

Commentaires trimestriels sur l'économie et les marchés

31 décembre 2023

Beaucoup d'argent a été perdu par ceux qui ont ignoré la sage observation de Sir John Templeton en matière d'investissement, selon laquelle les quatre mots les plus dispendieux de la langue anglaise sont « cette fois, c'est différent ». En même temps, beaucoup d'argent a été perdu par ceux qui ont ignoré l'observation de Warren Buffett selon laquelle « Tout peut arriver à tout moment sur les marchés ». Il y a un an, les banques centrales à travers le monde s'empressaient d'augmenter les taux d'intérêt sans aucune fin en vue. Les cours des actions avaient été martelés, en particulier ceux des grandes sociétés technologiques américaines, les « FAANG », qui avaient fait grimper les cours mondiaux au cours de la décennie précédente. Les prix des obligations ont également été mis à mal, si bien que 2022 a été la troisième pire année de l'histoire pour un portefeuille investi à 60 % en actions américaines et à 40 % en obligations. Cette situation présentait toutes les caractéristiques d'un cycle économique et d'un cycle de marché classique. Le Wall Street Journal a rapporté dans le premier numéro de 2023 que plus des deux tiers des économistes de 23 grandes institutions financières, tenant compte des conseils de Templeton, pariaient que les États-Unis connaîtraient une récession en 2023 et, pour la première fois au cours de ce siècle, le stratège moyen de Wall Street s'attendait à ce que le S&P 500 termine l'année 2023 légèrement plus bas qu'il ne l'avait commencée. On a dit qu'il s'agissait de « la récession la plus annoncée de l'histoire ».

On ne sait pas encore dans quelle mesure le monde évoluera différemment de ce que le consensus prévoyait il y a un an, mais il est certain que 2023 ne s'est pas déroulée comme prévu. Entre le 16 mars 2022 et la fin de l'année 2023, la Réserve Fédérale a augmenté son taux de référence des Fed Funds de 0,1 % à 5,3 %, mais le S&P 500 était plus élevé à la fin de l'année que lorsque les hausses de taux d'intérêt ont commencé en 2022. Plus important encore, les gagnants relatifs de 2022, les actions dites « valeur », qui étaient candidates pour mener un nouveau cycle, ont été perdants en 2023, et les actions « croissance », les grands perdants de 2022, ont été les grands gagnants de 2023. À la fin de l'année, les titres de style de croissance avaient plus ou moins rattrapé tout le terrain perdu en 2022, les titres de grande capitalisation de type croissance ayant dépassé les titres de grande capitalisation de type valeur par la deuxième plus grande marge en 25 ans. Toutefois, ce ne sont pas les titres de croissance en général qui ont fait parler d'elles, mais plutôt les performances des « Magnificent 7 », la version légèrement actualisée des FAANG. D'une part, en raison de leur forte position concurrentielle, de leurs bilans solides, de leurs flux de trésorerie disponibles et du fait qu'elles sont américaines, elles sont perçues comme ayant des caractéristiques défensives dans un monde incertain. D'autre part, avec le lancement de l'application ChatGPT en novembre dernier, elles sont considérées comme bien placées pour profiter de la croissance de l'intelligence artificielle. Un indice de 49 sociétés exposées à l'IA a progressé de 75 % en 2023. Un indice de 49 entreprises exposées à l'IA était en hausse de 75 % en 2023. Aussi séduisantes que soient les perspectives des « Magnificent 7 », les valorisations sont tout aussi décourageantes. La capitalisation boursière de ces sept actions représente environ 18,5 % de l'ensemble de la capitalisation boursière mondiale et les cinq plus grandes d'entre elles représentent la plus forte concentration dans le S&P 500 depuis

