ukraine ont secoué les banques centrales qui se sont empressées de prendre des mesures pour faire face à l'inflation. Le taux de la Federal Reserve des États-Unis, qui était de 0,25 % en 2021 et au début de 2022, a augmenté à 3,25 %. Les fonctionnaires de la Federal Reserve prévoient que les taux à court terme augmenteront à 4,25 % à la fin de l'année et à un sommet de 4,5 % en 2023. Il s'agit de l'augmentation des taux la plus rapide en plus de 40 ans. En outre, la Federal Reserve a doublé son programme de réduction du bilan, soit le resserrement quantitatif, en septembre. Dans l'ensemble, il s'agit probablement des mesures de resserrement les plus décisives jamais prises par la Federal Reserve; cela est évident dans la chute de la variation d'une année à l'autre de la masse monétaire aux États-Unis et dans l'augmentation de l'U.S. Financial Conditions Indicator de Barclays au niveau le plus élevé en deux décennies. Les obligations du Trésor américain de 10 ans, qui avaient atteint 0,5 % en 2020, récemment ont atteint 4 %, l'augmentation la plus rapide en quatre décennies et le taux hypothécaire sur 30 ans a augmenté de 2,75 % à 6,75 % au cours de l'année passée. La Federal Reserve et la Banque du Canada gagnent la course à la hausse des taux en 2022, toutefois, elles ne sont pas seules. De 40 banques centrales, seulement en Russie, Chine, Turquie et Japon le dernier changement du taux d'intérêt a été une diminution. Le taux global des banques centrales a doublé depuis le début de l'année, une augmentation de 1,7 %, la hausse la plus importante pour cette période depuis qu'on a commencé à collecter les données en 2000. Le resserrement quantitatif n'est pas un phénomène uniquement américain, puisque les bilans des banques centrales continuent de diminuer. Comme aux États-Unis, un indice des conditions financières mondiales démontre la diminution des liquidités. Si on analyse différentes banques centrales, la Banque du Japon n'a pas augmenté les taux, mais a permis la chute de la base monétaire du pays; la Banque centrale de la Suisse a pris des mesures de resserrement en septembre en réduisant les liquidités des banques; la banque nationale de la Hongrie a augmenté le taux de base de 0,5 % à 13 %; le taux de financement à un jour du Mexique est passé de 4 % à 9,25 % même si les prévisions de croissance du PIB pour 2023 ont chuté de 2,2 % à 1,5 %; en dernier lieu, les taux d'intérêts sur deux ans au Pakistan ont augmenté de 5 % à 45 %.

Évidemment, ces changements dramatiques de l'environnement monétaire ne sont pas passés inaperçus et sont le principal facteur des pertes en capital généralisées en 2022. Tout naturellement, les investisseurs sont nostalgiques de la dernière décennie et se posent la question de savoir si les banques centrale décideront de « pivoter » et d'adopter des politiques monétaires en harmonie avec le marché. Puisque la principale différence entre 2022 et la décennie antérieure est le taux d'inflation des prix à la consommation, les marchés sont très sensibles au taux d'inflation mensuel et espèrent une diminution des pressions inflationnistes qui permet aux banques centrales de déclarer « mission accomplie » et de mettre fin au resserrement monétaire. Toutefois, la Federal Reserve a dit clairement

que « mission accomplie » signifie un taux d'inflation viable de 2 % et, en ce moment, les prix aux États-Unis augmentent à un rythme beaucoup plus rapide et à l'extérieur des États-Unis le rythme est encore plus rapide. En août, le taux d'inflation de base des DPC, l'indicateur préféré de la Federal Reserve, a augmenté à un taux de 4,9 %. Toutefois, un indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes de la Federal Reserve Bank of New York a augmenté à un taux de 6 % et 70 % des composantes de l'indice des prix à la consommation ont augmenté à un taux de plus de 6 %. Cela donne à penser qu'il faudra un certain temps avant que le taux d'inflation baisse à 2 %. En réalité, depuis 1980, lorsque dans les économies avancées le taux d'inflation a dépassé 5 %, il a fallu en moyenne 10 ans pour atteindre 2 %. Entre-temps, en Europe, l'IPC de base en septembre a atteint 4,8 %, mais les prix des producteurs, en raison de la hausse fulgurante des coûts énergétiques, ont augmenté en août à un taux vertigineux de 43 % sur une base annuelle.

