

Commentaires trimestriels sur l'économie et le marché Le 31 décembre 2022

Les taux d'intérêt, le coût de l'argent, sont au cœur des économies modernes et des marchés financiers. Évidemment, lorsque les bons du Trésor américain à 10 ans se transigent calmement autour de leur rendement moyen à long terme de 5 % environ et de 1 % à 2 % de plus que les taux à court terme, les taux d'intérêt ne sont pas un sujet brûlant d'actualité. Par contre, lorsque ces taux sont anormalement élevés ou bas ou qu'ils montent ou chutent à un rythme anormalement rapide, ou que les taux à court terme sont plus élevés que les rendements à long terme (c.-à-d. que la courbe de rendement est inversée), les marchés financiers s'éveillent. C'était la situation, en décembre 1961, lorsque l'indice industriel Dow Jones a atteint un plafond record de 750 (!). Deux décennies plus tard, il se maintenait encore à 750 et, compte tenu de l'inflation, les cours des actions avaient perdu plus des deux tiers de leur valeur. Pourquoi? Pour aucune raison en particulier, mais la hausse incessante des taux d'intérêt vers des plafonds plus qu'historiques était sans doute le facteur le plus important. Au cours des quatre décennies suivantes, c'était le revers de la médaille. Howard Marks, investisseur professionnel aguerri que nous avons déjà cité, traite dans une note récente des raisons qui sous-tendent le succès des « investisseurs » au cours des 40 dernières années. Il conclut que malgré divers facteurs, il serait [TRADUCTION] «étonné si 40 années de fléchissement des taux d'intérêt n'ont pas joué le rôle majeur parmi tous ces facteurs », car le taux des fonds fédéraux a chuté, de 20 % à presque zéro, et les bons du Trésor américain à 10 ans sont passés de 15,68 % à 0,52 %. Même si les taux ont fléchi plus ou moins constamment tout au long des quatre décennies jusqu'à 2022, avant la crise financière globale de 2008-2009, ils se négociaient généralement à l'intérieur de la cloche de la courbe historique. Ainsi, en mai 2000, tandis que la bulle dot.com éclatait, les bons du Trésor à 10 ans donnaient un rendement de 6,5 %, pour finalement se poser à 3,1 % et, en juillet 2007, à la veille de la crise financière, les rendements étaient de 5,1 %.

La crise financière de 2008-2009 a donné lieu à une époque sans précédent en matière de taux d'intérêt. Les taux d'intérêt à court terme étaient bloqués à zéro et, dans certains cas, encore plus bas de la part des banques centrales de la planète qui, en même temps, achetaient des milliards de dollars de dettes souveraines. Lorsque le public vend des obligations à la banque centrale, il reçoit de l'argent qui, pour la plus grande partie de la décennie écoulée, ne rapportait rien. Dès décembre 2020, plus de 18 milliards de valeur en obligations de par le monde s'échangeaient à un rendement négatif. Il en a résulté une énorme spéculation sur le rendement, qui s'est arrêtée abruptement en 2022 lorsque les autorités monétaires ont commencé, tardivement, à relever les taux d'intérêt afin d'essayer de juguler le rythme d'inflation des prix à la consommation, qui avaient atteint des sommets par rapport à plusieurs décennies. Les marchés financiers se sont ralliés au quatrième trimestre, mais cela n'a pas vraiment suffi à modifier le tableau global de l'année. Dans le Wall Street Journal, on pouvait lire : [TRADUCTION] « Les actions américaines ont clôturé leur pire année depuis 2008, plafonnant une année difficile où les marchés ont vu les obligations subir un bradage encore jamais vu et les crypto-monnaies ont été balayées ». Il n'existait que peu d'abris. Des actifs non monétaires de la Deutsche Bank, six seulement sur 38 ont connu une hausse pour l'année (en termes de dollars américains). Le Global Market Index, indice passif non géré pondéré à la valeur du marché pour la totalité des grandes catégories mondiales d'actifs (sauf les espèces) a connu un rendement de moins 17,8 % et le rendement des titres mondiaux était de moins 18,4 % (en dollars américains). Aux É.-U., le seul secteur dans le vert était l'énergie, les actions pétrolières et gazières offrant un rendement supérieur de 78 % sur l'indice global des actions, soit plus du double qu'en 1980, la meilleure année précédente.