1964. Leur capitalisation boursière par rapport à l'économie américaine est supérieure à celle de l'ensemble du marché américain en 1990. Le ratio médian prix/valeur comptable de ces entreprises est de 12,5, le ratio médian prix/ventes de 7,8 et le ratio médian cours/bénéfices de 35,8. Pourtant, Microsoft, par exemple, dont le ratio cours/bénéfices se situe autour de la médiane, ne devrait voir ses bénéfices augmenter que de 3,5 % au cours de l'exercice qui s'achèvera en juin prochain. Pourtant, au moins les « Magnificent 7 » se développent et gagnent de l'argent. L'engouement pour la technologie en général et l'intelligence artificielle en particulier est tel que l'indice Philadelphia Semiconducteur a augmenté de 65 % en 2023, alors même que les ventes mondiales de semi-conducteurs ont chuté de plus de 10 %. La grande société américaine de semi-conducteurs, Micron, a perdu un montant record de 7 milliards de dollars au cours des quatre derniers trimestres, mais son action a augmenté de 70 %.

À la fin du mois d'octobre, l'économie américaine résistait mieux que prévu, mais en dehors des « Magnificent 7 » et de diverses autres niches/pays, les marchés se portaient mal, comme on s'y attendait. Après la crise bancaire régionale, le pourcentage d'actions ayant surperformé le S&P 500 au cours des trois mois précédents a atteint un niveau record et, à la fin de l'année, moins de 30 % des actions du S&P 500 avaient surperformé les indices, soit le pourcentage le plus bas depuis 1998. Début novembre, le rendement médian des huit grandes catégories d'actifs depuis le début de l'année était en voie d'être négatif pour seulement la dixième fois au cours des 50 dernières années. Les « Magnificent 7 » ont progressé de 50 %, alors que les 493 autres actions ont baissé sur l'année. En octobre, les bons du Trésor américain sans coupon étaient en baisse de 66 % par rapport aux sommets atteints en 2020. De nombreux titres spéculatifs favoris du dernier cycle ont continué à chuter en 2023. WeWork, dont l'action se négociait autour de 500 dollars en 2021 et dont la capitalisation boursière était énorme, mais qui n'a jamais gagné d'argent et a réussi à perdre 17 milliards de dollars depuis 2016, a finalement fait faillite en novembre. Récemment, le Wall Street Journal a rapporté que 464 actions du Nasdaq se négociaient en dessous de 1 dollar par action, contre moins de 100 au début de l'année. Ensuite, les taux d'intérêt ont commencé à baisser, reflétant les progrès de l'inflation et la conviction des marchés que la fin du resserrement monétaire était en vue. En effet, la Réserve Fédérale américaine a réaffirmé le 1^{er} décembre qu'elle maintiendrait les taux d'intérêt « à un niveau plus élevé pendant plus longtemps », avant de parler, le 13 décembre, de réduire les taux à trois reprises (au moins) en 2024. Ce « pivot accommodant » a dopé les marchés. Les huit principales classes d'actifs qui étaient en zone négative à la mi-novembre ont terminé l'année en hausse de 12 %. Les deux derniers mois de l'année ont été marqués par la meilleure hausse jamais enregistrée sur deux mois pour les obligations mondiales de bonne qualité, et le rebond du fonds négocié en bourse (FNB) des obligations du Trésor à court terme après le pivot de la Fed a été un événement à 12 sigmas (c'est-à-dire statistiquement très, très improbable). Étonnamment, les bons du Trésor américain 10 ans ont terminé l'année avec un rendement de 3,88 %, exactement comme ils l'avaient commencé, mais la reprise a été suffisante pour permettre aux bons du Trésor américain à long terme d'afficher un rendement légèrement positif et d'éviter une troisième année consécutive de baisse sans précédent. Il ne s'agit pas non plus d'un phénomène exclusivement américain. Au Royaume-Uni, en l'espace de six mois, les cinq hausses de taux d'intérêt prévues se sont transformées en cinq baisses.

