

Commentaires trimestriels sur l'économie et les marchés

30 juin 2023

À la fin de l'année 2021, la plupart des indices boursiers atteignaient ou frôlaient des sommets inégalés. Il s'agissait notamment de grandes valeurs technologiques américaines de qualité qui avaient tiré les marchés vers le haut au cours de la décennie précédente, comme Apple, qui flirtait avec une capitalisation boursière record de 3 000 milliards de dollars, mais aussi des valeurs hautement spéculatives, comme le bitcoin, qui s'échange à 69 000 dollars. Bitcoin, qui s'échange à 69 000 dollars, contre 10 000 dollars en un peu plus d'un an. Il est vrai qu'il y a eu beaucoup de spéculation. Il est vrai que les valorisations étaient, dans de nombreux cas, extrêmement tendues. Il est vrai que le monde s'est beaucoup endetté, y compris les banques centrales qui avaient gonflé leurs bilans à des niveaux sans précédent. C'est vrai, la croissance économique est restée très faible. Cependant, tous ces facteurs étaient en jeu, à un degré plus ou moins important, depuis des années, sans qu'il y ait eu de déraillement. Les taux d'intérêt les plus bas de l'histoire ont eu raison de tous les doutes des investisseurs. Le fait que les prix à la consommation augmentent rapidement après la crise de Covid était une nouvelle préoccupation, mais les banquiers centraux du monde entier étaient unanimes pour dire qu'il s'agissait d'un problème "transitoire". Jusqu'à ce qu'ils décident que ce n'était pas le cas et se lancent dans une série sans précédent d'augmentations des taux d'intérêt. Soudain, les actions ont été confrontées à une nouvelle réalité à laquelle elles se sont adaptées en chutant brutalement. Le bitcoin, par exemple, a chuté de plus de 75 % pour atteindre 15 500 dollars. Les « Magnificent Seven » (Nvidia, Meta, Tesla, Apple, Amazon, Microsoft et Alphabet) ont chuté de 25 à 65 %. D'une part, la valeur actuelle actualisée des bénéfices futurs, qui est la pierre angulaire des actions, vaut beaucoup moins lorsque les bons du Trésor américain à 10 ans ont un rendement de 4 % que lorsqu'ils ont un rendement de 2 %; d'autre part, les investisseurs supposaient qu'un resserrement monétaire conduirait probablement à une récession et à une baisse des bénéfices des entreprises.

Furtivement, en octobre dernier, dans un contexte de prudence généralisée à l'égard des perspectives économiques et d'investissement, l'indice du dollar américain a atteint 114,75 (102,59 actuellement), les rendements des bons du Trésor à 10 ans ont culminé à 4,33 % (3,81 % actuellement), et toute une série d'actifs associés à un environnement « risk-on » ont atteint leur niveau le plus bas et ont commencé à progresser. Une hausse qui, de manière générale, s'est poursuivie au cours du deuxième trimestre : le dollar canadien (71,55 au plus bas, 75,57 actuellement), le dollar australien (61,70 au plus bas, 66,74 actuellement), un indice d'obligations internationales à haut risque (plancher à 31,37, actuellement 47,05), d'obligations américaines à haut risque (le plus bas à 82,57, actuellement 92,03), le bitcoin (le plus bas à 15 481 \$, actuellement 30 619 \$), une série d'indices d'actions et, inversement, l'indice de volatilité VIX, ou jauge de la peur (sommet à 34,88, actuellement 13,59). L'augmentation de l'indice américain S&P 500, très surveillé, a dépassé les 20 %, ce qui a conduit de nombreuses personnes à proclamer qu'un nouveau marché haussier était en cours. Le public reçoit la plupart des informations sur les marchés et l'économie de Wall Street et du gouvernement - qui ont tous deux intérêts à donner une tournure positive aux événements. Pourtant, l'idée qu'un nouveau cycle a commencé parce que le S&P 500 a augmenté de plus de 20 % par rapport à son niveau le plus bas de l'année dernière n'a pas été retenue. Tout d'abord, pourquoi 20 % plutôt que 25% ? Deuxièmement, il n'est pas rare que les marchés baissiers les plus importants connaissent des hausses de 20 %