Cela, même si les prix du pétrole ont terminé l'année en deçà de leur niveau d'avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le rendement exceptionnel concernant l'énergie était de bon augure pour l'économie et les marchés canadiens, où la production de combustibles fossiles est particulièrement importante. Les bons du Trésor américain ont connu un rendement supérieur à la totalité des principaux indices de référence des actions et effets à revenu fixe de façon considérable, dans ce dernier cas par un montant record, et a retourné plus de 2 % en termes nominaux pour la deuxième fois seulement depuis 2007.

Le rendement des actifs autres que les bons du Trésor et les marchandises peut être ventilé dans quatre grandes catégories. La première est celle des effets douteux à fondement minime (ou nul). L'hécatombe dans ce domaine est une procédure de fonctionnement normalisée à la suite d'une frénésie spéculative telle que ce que nous avons vu en 2021. Ainsi que le mentionnait un observateur avisé [TRADUCTION] « les paniques ne détruisent pas le capital. Elles révèlent simplement la mesure dans laquelle il a été antérieurement détruit par sa trahison dans des œuvres vaines et non productives ». Prenons les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVP), qui réunissent de l'argent pour investir dans des entités non encore identifiées, phénomène qu'on ne voit que dans les manies spéculatives, par exemple 1720, 1873, 1929 et maintenant, 2021. L'indice De-SAVP de Bloomberg, qui piste les PAPE sur les SAVP, est à 88 % sous ses maximums. Ainsi que le confiait récemment un stratège du marché à Bloomberg, l'emballage pour les SAVP « n'existait que parce qu'il y avait un excès de liquidités dans le système ». Il y a ensuite les jetons non fongibles (JNF). Les dépenses totales en JNF en novembre étaient de 442 millions de dollars comparativement à une moyenne mensuelle de 6,3 milliards de dollars au premier trimestre. Le premier gazouillis de Jack Dorsey visait un JNF qui s'est vendu pour 2,8 millions de dollars en mars 2021 et, dès avril 2022, valait 280 millions de dollars. Des célébrités, par exemple Gwyneth Paltrow et Jimmy Fallon, derrière le BAYC (Bored Ape Yacht Club), font l'objet de poursuites dans le cadre d'un recours collectif. Les actions qu'on appelle « meme » ont été écrasées à tel point que Bed Bath and Beyond envisageait la faillite. Robinhood, la société de courtage qui a facilité l'explosion du commerce de détail des meme et autres actions au cours de la COVID et qui est entrée en bourse avec une évaluation de 32 milliards de dollars, a perdu, dans les neuf premiers mois de 2022, 862 millions de dollars sur 978 millions de dollars de recettes. Les entreprises qui ont fait les manchettes au cours de la COVID – Peleton et Zoom – et qui étaient les favorites des investisseurs – Zoom a brièvement eu une capitalisation boursière supérieure à Exxon – ont vu le prix de leurs actions chuter d'environ 90 %. Le fonds indicel coté ARK Innovation, fer de lance de ce qu'on appelle ARK Investment Management, axé sur les technologies perturbatrices et qui a acquis un statut virtuel presque de culte en 2021, se négociait à son niveau le plus bas depuis 5,5 ans, soit une baisse de 89 % par rapport à son sommet de 2021. Le cours des actions de Tesla a subi un fléchissement de 65 % dans la foulée bizarre de sa hausse rapide de 743 % sur une augmentation de 28 % des ventes. Le Kensho Electric Vehicles Index de S&P est en baisse de 68 %. Près du quart des quelque 600 entreprises qui ont lancé des PAPE classiques en 2020-2021 se négociaient à moins de 2 \$ l'action près de la fin de l'année. Enfin, mais non le moindre, il y a l'espace crypto-monnaie, où 2022 a déboulonné chaque dollar ajouté en 2021 par les crypto-monnaies et crypto-monnaies stables. Les deux tiers des noms dans l'univers Binance de 80 monnaies est en baisse de 90 % ou plus par rapport aux sommets atteints et la moitié des 10 principaux cryptofonds qui existaient en 2021 ne fonctionnent plus. L'étalon des crypto-monnaies, Bitcoin, a chuté de 64 % en 2022. La citation suivante de Sam Bankman-Fried, qui fait face à de lourdes peines de prison pour son rôle dans la faillite de FTX, illustre peut-être la folie de ce qui se passe dans l'espace des crypto-monnaies et autres domaines spéculatifs du marché : « J'ai eu la responsabilité finale en ce sens que j'étais responsable en définitive ». Un gestionnaire international des placements d'expérience remarquait : « C'était une catastrophe inévitable. Alors, l'argent a un coût. On ne peut tout simplement jeter de l'argent dans des entreprises non profitables ». D'après un cadre