Bien que le rallye de fin d'année ait été bienvenu, il a laissé d'importantes questions sans réponse. La dispersion entre les groupes industriels a été énorme. Les secteurs qui comprennent les « Magnificent 7 » ont progressé de plus de 40 %, les secteurs industriel et financier ont suivi l'évolution du Dow Jones Industrial Average (+13,7 %), tandis que les secteurs défensifs (santé,

consommation de base, télécommunications et services publics) ont reculé dans l'ensemble, de même que le secteur de l'énergie face à la chute des prix des matières premières, en particulier la baisse de 10 % du pétrole. Historiquement, les secteurs des matières premières enregistrent des performances médiocres après un sommet au niveau des taux d'intérêt, ce qui n'est pas une grande surprise. En revanche, les secteurs défensifs sont généralement les plus performants, mais pas en 2023. Pourquoi ? La réponse se trouve peut-être dans un récent sondage de Bank of America (avant le virage accommandant de la Fed !) selon lequel un « atterrissage en douceur » de l'économie mondiale constitue le scénario de base pour 75 % des investisseurs.

Il y a un an, il était largement admis que les événements se dérouleraient plus ou moins comme lors des cycles précédents de resserrement monétaire, avec notamment une récession aux États-Unis à partir de 2023. Lors d'un sondage réalisé auprès des investisseurs en décembre 2022, les « bears » étaient 32 % plus nombreux que les « bulls ». Aujourd'hui, il est largement admis que cette fois-ci est différente et, dans le même sondage mentionné ci-dessus, mais effectué en décembre 2023, il y a maintenant 32 % de plus de « bulls » que de « bears ». Quelle différence en un an ! Ce changement de point de vue s'explique en partie par le fait que l'inflation a diminué au point que la Réserve Fédérale a déclaré « Mission accomplie » et que l'on pense qu'elle est en mesure d'assouplir les conditions monétaires dans la mesure nécessaire pour éviter une récession. Comme le note John Authers de Bloomberg, « on entend souvent parler de Boucles d'or, c'est-à-dire de la croyance selon laquelle 2024 verra des taux d'intérêt plus bas combinés à une croissance lente et régulière. De telles conditions ne se produisent pas souvent, c'est pourquoi elles ont été qualifiées de conte de fées. Mais cela pourrait arriver (comme dirait Buffet) ». Plus que les progrès en matière d'inflation ou le pivot de la Fed, c'est probablement la puissance de la reprise des marchés en fin d'année qui est la plus importante. Le S&P 500 a terminé l'année sur une série de neuf semaines de hausse. Il n'avait seulement fait mieux que trois fois depuis 1950. Le vendredi suivant le pivot de la Fed, le FNB S&P 500 (SPY) a enregistré le flux quotidien le plus important de son histoire. À la fin de l'année, le pourcentage de titres du S&P 500 en situation de surachat a atteint son plus haut niveau depuis des décennies. L'indice Russell 2000, à plus petite capitalisation, est passé d'un bas de 52 semaines à un haut de 52 semaines en 48 jours, soit le temps de retournement le plus court de l'histoire. Ce type d'enthousiasme est évidemment excessif à court terme, mais il a généralement conduit à des gains supplémentaires par la suite. Un certain nombre de précédents historiques laissent également entrevoir une hausse des cours des actions en 2024. Depuis 1950, un gain de 10 % ou plus au cours des deux derniers mois de l'année a toujours conduit à des gains l'année suivante. De même, depuis 1950, lorsque les actions américaines ont chuté de plus de 10 % (comme en 2022) puis augmenté de plus de 10 % l'année suivante, l'année d'après (c'est-à-dire 2024) s'est toujours terminée à la hausse. Enfin, toujours depuis 1950, le S&P 500 n'a jamais terminé une année électorale à la baisse sous la présidence d'un premier mandat.

