

## Commentaires trimestriels sur l'économie et les marchés

**31 mars 2023**

Les six derniers mois ont été marqués par une forte déconnexion entre ce que les investisseurs pensent et disent et ce qu'ils font réellement. Il y a de quoi s'inquiéter. Depuis un certain temps, les économistes s'accordent à dire qu'une récession est probable aux États-Unis et ailleurs. En mars, la deuxième et troisième plus grande faillite bancaire de l'histoire des États-Unis. Neuf hausses de taux d'intérêt de 475 points de base en un an par la Réserve fédérale pour atteindre le niveau le plus élevé depuis 2007. La croissance de la masse monétaire américaine est la plus négative depuis 1930. Au premier trimestre, la courbe des taux d'intérêt aux États-Unis n'avait jamais été aussi inversée depuis 1981. Quatre fois le taux normal de volatilité des obligations du Trésor américain de deux ans, dépassant celle de la semaine de la faillite de Lehman en 2008 et celle du 11 septembre en 2001. La plus forte chute en trois jours des rendements des obligations du Trésor à deux ans (depuis le krach boursier de 1987) après la faillite de la Silicon Valley Bank. En une seule séance, l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt des obligations du Trésor est passé du haut au bas de leur moyenne mobile à 200 jours. Bien entendu, cette toile de fond n'est pas passée inaperçue aux yeux des investisseurs. Après tout, 2022 a vu le pire premier semestre du marché boursier américain depuis 1970, le pire semestre des obligations du Trésor américain depuis 1788, et la plus forte baisse trimestrielle jamais enregistrée de la valeur nette des ménages. En outre, le « Ned Davis Poll of Investor Sentiment » a été dans la zone de pessimisme extrême d'avril 2022 à janvier 2023, la deuxième plus longue période (après celle de mai 2008 à mai 2009). Pourtant, malgré toutes les nouvelles et les inquiétudes, les investisseurs se sont montrés peu enclins à vendre leurs actions. À la fin de l'année, la pondération institutionnelle des actions n'avait baissé que de 3 % et les ménages, tout comme les étrangers, restent très attachés aux actions. Les niveaux de liquidités des fonds communs de placement sont proches de leurs plus bas niveaux historiques et, en fait, ajustés aux taux d'intérêt, atteignent des niveaux records.

Comment cela est-il possible ? Comment se fait-il que les investisseurs n'aient pas couru se mettre à l'abri ? Il y a sans doute plus d'une raison à cela, mais la tendance des investisseurs à regarder dans le rétroviseur lorsqu'ils prennent leurs décisions d'investissement y est pour beaucoup. C'est ainsi qu'en 1920, 1950 et 1980, après deux décennies d'investissements futiles, les investisseurs étaient pessimistes, peu enclins à prendre des risques et largement sous-investis en actions. En 1965 et 2000, c'était exactement l'inverse. Aujourd'hui, les investisseurs regardent en arrière, non seulement la dernière décennie de forte performance du marché boursier américain, mais aussi les 40 dernières années, qui englobent l'expérience de la plupart des gens en matière d'investissement. Acheter et conserver a été une stratégie gagnante, en particulier acheter et conserver l'indice boursier, car il est difficile de le battre, surtout lorsque celui-ci offre des rendements annuels de 10 %.

Et si la donne avait changé ? Et si, du point de vue de l'investissement, nous étions plus proches de 1965 ou de 2000 que de 1950 ou de 1980 ? C'est ce que suggère le positionnement actuel des investisseurs. Au trimestre dernier, nous avons évoqué Howard Marks, qui estime que nous traversons le troisième « changement radical » de sa longue carrière d'investisseur. Il observe : « Si l'on admet que l'environnement est et peut continuer à être très différent de ce qu'il était au cours des 13 dernières années - et de la majeure partie des 40 dernières années - il devrait