ou plus. Le Nasdaq 100 a connu six reprises de ce type lors de la chute de 83 % qui a suivi la bulle Internet et cinq reprises de plus de 25 % lors de la chute de 89 % de l'indice Dow Jones entre 1929 et 1932. Troisièmement, tout chiffre arbitraire ne tient pas compte du contexte. Seul le recul nous permettra de savoir si la hausse des prix des actions depuis octobre dernier fait partie d'un nouveau cycle. Toutefois, si c'est le cas, nous devrions nous attendre à voir la plupart des éléments suivants : de nouveaux sommets pour les indices, un changement de leadership sur le marché et, enfin et surtout, pas de récession. Le seul cycle depuis la Seconde Guerre mondiale qui ressemble superficiellement au cycle actuel est le déclin du marché de février à octobre 1966, qui s'est transformé en un nouveau marché haussier qui a duré deux ans. Bien qu'il n'ait pas atteint un nouveau sommet, il n'y a pas eu de récession et les dirigeants ont changé du tout au tout. Comme aujourd'hui, le marché de 1966 a été déclenché par un resserrement monétaire qui a conduit les taux d'intérêt à court terme à s'échanger au-dessus des taux à long terme (inversion de la courbe des rendements) pendant cinq mois. La Réserve fédérale a cessé d'augmenter les taux lorsque la courbe s'est inversée. Jusqu'à présent, dans ce cycle, le rendement des bons du Trésor à 3 mois a été supérieur à celui des bons du Trésor à 10 ans pendant deux fois plus longtemps qu'en 1966. L'inversion a été quatre fois plus forte et rien n'indique encore que la Fed ait fini de relever ses taux. Il semble donc beaucoup moins probable d'éviter une récession qu'en 1966, si l'on s'en tient uniquement à la politique monétaire.

Il est important de noter que, contrairement au cycle 1966-1968, il n'y a pas eu de changement de direction. Les actions américaines ont atteint de nouveaux sommets par rapport aux bons du Trésor américain, comme c'est le cas depuis 2009. De même, les actions américaines ont surpassé leurs homologues étrangères, comme c'est le cas depuis une dizaine d'années. Les actions de la zone euro, par exemple, sont moins chères que les actions américaines que jamais au cours des 35 dernières années. Enfin, les grandes sociétés technologiques à forte capitalisation, principalement les « Magnificent Seven », ont de nouveau ouvert la voie dans le sillage de la liquidation de 2022. Le Nasdaq Composite a connu le troisième meilleur premier semestre de son histoire, un an après avoir connu le deuxième pire semestre jamais enregistré en 2022. Les 15 plus grandes entreprises du S&P 500 ont progressé de plus d'un tiers, tandis que la valeur médiane est pratiquement stable. Les secteurs de la technologie, de la communication et de la consommation discrétionnaire, qui abritent les « Magnificent Seven », ont enregistré des performances positives ou presque, tandis que les secteurs de l'énergie, des services publics, de la santé et de la consommation de base étaient tous en territoire négatif. La valeur a rarement été aussi défavorisée par rapport à la croissance que ce n'est le cas aujourd'hui. Acheter les « Dogs of the Dow », les 10 actions du Dow Jones qui ont les rendements les plus élevés, une stratégie dont les résultats à long terme sont enviables, a produit un rendement négatif au cours du premier semestre. Le segment « deep value » du S&P 500 a été aussi bon marché moins de 1 % du temps depuis 1970. Dans le même temps, le ratio PEG (price-to-growth) du secteur technologique du S&P 500 a atteint des niveaux qui n'avaient été observés qu'à l'apogée de la bulle dot.com. Le sommet de la bulle Internet et le rapport entre le prix global et le flux de trésorerie disponible a atteint des niveaux qui font saigner le nez, alors même que les revenus des « Magnificent Seven » augmentent globalement à des taux à un chiffre. Apple ayant franchi de manière décisive le seuil des 3 000 milliards de dollars de capitalisation boursière, les cinq plus grandes entreprises ont vu leur poids combiné dans le S&P 500 atteindre le niveau le plus élevé (près de 25 % et plus de 50 % du Nasdaq) depuis l'époque tristement célèbre des « Nifty Fifty » en 1972. Il était plausible d'acheter ces actions lorsque les taux d'intérêt à court terme étaient nuls, mais maintenant qu'ils sont à 5 %, ce raisonnement n'est plus valable. En 2022,

alors que les taux d'intérêt augmentaient et que les marchés se repliaient, les investisseurs ont cherché à de matières premières, de valeurs de rendement, de petites capitalisations, de marchés émergents ou d'autres secteurs qui n'avaient pas été suffisamment pris en compte dans le passé. Jusqu'à présent, cela ne s'est pas produit et la progression du marché depuis octobre dernier ressemble davantage à une continuation de l'ancien marché haussier qu'au début d'un nouveau. S'il s'agit d'un nouveau marché haussier, il s'agit de la plus faible progression du S&P 500 non pondéré depuis au moins 50 ans.