investisseur d'Australie, « On note un soupir collectif de soulagement que cette stupidité soit terminée ».

La deuxième grande catégorie d'actifs – et de loin la plus importante – affectée par la hausse des taux d'intérêt est la longue durée des actions et des obligations, dans bien des cas de la meilleure qualité, mais qui néanmoins ont subi une hausse des cours jusqu'à des niveaux insoutenables tandis que les taux d'intérêt avoisinaient le zéro. En fait, ce qui a fait de 2022 une année unique a été l'hécatombe sur le marché des obligations. Bien sûr, 2022 était une année difficile pour les valeurs américaines, mais nous avons connu neuf années pitres, au cours des 115 dernières. Dans le cas des obligations, 2022 était une année à inscrire au registre, et certainement pas de la façon la plus brillante. Les obligations des sociétés à cote élevée aux É.-U. ont connu un rendement négatif de près de 16 %, soit un rendement approximativement deux fois moins bon que l'année sombre suivante, soit 1969, de ces 100 dernières années. Dans le cas des obligations et, généralement, des capitaux propres aussi, plus cela dure longtemps, plus le rendement se dégrade. Les bons du Trésor américain à long terme ont atteint la tête de la liste, affichant un incroyable 29,3 %. Rien d'approchant n'a été observé depuis que l'on recueille des données fiables, soit depuis 1872. La dynamique en jeu trouve peut-être sa meilleure illustration dans les obligations centenaires de l'Autriche, qui ont été mises en marché et affichaient un rendement d'à peine plus de 2 %. Cela semblait inintéressant mais, tandis que les banques centrales poussaient les rendements dans les souterrains de l'histoire, les obligations s'échangeaient à bien plus que 200 \$. C'est une bonne nouvelle pour ceux qui ont vendu, mais pour ceux qui n'ont pu le faire, ils peuvent s'attendre en 2022 à des rendements plutôt décevants, car les taux d'intérêt ont suivi la boussole. Ainsi, la diversification internationale dans le domaine des revenus fixes n'a pas été utile, car on a observé des pertes record partout et l'indice composé de revenu fixe mondial était décalé de 16,2 % comparativement à 13 % aux É.-U. Ce n'était que la cinquième fois au cours du siècle passé que les obligations et les actions ont fléchi au cours de la même année et la première fois que la chute a été de plus de 10 % dans les deux cas.