s'ensuivre que les stratégies d'investissement qui ont fonctionné au cours de ces périodes ne seront peut-être pas celles qui surperformeront dans les années à venir. » Parmi les facteurs qui ont été très positifs pour les investisseurs en actions à partir du début des années 1980, M. Marks considère qu'il est « presque impossible d'exagérer l'influence de la baisse des taux d'intérêt ». Étant donné que nous avons connu, au cours de la dernière décennie, les taux d'intérêt les plus bas de l'histoire de l'humanité et qu'il est de plus en plus admis que cette politique a été un échec, il semble probable que la tendance à la baisse des taux d'intérêt observée au cours des 40 dernières années soit terminée. L'évolution des taux d'intérêt dans les années à venir est évidemment incertaine ; toutefois, les taux hypothécaires à 30 ans aujourd'hui aux États-Unis, qui avoisinent les 6,3 % et qui ont un impact si négatif sur le logement, correspondent à peu près au taux hypothécaire moyen entre 2000 et 2009 et se comparent aux taux moyens de 8,9 %, 12,7 % et 8,1 % enregistrés dans les années 1970, 1980 et 1990.

Toutefois, la baisse des taux d'intérêt n'a pas été le seul élément positif pour les actions au cours des 40 dernières années qui se sont dirigées vers le bas. Un deuxième facteur important a été la bonne gouvernance. C'est quelque chose que nous prenons pour acquis jusqu'à ce qu'il n'y en ait plus et que les investisseurs ignorent jusqu'à ce que, souvent soudainement, cela devienne la chose la plus importante. Cela nous vient à l'esprit alors que les États-Unis sont confrontés à la possibilité que, lors des prochaines élections de 2024, les candidats à la présidence soient deux octogénaires dont la cote de popularité est inférieure à 50 % et dont l'un fait l'objet de 34 chefs d'inculpation, une première dans l'histoire des États-Unis pour un président ou un ex-président. Bien entendu, l'absence de bonne gouvernance aux États-Unis va bien au-delà de Trump et Biden. L'historien Jon Meacham, entre autres, fait l'analogie entre la voie sur laquelle les États-Unis sont engagés aujourd'hui et les années 1850. Dans un récent sondage Gallup, les membres du Congrès ont été moins bien classés en termes d'honnêteté et de normes éthiques que les télévendeurs et les vendeurs de voitures d'occasion. Le baromètre de confiance Ederman a révélé que six pays, dont les États-Unis, étaient « gravement polarisés ». Le pourcentage d'Américains qui n'ont « aucune » ou « très peu » confiance dans les informations qu'ils voient à la télévision est passé de 18 % à 53 % au cours des 30 dernières années. Le déficit budgétaire fédéral des États-Unis est supérieur, en dollars, à celui de 93 % des économies mondiales (environ la taille de l'économie australienne) et plus important que le déficit de 2009 lors de la grande crise financière. Aucune discussion sensée n'a lieu sur le budget ; au lieu de cela, il est question de ne pas relever le plafond de la dette et de permettre au gouvernement de faire défaut. Cette politique de la corde raide a déjà été observée par le passé et un compromis de dernière minute semble probable, mais la confiance dans un résultat raisonné doit être considérée comme aussi faible qu'elle ne l'a jamais été. Bien entendu, les États-Unis ne sont pas le seul pays à avoir du mal à élaborer un bon plan budgétaire. Dans son dernier budget, le Canada a abandonné la voie de l'équilibre budgétaire. La dette publique mondiale est passée de 60 % du PIB en 2009 à 85 % aujourd'hui. Lorsqu'il s'agit de dirigeants ou d'ex-dirigeants mis en accusation, les regards se tournent vers le parangon de la démocratie au Moyen-Orient, Israël, où les projets de réforme judiciaire du Premier ministre, considérés par beaucoup comme étant, au moins en partie, égoïstes, ont donné lieu à des manifestations record. En France, le président a utilisé les pouvoirs autoritaires que lui confère la constitution pour faire passer en force une réforme des retraites très impopulaire, bien que judicieuse, ce qui a donné lieu à des manifestations massives. Enfin, en Grande-Bretagne, six Premiers ministres se sont succédé au cours des 15 dernières années, période durant laquelle les revenus réels des ménages ont stagné. Au moins deux d'entre eux

ont poussé le fantasme du Brexit, en partie à cause duquel le Royaume-Uni devrait être, selon l'I.M.F., la seule grande économie à connaître une croissance négative en 2023.