L'un des facteurs qui n'intervient pas dans la hausse du marché depuis octobre est l'augmentation des bénéfiques. Pour prendre un exemple flagrant, les actions du secteur des semi-conducteurs ont fortement augmenté alors que les ventes de semi-conducteurs ont chuté de 20 % et le ratio cours/bénéfice sur le Nasdaq de 31 est pratiquement revenu au niveau où il se situait au sommet de 2021. Néanmoins, un certain nombre de facteurs se sont conjugués pour permettre aux marchés boursiers de progresser. Tout d'abord, le pessimisme, beaucoup de pessimisme l'automne dernier. Il y avait trop de monde d'un côté du bateau. Il fallait s'en débarrasser et c'est ce qui s'est passé. Deuxièmement, le resserrement monétaire a pris deux formes : les banques centrales ont relevé leurs taux et ont vendu certaines des obligations qu'elles avaient achetées massivement depuis 2009, autrement appelée « resserrement quantitatif ». La hausse rapide des taux d'intérêt a entraîné une crise sur le marché des obligations d'État (gilt) au Royaume-Uni en octobre et dans le secteur des banques régionales aux États-Unis en mars. Ensemble, ils ont poussé la Fed à réduire son resserrement quantitatif tout en continuant à augmenter les taux d'intérêt. Certains pensent que c'est le facteur déterminant de la meilleure performance des actifs « à risque » au cours des huit derniers mois, à savoir la conviction que les banquiers centraux reculeront au premier signe que leur durcissement monétaire met sérieusement en péril les conditions financières. Un troisième facteur important a été l'absence de récession. Les économistes parlent d'une récession aux États-Unis depuis des mois, mais elle n'est pas encore arrivée. Nombreux sont ceux qui en concluent qu'elle ne se produira pas ou, si elle se produit, qu'elle sera suffisamment légère pour ne pas affecter les bénéfices des entreprises.

Se demander si l'économie américaine et mondiale va entrer en récession n'est pas une simple question de pédanterie. Au cours des 150 dernières années, la baisse médiane des bénéfiques des entreprises américaines pendant les récessions a été de 18 % et la baisse médiane des cours des actions a été de 35 %. Au cours des cinq récessions survenues depuis 1980, les bénéfiques des entreprises ont chuté en moyenne de 25 % et, surtout, les cours des actions n'ont atteint leur niveau le plus bas qu'après le début de la récession. Malheureusement, malgré la hausse des cours des actions au cours des huit derniers mois, les données économiques continuent de suggérer qu'une récession est en cours. Le vénérable indice ISM de l'industrie manufacturière aux États-Unis a enregistré une contraction pendant huit mois consécutifs, la dernière fois que cela s'est produit, c'était entre décembre 2008 et juillet 2009, pendant la crise financière mondiale. Le niveau actuel de 46 est inférieur au point de départ de 9 des 12 récessions depuis la Seconde Guerre mondiale. Seules 22 % des industries sont en croissance contre 83 % il y a un an, et les nouvelles commandes ont chuté pendant dix mois consécutifs. L'indice des directeurs d'achat de Chicago s'est contracté pour le dixième mois consécutif en juin et le niveau actuel est inférieur à ce qu'il était au début de la récession. Le revenu intérieur brut (RIB) aux États-Unis, le revers du PIB, est en baisse de 0,8 % d'une année sur l'autre. Depuis la Seconde Guerre mondiale, une lecture négative du RIB sur 12 mois ne s'est produite qu'au cours d'une récession. Il y a trois ans, le prix médian des maisons existantes aux États-Unis était de 284 000 dollars et le taux hypothécaire à 30 ans de 3,12 %. Aujourd'hui, le prix médian des maisons est