Un taux d'inflation de 2 % n'est peut-être pas imminent, toutefois, un grand nombre de signes indiquent que les pressions inflationnistes ont atteint un sommet aux États-Unis et partout au monde. Le rapport de septembre sur les fabricants américains était révélateur à cet égard. Seulement 50 % des industries ont affiché une croissance, une baisse par rapport à 94 % en mai, et seulement 52 % ont déclaré des pressions inflationnistes, une baisse par rapport à 82 % en mai. Depuis 1965, les gains hebdomadaires moyens aux États-Unis ont augmenté au même taux que les prix à la consommation. En août, les salaires étaient de 3,4 % sous le niveau de l'inflation des prix à la consommation, soit les salaires ont diminué en termes réels, ce qui est en harmonie avec une économie faible et des pressions inflationnistes réduites. Le revenu disponible affiche une croissance de seulement 2,8 %, qui correspondait historiquement à la croissance des prix à la consommation de seulement 1,5 %. Les pressions sur la chaîne d'approvisionnement à l'échelle mondiale (soit, les délais de livraison des fournisseurs) ont chuté brusquement et le Global Supply Chain Pressures Index de la New York Fed affiche le niveau le plus bas depuis janvier 2021. On observe aussi un grand nombre de signes de faiblesse économique. Les principaux indicateurs de l'activité économique ont chuté pendant six mois consécutifs et historiquement trois baisses consécutives ont donné un taux de succès de 80 % relativement à la prévision d'une récession. En raison de la faiblesse de l'économie et de la force du dollar américain, un grand nombre de marchandises ont été vendues à bas prix, par exemple, le bois de sciage qui a baissé de 70 % par rapport au niveau le plus élevé de mars et a atteint le niveau le plus faible depuis deux ans. La situation mondiale est similaire à celle des États-Unis. Le taux d'inflation dans les pays de l'OCDE a atteint en juillet le niveau le plus élevé depuis 34 ans. Depuis ce temps, selon les indicateurs les plus récents, la croissance mondiale a ralenti et fait du surplace en raison des mesures de resserrement monétaire, de l'érosion du pouvoir d'achat et de la confiance et des stocks excessifs. Les mêmes indicateurs, comme aux États-Unis, montrent que les prix des extrants ont atteint un sommet au printemps et continuent de chuter depuis ce temps. Les prix des aliments ont chuté par rapport au niveau record en mars, de même que le pétrole et le gaz naturel ne sont pas à leur sommet, même si les prix des aliments et de l'énergie sont historiquement élevés.

On a dit que ce sont les banques centrales qui « doivent retirer le bol à punch. » Elles n'ont pas fait leur travail au cours de la dernière décennie et surtout dans la foulée de la pandémie de COVID et, par conséquent, leur tâche est maintenant plus difficile. Toutefois, actuellement elles prennent des mesures et jettent les bases pour contrôler l'inflation. En premier lieu, relativement au coût, il y a eu une vente massive sur les marchés, qui peut-être n'est pas terminée, nonobstant les reprises périodiques exceptionnelles, qui sont un point essentiel paradoxal des marchés à la baisse. Pendant la prochaine phase, on pourrait faire face à une récession lorsque les pressions sur les banques centrales de « pivoter » deviendront intenses. « Faites demi-tour si vous le voulez, la dame ne fait pas demi-tour » a dit Margaret Thatcher en 1980 lorsqu'on lui a demandé de modifier ses politiques controversées. Le président de la Federal Reserve, Jerome Powell, qui a toujours été considéré

comme un chien de poche de Wall Street, ressemble de plus en plus à Thatcher et il semble que ses collègues chantent tous la même chanson. On verra les résultats au cours des prochains mois, mais, pour le moment, ils font preuve de fermeté.