Comparez la situation d'aujourd'hui à celle d'il y a 40 ans. Aux États-Unis, Reagan a été suivi par Clinton. Thatcher par Blair. Mitterrand a été remplacé par Chirac. Helmut Kohl a été chancelier d'Allemagne pendant 16 ans. Ces dirigeants avaient des défauts, c'est certain, mais ils ont réussi à obtenir un soutien raisonnable pour des politiques raisonnables qui ont conduit à une forte croissance économique, à une forte augmentation du commerce mondial, à la réunification de l'Allemagne et à l'intégration européenne. Telle est la situation dans les démocraties. En Russie, Gorbatchev a présidé à la Glasnost et à la Perestroïka, à la dissolution de l'Union soviétique et à la fin du rideau de fer et de la guerre froide. Son successeur, Vladimir Poutine, (après Eltsine) a fait l'objet d'un mandat d'arrêt de la Cour pénale internationale. En Chine, il y a 40 ans, Deng Xiaoping avait succédé à Mao avec le slogan « S'enrichir est glorieux » et le reste du monde avait accueilli la Chine au sein de la communauté internationale. Il en est résulté le miracle économique chinois, une croissance mondiale plus forte et une réduction des tensions géopolitiques. Aujourd'hui, Xi Jinping a donné à la Chine une orientation autoritaire et s'est lié avec Poutine. Pendant ce temps, une grande partie de l'Amérique du Nord semble vouloir se lancer dans une nouvelle guerre froide, comme en témoigne l'interdiction potentielle de Tik Tok, l'application numéro deux des adolescents américains et la principale source d'informations sur les médias sociaux pour la génération Z. Adam Posen note dans le périodique Foreign Policy que les États-Unis « ont cherché à retirer la production à d'autres dans une logique de somme nulle - explicitement à la Chine et un peu plus courtoisement à d'autres ». Le magazine The Economist a récemment fait sa couverture : « L'Amérique contre la Chine - C'est pire que vous ne le pensez ». Tout cela a amené Ian Bremmer, directeur d'une importante société spécialisée dans les risques politiques mondiaux, à déclarer que nous sommes dans une « récession géopolitique ».

La baisse accrue des taux d'intérêt semble donc avoir pris fin. Le paysage géopolitique s'est fortement détérioré. La croissance démographique devient négative dans de nombreux pays. Les niveaux d'endettement sont beaucoup plus élevés qu'auparavant. Pour ces raisons et d'autres encore, la croissance potentielle du PIB de l'économie mondiale, qui s'est ralentie à 2,6 % au cours de la dernière décennie, contre 3,5 % la décennie précédente, devrait, selon les prévisions de la Banque mondiale, n'atteindre que 2,2 % au cours de la décennie à venir. Quels sont donc les éléments positifs à long terme qui continuent à motiver les investisseurs ? L'un d'eux est la technologie, en particulier l'impact de l'intelligence artificielle, qui pourrait être énorme. Dans le même temps, l'intelligence artificielle présente un côté sombre qui a conduit certains à proposer une « pause », de sorte que l'on ne sait pas exactement comment les choses vont se dérouler. La deuxième caractéristique des 40 dernières années à laquelle les investisseurs continuent de croire est le pouvoir et l'importance des banques centrales. C'est ce qu'a montré le premier trimestre qui, dans l'esprit de Pâques, pourrait se résumer par l'expression « Les derniers seront les premiers, et les premiers les derniers ». Après s'être classé dernier en 2022 parmi la douzaine de classes d'actifs suivies par « Ned Davis Research », le Nasdaq Composite, axé sur la technologie, a été le meilleur indice de référence au premier trimestre. À l'inverse, les matières premières, qui occupaient la première place en 2022, ont terminé en dernière position au premier trimestre. Le secteur de l'énergie, qui a enregistré sa meilleure performance en 2022 par rapport à l'ensemble du marché, a été le moins performant au premier trimestre. Les 150 actions les plus performantes du S&P 500 en 2022 ont, en tant que groupe, baissé au premier trimestre, tandis que les 50 actions les moins performantes ont enregistré une hausse moyenne