Les obligations de longue durée n'étaient pas la seule catégorie d'actifs à grandement bénéficier de la folie monétaire entre 2009 et 2021, pour simplement être durement frappées lorsque les banques centrales ont changé de stratégie en 2022. Les gains plus élevés sur 30 ans ont beaucoup plus de valeur maintenant, lorsque les taux d'intérêt sont à 2 %, que lorsqu'ils étaient à 5 %, de sorte que les valeurs de croissance, particulièrement les grandes entreprises technologiques américaines, couramment appelées les FANMAG, ont constamment surpassé leurs sœurs à croissance plus lente mais meilleur marché, habituellement appelées valeurs sûres, pour atteindre un niveau record. Ned Davis Research a comparé le rendement des six actions FANMAG au cours des cinq années menant à leur maximum à la fin de 2021 avec ce qu'on appelle la bulle historique composite, qui comprend l'indice industriel Dow Jones en 1929, le Gold en 1980, le Nikkei du Japon en 1989 et le NASDAQ Composite en 2000. Étonnamment, le gain quinquennal par année était presque identique, jusqu'à 34,2 % pour les FANMAG et 33,3 % pour la bulle composite. Ainsi, cela ne devrait étonner personne, lorsque les taux d'intérêt ont commencé à augmenter de façon appréciable, les actions FANMAG et les actions à potentiel de croissance en général seraient plus vulnérables que les valeurs sûres qui ont traîné de l'arrière tout au long du cycle. Quatre actions FANMAG (Meta, Amazon, Netflix et Google) ont baissé de 47 % en 2022 comparativement à 16,5 % pour le S&P 500 (sauf ces actions). Malgré les coups subis par ces actions en 2022, il vaut la peine de signaler que leur taux de rendement au cours des huit dernières années demeure le double du rendement sur les S&P 500. Bien sûr, dans le cas des actions FANMAG, contrairement aux obligations, il ne s'agit pas simplement des taux d'intérêt. D'autres facteurs ont leur importance et l'un d'entre eux est évidemment la taille. Apple étant la première entreprise à atteindre une capitalisation boursière de 3 milliards de dollars, cela devrait avoir déclenché un signal d'alerte indiquant qu'il sera difficile à ces entreprises de soutenir leurs taux de

croissance historiques. Lorsque Facebook (qui s'appelle maintenant Plateformes Meta) a fait l'acquisition d'Instagram pour 1 milliard de dollars, l'entreprise comptait 11 employés. Maintenant, elle en a 20 000. Lorsqu'Amazon a atteint un sommet au cours de la bulle dot.com, en route pour un déclin de plus de 90 %, sa capitalisation boursière était de 36 milliards de dollars. L'entreprise a perdu plus de 30 milliards de dollars en quelques jours en 2022 et 840 milliards de dollars pour l'année. Ces entreprises ne sont pas ce qu'elles étaient il y a 10 ans.

La troisième catégorie d'actifs d'accès général touchés par la hausse des taux d'intérêt est l'immobilier résidentiel, et pas seulement aux États-Unis, mais dans un nombre d'autres pays, dont le Canada. Aux É.-U., les 10 % de ménages les plus à l'aise possèdent 90 % du capital-actions, mais 45 % seulement de l'immobilier, qui est actuellement évalué à 46 milliards de dollars comparativement à 34 milliards de dollars avant la pandémie et à 25 milliards de dollars avant la crise financière mondiale. À l'exception de ses rapports directs avec les banques, la banque centrale n'a pas de plus grande influence que sur le marché du logement, qui se trouve être l'endroit où la plupart des gens ont la majorité de leur valeur nette. L'indice national américain des prix des résidences S&P//Case-Shiller a augmenté de 50 % au cours des quatre années menant à un sommet de 184 en 2006. L'indice se maintient actuellement à un niveau record de 300, encore une fois une hausse de 50 % par rapport aux quatre années précédentes et approximativement 65 % de plus qu'au sommet de la grande bulle immobilière. Au Canada, les prix étaient de plus de 140 % supérieurs à leur pic de 2008. L'immobilier résidentiel aux É.-U. est évalué à 165 % du PIB aujourd'hui, comparativement à son niveau record de 175 % en 2005. Par ailleurs, le prix médian des résidences se situe actuellement à un niveau record équivalant à 5,1 fois le revenu familial médian comparativement à 4,2 fois en 2006. Puisque les taux hypothécaires ont grimpé à plus de 6 % par rapport au creux encore jamais vu de 2,7 % en 2020, l'abordabilité de la propriété résidentielle est dans la pire situation de ces 35 dernières années. Aux taux actuels d'intérêt, les paiements hypothécaires annuels pour une résidence de prix médian aux É.-U. représentent 46 % du revenu médian. Puisque le prix de vente médian d'une résidence dans la Région du Grand Toronto (RTG) dépasse de loin 1 million de dollars, les acheteurs visaient une mise de fonds de 250 000 \$ et un revenu avant impôt de 200 000 \$. Ces données ont provoqué jusqu'à maintenant une baisse de 13 % des prix à Toronto et les prix des résidences sont également en chute en Australie, en Nouvelle-Zélande, au R.-U. et en Allemagne et, en décembre, les prix ont chuté en Chine pour le sixième mois consécutif. Au Canada, les prix moyens des résidences ont chuté de 7,7 % de mai à octobre, la chute sur cinq mois la plus importante dans l'histoire de l'indice Teranet depuis ses débuts en 1997. D'après Oxford Analytics, les prix des résidences au Canada pourraient chuter de 30 %. Aux É.-U., de juin à octobre, le prix national des résidences a chuté à un taux annuel de 10,9 %, soit le rendement le plus faible depuis 2009. L'indice du marché du logement, qui mesure la confiance des constructeurs d'habitations, a chuté pour le douzième mois consécutif et atteint son niveau plancher depuis avril 2020. Les ventes résidentielles en instance ont chuté de 37,8 % au cours de l'année précédente pour atteindre leur deuxième niveau mensuel le plus bas en 20 ans.