de 396 000 dollars et le taux hypothécaire de 6,67 %. Il en résulte une augmentation de 22 000 \$ pour une mise de fonds de 20 % et une augmentation de la mensualité de 973 \$ à 2 037 \$, ce qui ramène l'indice d'accessibilité au logement à son niveau de l'ère Reagan. Il n'est pas surprenant que le prix des logements existants ait baissé d'une année sur l'autre pour la première fois depuis plus de dix ans, tandis que le nombre de ventes en attente est en hausse, et le nombre de ventes en cours a baissé de 20 %. Les expéditions de boîtes en carton, qui sont un excellent indicateur de la situation économique, ont chuté à un rythme qui n'a été observé que deux fois au cours des 30 dernières années. La fréquentation des restaurants a chuté en avril à un niveau jamais atteint depuis février 2021. La Réserve fédérale de Dallas a indiqué que les directives en matière de prêts ont été les plus strictes jamais enregistrées au cours des deux derniers mois. Il y a ensuite les deux principaux indicateurs prospectifs. Tout d'abord, l'indice des indicateurs avancés du Conference Board a chuté en mai pour le 14e mois consécutif. Cela ne s'était produit que deux fois auparavant, d'avril 2007 à mai 2008 (la récession a commencé en décembre 2007) et de juin 1973 à juillet 1974. Ces deux récessions ont été parmi les plus profondes de l'après-guerre. Deuxièmement, il y a la courbe des taux d'intérêt, dont une étude pour la Banque fédérale de réserve de New York a conclu que « la courbe des rendements est nettement plus performante que d'autres indicateurs pour prédire les récessions deux à six trimestres à l'avance ». Le taux de récession aux États-Unis est de 99 %. D'autres chercheurs arrivent à des conclusions similaires. Ned Davis Research note que 91 % des courbes de rendement américaines sont inversées, ce qui est bien supérieur au niveau de 55 % qui indique qu'une récession est probable. Real Investment Advice affirme que « 100 % des 10 courbes de rendement économiquement sensibles que nous suivons sont inversées. Une récession est imminente lorsque 50 % des courbes de rendement suivies entrent en inversion ». Enfin, Research Affiliates observe que « l'ampleur de l'inversion actuelle de la courbe de rendement dépasse de loin les inversions précédentes ».

Les sombres perspectives économiques ne se limitent pas non plus aux États-Unis. La Chine qui devait réenergiser l'économie mondiale a sa sortie de sa période de blocage brutal due à la Covid, est en train de trébucher. Malgré une forte baisse des taux hypothécaires, les prêts au logement se contractent pour la première fois de l'histoire et le secteur se contracte depuis trois mois. L'industrie manufacturière est en déclin dans trois puissances économiques voisines : Taiwan, la Corée du Sud et le Japon. L'effondrement de la croissance monétaire et la hausse des taux d'intérêt ont conduit les données de la zone euro à continuer de surprendre à la baisse. L'air semble s'échapper du ballon au Canada, car la Banque du Canada a porté ses taux d'intérêt à leur niveau le plus élevé depuis 22 ans. Les indicateurs avancés au Canada, comme aux États-Unis, pointent vers une récession et l'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises montre que les attentes en matière de ventes sont en baisse pour les années à venir. Le fait que la Bloomberg Commodity Spot Index a enregistré cinq trimestres consécutifs de baisse, sa plus longue série depuis 1998, en dit probablement long sur la situation.

Alors, au milieu de tous ces sombres présages économiques, pourquoi les prix des actions ont-ils augmenté et pourquoi l'économie mondiale, et en particulier l'économie américaine s'en sort-elle? -les données du marché américain du logement sont plus fortes que prévues ; confiance des consommateurs américains au plus haut depuis 17 mois et sentiment des consommateurs mondiaux dans la zone « d'optimisme extrême » ; croissance de l'économie mondiale; les surprises économiques les plus positives aux États-Unis depuis 2021; un taux de chômage américain inférieur à 4 %. Chacun de ces points de données a une histoire qui les rend moins positifs qu'il n'y paraît. Néanmoins, ils amènent collectivement de nombreuses personnes à