de 168 %. Les trois titres les plus performantes - NVIDIA, META et Tesla - dont la capitalisation boursière dépasse 500 milliards de dollars, ont augmenté de 78 % en moyenne, alors qu'elles ont baissé de 60 % en 2022. Le principal événement du trimestre a été l'effondrement de la Silicon Valley Bank le 9 mars, la faillite subséquente de la Signature Bank et le rachat forcé du Crédit Suisse par UBS en Suisse. Tout au long de l'année 2022, et même au premier trimestre, la hausse des taux d'intérêt a été le principal facteur qui a pénalisé les valeurs de croissance et les obligations américaines à long terme. La crise bancaire de mars a amené les marchés à penser que la Réserve fédérale allait devoir cesser de relever ses taux et la nouvelle préoccupation, pour autant qu'il y en ait une, a été le crédit. Par conséquent, au cours du trimestre, les bons du Trésor à long terme ont surperformé le reste de l'espace à revenu fixe, contrairement à 2022. Et, reprenant une page du livre de jeu de la dernière décennie, les actions de croissance, en particulier les actions dites « FANMAG », ont surperformé de manière spectaculaire le reste du marché. En effet, seuls 4 % des titres du S&P 500 ont été à l'origine de l'ensemble des gains enregistrés au cours du trimestre. Néanmoins, dans l'ensemble, il s'agit du deuxième trimestre positif consécutif pour les actifs financiers après les neuf mois précédents, ce qui a conduit certains à suggérer que le marché baissier de 2022 était terminé et qu'un nouveau marché haussier était en cours.

Le fait que les investisseurs aient été choqués par la disparition soudaine de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank rappelle l'observation d'un entraîneur de football dans un contexte sportif : « Tout le monde est surpris à chaque fois que ce genre de chose arrive. Je suis surpris que tout le monde soit surpris parce que chaque année, il y a des surprises. Le plus surprenant serait qu'il n'y ait pas de surprises ». En fait, le cycle actuel de l'économie et des marchés ne fait que suivre le schéma typique des 50 dernières années, sans parler des 200 dernières années. Tout commence par des conditions monétaires trop souples qui entraînent une spéculation excessive et une hausse des prix à la consommation. Les autorités monétaires se précipitent pour resserrer le crédit. Mais de combien? Elles ne savent pas, alors elles resserrent jusqu'à ce que quelque chose « casse », leur indiquant qu'elles en ont fait assez. À ce stade, cependant, les dés sont jetés. Une récession est en cours ou inévitable. Les taux d'intérêt commencent à baisser et un nouveau cycle est né. Et c'est reparti pour un tour. En 1970, c'était la faillite de la Penn Central Railroad ; en 1974, la Franklin National Bank ; en 1982, l'effondrement de 50 % du prix de l'argent en un jour et la crise de la dette des marchés émergents ; en 1984, la faillite de la Continental Illinois Bank ; en 1987, le krach de Wall Street ; en 1990, la crise de l'épargne et du crédit ; en 1998, la Long Term Capital Management et la crise monétaire asiatique. Et ainsi de suite. Bien entendu, le scénario est toujours le suivant : les retombées économiques de cette crise financière sont le résultat d'un crédit trop serré et de taux d'intérêt trop élevés. En fait, le méchant est toujours - et c'était certainement vrai en 1929 - la spéculation et les conditions de crédit faciles qui ont précédé la phase de resserrement monétaire. La Banque fédérale de réserve de San Francisco vient d'ailleurs de publier une étude intitulée « Loose Monetary Policy and Financial Instability ». Elle conclut « qu'une politique (monétaire) souple sur une période prolongée conduit à une fragilité financière accrue plusieurs années plus tard. Les décideurs politiques (doivent) mettre en balance les gains potentiels à court terme d'une politique monétaire souple et les conséquences potentiellement néfastes à moyen terme. De telles politiques augmentent le risque de crises financières et donc le risque de coûts sociaux, politiques et économiques élevés ».