Bien entendu, ces faits historiques ne s'accompagnent pas d'une justification convaincante. De même, peu de gens veulent être accusés d'avoir ignoré Sir John et d'avoir investi en se disant que « cette fois, c'est différent ». Il y a eu 14 cycles de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis depuis 1950. Onze d'entre eux se sont terminés par une récession. Trois ne l'ont pas été et certains considèrent ces cas comme des modèles possibles pour l'atterrissage en douceur. Toutefois, lorsqu'on les examine de plus près, on constate qu'ils sont tous très différents et plus bénins que le scénario d'aujourd'hui. En 1966, le marché américain a chuté de 25 % à la suite d'une hausse des taux d'intérêt et d'une brève inversion de la courbe des rendements. Toutefois, la Réserve Fédérale a rapidement inversé les moteurs, les indicateurs avancés de l'activité

économique ne sont jamais vraiment devenus négatifs et le revenu intérieur brut est resté relativement élevé tout au long de l'année. Plus important encore, la hausse du marché boursier de 36 %, identique à la hausse enregistrée jusqu'à présent dans le cycle actuel, a été suivie d'un marché baissier plus important à partir de 1968, lorsque la Réserve Fédérale a été contrainte de recommencer à augmenter les taux d'intérêt. L'analogie avec 1966 semble donc faible et, en tout état de cause, ne constitue guère un précédent positif. L'exemple suivant d'un soi-disant « atterrissage en douceur », 1984, n'est absolument pas pertinent. La baisse du marché boursier a été modeste (15 %), la courbe des rendements n'a jamais été près de s'inverser et les indicateurs avancés et le revenu intérieur brut sont restés solides tout au long de l'année. Le dernier cycle « d'atterrissage en douceur », présenté récemment dans le Wall Street Journal dans un article plein d'espoir, remonte à 1995. Certes, Greenspan a relevé le taux des fonds fédéraux de 3 % à 6 %, mais les cours des actions n'ont pas vraiment baissé, les indicateurs avancés, comme en 1966, ne sont jamais devenus négatifs, la courbe des rendements ne s'est pas inversée, le revenu intérieur brut est resté solide et, comme en 1984, par exemple, le modèle de probabilité de récession aux États-Unis basé sur les conditions de l'État n'a jamais vraiment pris son envol. Il semble donc évident que quiconque veut croire à un atterrissage en douceur ne peut pas s'appuyer sur des précédents historiques, mais doit plutôt trouver une raison de croire qu'en fait, cette fois-ci, c'est différent.

Un certain nombre de facteurs cumulés contribuent à expliquer pourquoi l'économie américaine a été plus « résistante » que ce que beaucoup prévoyaient il y a un an. Les taux d'intérêt ont fortement augmenté, mais, par rapport au taux d'inflation, ils ne sont pas particulièrement élevés. Deuxièmement, de nombreux propriétaires et entreprises ont bloqué les taux d'intérêt lorsqu'ils étaient beaucoup plus bas et ont été relativement peu affectés par la hausse des taux. Le coût de l'emprunt pour le S&P 500 est d'environ 2 %, contre près de 4 % pour les bons du Trésor américain à 10 ans. Près de la moitié des emprunts du S&P 500 arriveront à échéance après 2030. Au cours des trois dernières années, les taux hypothécaires 30 ans aux États-Unis sont passés d'un minimum de 2,65 % à un maximum de 8 %, alors que les prix de l'immobilier ont augmenté de 32 % au cours de la même période. Dans de nombreux cas, les propriétaires ne peuvent pas vendre leur logement tout en conservant leur prêt hypothécaire bon marché, de sorte que l'offre de logements existants à vendre s'est réduite. Enfin, l'impact de la politique fiscale a été énorme. Aussi incroyable que cela puisse paraître, un indice des politiques fiscales, monétaires et de change des gouvernements a augmenté en juillet pour atteindre son niveau le plus stimulant jamais enregistré en dehors d'une guerre ou d'une récession. La loi « CHIPS », la loi sur la réduction de l'inflation et d'autres lois ont mis des milliers de milliards entre les mains des consommateurs. Ces liquidités ont été réduites et devraient être dépensées au cours du premier semestre de cette année. Des mesures incitatives importantes ont été prises pour ramener l'industrie manufacturière aux États-Unis et pour investir dans des initiatives « vertes », de sorte que les dépenses de construction dans l'industrie manufacturière ont augmenté de 60 % par rapport à l'année précédente. On estime que les deux tiers de la croissance de l'économie américaine en 2023 sont imputables aux mesures de relance budgétaire. Pour la prochaine décennie, le Congressional Budget Office prévoit des déficits budgétaires massifs, mais peu de changements sont attendus pour 2024, ce qui devrait légèrement freiner l'activité économique. Dans l'ensemble, il semble peu probable que ces facteurs empêchent l'impact décalé du resserrement monétaire des deux dernières années de provoquer une récession aux États-Unis, sans parler de l'Europe et d'autres pays. Le grand espoir évident est la productivité, qui est la clé de la croissance économique dans un monde où les populations sont appelées à diminuer dans