La dernière catégorie d'actifs affectés par la hausse des taux d'intérêt regroupe une vaste gamme d'actions, dont nombre sont étiquetées « valeurs sûres ». Malgré d'importantes pertes dans l'ensemble de ce secteur en 2022, il faut noter un rendement supérieur appréciable par rapport à d'autres secteurs. À titre d'exemple, l'indice industriel Dow Jones des valeurs a dépassé le Nasdaq axé sur la croissance par la marge la plus forte depuis l'éclatement de la bulle dot.com en 2000. L'argent coulant des actifs plus risqués et de longue durée devait aller quelque part. Une partie est allée dans les marchandises, mais les produits de base sont perçus comme risqués. Une autre partie est allée en espèces, mais moins qu'on pourrait le croire, car les investisseurs, pour la plupart, n'étaient pas disposés à devenir aussi défensifs. Une autre partie a abouti dans des valeurs « sûres » qui, bien souvent, offrent de bons dividendes et des évaluations relativement correctes.

L'année écoulée a été presque totalement marquée par le choc des taux d'intérêt et les investisseurs sont extrêmement sensibles aux points de données qui laissent voir soit que les taux d'intérêt continueront à poser problème sur les marchés, soit le contraire. Pourtant, pour toute cette volatilité à court terme, on note un vaste consensus concernant la courbe probable des taux d'intérêt en 2023. Ce fait découle en partie de ce que les banques centrales nous ont dit à propos de leur plan en termes nets. Dans le compte rendu le plus récent de l'U.S. Federal Open Market Committee, on pouvait lire notamment : les participants ont généralement fait remarquer qu'une position de politique restrictive devrait être maintenue jusqu'à ce que les données reçues permettent d'être confiants que le taux d'inflation était sur la pente descendante vers 2 %, ce qui prendrait probablement un certain temps. En plus de ce que veut faire la Réserve fédérale des É.-U., dans chaque réunion depuis 2009, elle a habituellement réagi de la façon attendue par le marché. Le marché prévoit deux hausses de 25 points de base en février et mars, une pause et ensuite, une série de compressions de taux commençant en novembre. D'une part, rien ne laisse croire que la Réserve fédérale soit sur le point de commencer bientôt à sabrer dans les taux d'intérêt, et le marché ne s'y attend pas, et d'autre part, le cycle de hausse des taux d'intérêt est presque terminé si l'on en croit la Réserve fédérale et les marchés.