Aujourd'hui, nous avons probablement connu notre crise financière pour ce cycle, bien qu'il y en ait parfois plus d'une. Par conséquent, nous avons probablement atteint ou presque la fin du

régime de hausse des taux d'intérêt de l'année dernière. Une dernière hausse des taux de 0,25 % par la Réserve fédérale américaine en mai est considérée comme un jeu de pile ou face par les marchés, qui tablent sur une baisse continue du taux des fonds fédéraux jusqu'à moins de 3 % à la fin de l'année 2024. Cette situation résulte en partie de la crise bancaire, mais aussi de l'affaiblissement des pressions inflationnistes. L'inflation des prix à la production aux États-Unis a culminé à 11,7 % en mars 2022 et se situe actuellement à 4,6 %, son niveau le plus bas depuis mars 2021. L'augmentation d'une année sur l'autre de l'indicateur d'inflation préféré de la Réserve fédérale a reculé à son niveau le plus bas depuis septembre 2021. L'indice de pression de la chaîne d'approvisionnement mondiale de la Fed de New York est passé en territoire négatif pour la première fois depuis Covid, illustrant l'ampleur de la baisse de l'inflation dans le secteur des biens. L'inflation dans le secteur des services est plus « solide », mais même dans ce cas, des signes indiquent que la tendance est à la baisse. Les remises accordées par les concessionnaires automobiles n'ont jamais été aussi élevées depuis un an. Les taux de location des appartements sont en hausse de 2,6 % d'une année sur l'autre, soit le niveau le plus bas depuis avril 2021, et ce, avant qu'une multitude de nouveaux appartements n'arrivent sur le marché. Les taux d'occupation des bureaux sont proches de leur niveau record, ce qui laisse présager une baisse des loyers.

Les marchés se réjouissent de la perspective d'une baisse des taux d'intérêt, mais qu'en est-il de la récession attendue depuis tant de mois qu'elle a été surnommée la récession « Godot ». Si tout est possible, il y a fort à parier qu'elle ne tardera pas à se produire. Au cours des 60 dernières années, le rendement des bons du Trésor américain à trois mois a dépassé celui des bons du Trésor à dix ans à huit reprises. À chaque fois, une récession a suivi. L'écart actuel est le plus important depuis deux décennies. La Booth Business School de l'université de Chicago a étudié 16 épisodes de hausse des taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation dans quatre économies développées après la Seconde Guerre mondiale. Leur conclusion ? « Il n'existe aucun précédent, après 1950, d'une désinflation importante induite par une banque centrale qui n'entraîne pas de sacrifice économique substantiel ou de récession ». Et puis, il y a le resserrement du crédit. Même avant SVB et Signature, seulement 25 % des petites entreprises déclaraient pouvoir obtenir le financement dont elles avaient besoin, soit 10 % de moins qu'à l'été 2008. Au cours des 35 dernières années, lorsque le pourcentage de banques ayant resserré le crédit dépassait 40 %, il s'agissait d'une récession. Au premier trimestre, 45 % des banques américaines ont fait état d'un resserrement de leurs pratiques de prêt et il ne fait aucun doute que ce pourcentage est plus élevé aujourd'hui. Un autre indicateur ayant parfaitement annoncé les récessions au cours des 55 dernières années est l'écart entre la perception qu'ont les consommateurs de leur situation actuelle et leurs attentes pour l'avenir. La dernière fois que cet indicateur a été aussi négatif qu'aujourd'hui, c'était en février 2001 et la récession a commencé en mars. Le modèle de probabilité de récession de la Deutsche Bank évalue à 90 % la probabilité d'une récession aux États-Unis, ce qui, au cours des 50 dernières années, s'est toujours avéré exact. Rarement, si ce n'est jamais, les données ont été aussi unanimes pour indiquer une contraction de l'économie. C'est tellement évident que les anticonformistes du monde entier se demandent : « Qu'est-ce qui ne va pas dans ce tableau »? Il existe en fait un indicateur dont les antécédents sont parfaits et qui suggère une issue différente : les cours des actions américaines, qui ont chuté en 2022, mais qui ont augmenté au premier trimestre de cette année. Dans les 11 cas précédents, depuis 1950, où l'indice S&P 500 a chuté l'année précédente puis augmenté au cours des trois premiers mois de l'année suivante, sur le reste de l'année, l'indice a progressé, à chaque fois, de 11,2 % en moyenne.