remettre en question le caractère inévitable d'une récession et à justifier une position d'investissement moins averse au risque que ne le suggèrent les indicateurs économiques avancés, les courbes de rendement et les indices boursiers. De nombreuses raisons expliquent sans aucun doute la résistance relative de l'économie américaine et mondiale. L'une d'entre elles est la rétention de main-d'œuvre. Dans sa dernière enquête, la Fédération nationale des entreprises indépendantes, 60 % des petites entreprises étaient à la recherche de travailleurs et 43 % déclaraient ne pas avoir de candidats qualifiés. En conséquence, les entreprises sont plus réticentes à se séparer de leurs employés que d'habitude. Toutefois, selon toute vraisemblance, le facteur le plus important est lié au calendrier de l'impact de la hausse des taux d'intérêt. La politique monétaire fonctionne toujours avec des délais longs et imprévisibles. Cela est probablement plus vrai aujourd'hui que jamais auparavant. En 1950, environ un tiers des emplois aux États-Unis étaient dans le secteur manufacturier. Aujourd'hui, ce chiffre est d'environ 8 %. En 1950, l'investissement résidentiel représentait 8 % du PIB RÉEL. Aujourd'hui, il représente moins de 3 %. Ces deux secteurs sont particulièrement sensibles au coût du crédit. Le fait que les services, et en particulier les administrations publiques, représentent une part beaucoup plus importante de l'économie signifie probablement que nous avons un mécanisme de transmission de la politique monétaire historiquement plus faible. De plus, durant la période Covid, lorsque les taux d'intérêt ont atteint des niveaux historiquement bas, de nombreuses entreprises ont refinancé leur dette à taux fixe. Par conséquent, dans l'ensemble, elles ont les charges d'intérêt les plus faibles par rapport aux flux de trésorerie depuis des décennies et ne ressentiront pas le poids de la hausse des taux d'intérêt avant quelques années. De même, aux États-Unis, les propriétaires ont généralement bloqué leurs prêts hypothécaires à des taux d'intérêt bas., de sorte que, si le taux hypothécaire conventionnel aux États-Unis était de 6,3 % au premier trimestre, le taux d'intérêt de la Banque de France était de 6,5 % au deuxième trimestre, le taux effectif sur l'encours de la dette hypothécaire était de 3,5 %. C'est la principale raison pour laquelle le nombre de logements existants à vendre a atteint un niveau historiquement bas, car les propriétaires sont « prisonniers » de leur logement à taux d'intérêt très bas. Le Canada n'a pas de régime d'hypothèque à 30 ans, mais le même principe s'applique. Pour les personnes qui ont contracté des prêts hypothécaires bon marché en 2020 et 2021 ne se feront pas sentir avant 2025 et 2026. En outre, durant la période de la Covid, le gouvernement américain - et d'autres gouvernements, dont celui du Canada - a procédé à la plus grande opération monétaire et fiscale combinée de l'histoire de l'humanité. Cela a entraîné une forte hausse de l'inflation des prix à la consommation que la banque centrale tente aujourd'hui d'endiguer. Néanmoins, les ondes de choc de ces mesures de relance se font encore sentir. Entre septembre 2019 et avril 2022, le bilan de la Réserve fédérale s'est gonflé de 5,2 mille milliards de dollars, soit un taux de croissance de 42 %. Une seule fois, entre octobre 2017 et septembre 2019, la Fed a tenté de réduire son bilan, une politique qui a été rapidement abandonnée à l'époque et dont les perspectives sont incertaines aujourd'hui. Bien que la masse monétaire ait connu une baisse sans précédent au cours de l'année écoulée, il n'y a pas d'amélioration notable de la situation. Sur le front budgétaire américain, des milliers de milliards de dollars ont été versés, entraînant un excédent d'épargne de l'ordre de 2,0 à 2,5 mille milliards de dollars. Ces économies excédentaires ont été progressivement dépensées au cours des deux dernières années et l'on estime qu'elles seront épuisées dans le courant de l'année prochaine. À la fin de l'année 2022, on estimait que les économies excédentaires aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et dans la zone euro était supérieure à 3 000 milliards de dollars. Compte tenu de la rapidité et de l'ampleur des taux d'intérêt qui ont eu lieu au cours de l'année écoulée et de leur impact sur la courbe des rendements, une récession aux États-Unis et ailleurs dans le courant de l'année ne serait pas

surprenante. D'autre part, les effets persistants des mesures de relance de Covid, sans parler des importants déficits budgétaires des gouvernements des États-Unis, du Canada et d'autres pays, pourraient entraîner une récession jusqu'en 2024. Aussi incroyable que cela puisse paraître, le Canada emprunte de l'argent pour envoyer des chèques aux gens tout en augmentant les taux d'intérêt afin de réduire le taux d'inflation. Il s'agit sans aucun doute d'une mauvaise idée à long terme, mais elle permet à l'économie d'être plus forte à court terme qu'elle ne le serait autrement. La situation budgétaire des États-Unis est encore pire. Même après « l'accord » obtenu par les Républicains pour relever le plafond de la dette, le Congressional Budget Office prévoit un déficit budgétaire fédéral égal à 6 % du PIB en 2024, qui passera à 7,3 % en 2025 et à 7,3 % en 2033, selon les scénarios économiques les plus optimistes. Cette situation est totalement insoutenable à long terme, mais représente une forte stimulation économique à court terme. Les actions des banquiers centraux constitueront une variable critique. De nouvelles augmentations des taux d'intérêt augmenteront évidemment la probabilité d'une récession plus tôt que plus tard.