Il existe d'autres motifs de croire que la plus grande partie des hausses de taux d'intérêt est derrière nous. Il y a un an, lorsque le taux directeur de la Réserve fédérale était en fait nul, les règles dites de type « Taylor » indiquant où les taux auraient dû se situer pointaient entre 4 % et 7,5 %, soit un vaste intervalle, mais bien supérieur à zéro. La Réserve fédérale était loin de la courbe, comme on dit. Elle essaie de se rattraper depuis et des hausses de 25 points de base de 4,75 à 5 % la placeraient au bas de la zone « suffisamment restrictive » réputée appropriée selon les modèles statistiques de Taylor. Un autre motif de croire que nous sommes près de la fin de la hausse des taux d'intérêt est un pic de l'inflation, dont nous voyons les signes partout. Les prix de l'essence, en baisse de 37 % par rapport à leur sommet; les prix des voitures usagées, en baisse de 19 %; les prix mondiaux du fret, en baisse de 81 %; les prix des engrais, en baisse de 45 %; le bois d'œuvre, en baisse de 79 % pour atteindre son prix le plus bas depuis juin 2020; les prix du logement chutent, tel que mentionné précédemment, et les loyers sont en baisse depuis trois mois consécutifs. Les prix des importations des É.-U., qui étaient en hausse de 13 % d'une année à l'autre en mars, sont maintenant haussiers à 2,7 % d'une année à l'autre, soit le huitième mois consécutif de baisse des taux de change et le plus bas depuis janvier 2021. La seule chose qui ne va pas est le resserrement du marché du travail et l'inflation résultante au niveau des salaires, ce que les banques centrales surveillent étroitement. Même là, par contre, les gains hebdomadaires moyens aux É.-U. ont augmenté d'à peine 3,1 % d'une année à l'autre en décembre, en baisse par rapport 3,6 % constatés en novembre et bien en-deçà du taux d'inflation. Pendant ce temps, le nombre d'emplois créés, sur une base mensuelle, même s'il demeure positif, poursuit sa tendance à la baisse.

En excluant une interruption imprévue des approvisionnements alimentaires ou énergétiques, il est difficile de faire valoir le cas d'une hausse de l'inflation ou des taux d'intérêt plus élevés en 2023. Par contre, il n'est pas difficile de faire un exposé sur la faiblesse de l'économie, qui pourrait très bien faire que l'inflation et les taux d'intérêt soient inférieurs à ce que les marchés prévoient actuellement. L'économie mondiale a terminé 2022 sur une note pessimiste. Un des indicateurs composites mondiaux de l'activité économique a affiché en décembre une baisse pour le cinquième mois consécutif pour atteindre le deuxième plus faible niveau depuis les premiers confinements de la COVID en 2020. Aux É.-U., en novembre, le flux global des échanges commerciaux (importations et exportations) a chuté de 4,5 % par rapport au mois précédent, phénomène qui ne s'était produit que trois fois au cours des deux dernières décennies – dans chacune des trois récessions précédentes. Les retards de livraison des fournisseurs, qui est une indication des goulots d'étranglement mondiaux

en matière d'approvisionnement, a marqué en décembre une chute pour atteindre le niveau le plus bas depuis le creux de la crise financière mondiale de 2009. Ainsi, nous avons nombre de signaux de la faiblesse des économies du monde et des É.-U., mais plus important, les indicateurs de l'activité économique future sont axés sur des faiblesses encore plus prononcées. Lorsque 55 % ou plus des courbes de rendement aux É.-U. sont inversées, cela a toujours abouti à une récession. La lecture actuelle est de 87 %. Le principal indicateur économique du Conference Board se situe à un niveau qui a toujours été l'indice ou les prémisses d'une récession. La croissance de la masse monétaire américaine est devenue nettement négative après sa croissance explosive de 2021. Et la liste ne s'arrête pas là. Il reste à voir jusqu'où ira la faiblesse de l'économie mondiale et de celle des États-Unis en 2023, mais quelles que soient les difficultés, la hausse rapide des taux d'intérêt, contrairement à 2022, n'est vraisemblablement pas le principal des problèmes.