la plupart des pays industrialisés. Sur le très long terme, la productivité aux États-Unis est restée assez stable, autour de 2 % par an, mais elle a oscillé entre 1 % et 3 %. Actuellement, elle remonte après avoir atteint un point bas pendant la pandémie et beaucoup pensent/espèrent que l'intelligence artificielle stimulera un boom de la productivité semblable à celui des « années folles de 1920 » ou de la fin des années 1990. « L'intelligence artificielle est sur le point d'accélérer le processus d'innovation », a écrit Bill Gates à la fin de l'année. « L'impact de l'IA n'est pas artificiel » et « Vous pensiez que 2023 était une grande année pour l'IA ? Attachez votre ceinture » sont deux autres titres récents. Malheureusement, les résultats potentiels de l'IA sont si disparates et difficiles à quantifier, et tant d'éléments positifs sont intégrés dans les cours boursiers actuels, qu'il est pratiquement impossible de projeter rationnellement l'impact de l'IA sur l'économie et l'investissement au cours des prochaines années par rapport à d'autres facteurs. Pour reprendre les mots de Sam Spade dans le Faucon Maltais, « l'intelligence artificielle est l'étoffe dont sont faits les rêves ».

Pendant ce temps, sur la planète « Cette fois-ci n'est pas différente », les indices d'une récession américaine en 2024 continuent de s'accumuler et sont plus convaincants qu'ils ne l'étaient il y a un an. Pourtant, le scepticisme est omniprésent. Le Globe écrit à la fin de l'année : « Pourquoi les indicateurs de récession fiables s'essouffent ». Les auteurs s'attaquent à la courbe de rendement, aux indicateurs avancés de l'activité économique et à la règle de Sahm (qui stipule que lorsque le taux de chômage dépasse de 0,5 % son niveau le plus bas des 12 derniers mois, une récession est en cours). Il s'avère que le seul argument qu'ils opposent à ces indicateurs historiquement infaillibles est que la récession n'a pas eu lieu... pour l'instant. Au cours de ce cycle, la courbe des rendements a été inversée plus longtemps et plus fortement que jamais depuis 1941, à l'exception de la période 1978-1981, lorsque le taux des fonds fédéraux est passé à 20 %. Le modèle de la Réserve Fédérale basé sur la courbe des taux indique que les chances d'une récession en 2024 sont de 94 %. Les indicateurs avancés ont chuté pendant 20 mois consécutifs, ce qui ne s'était produit qu'en 2007-2008 et en 1973-1975, deux des trois plus grandes récessions de l'après-Seconde Guerre mondiale. Il y a tellement de données qui confirment la notion de faiblesse économique qu'il est difficile de faire un choix. Quelques exemples seulement : L'emploi est un secteur supposé fort et pourtant les chiffres de l'emploi ont été révisés à la baisse chaque mois de 2023 par rapport à leur publication initiale. L'année dernière a été la troisième pire année pour les révisions à la baisse au cours des 50 dernières années. Dans le même ordre d'idées, les dix dernières données économiques américaines publiées en décembre ont toutes fait l'objet de révisions à la baisse. Lorsque l'on affirme que l'économie américaine est résistante, on se réfère au produit intérieur brut (PIB), qui correspond aux dépenses des citoyens. Le revers de la médaille est le revenu intérieur brut (RIB), qui représente ce que les gens gagnent. Actuellement, le PIB dépasse le RIB d'un montant record (c'est-à-dire que le RIB indique que l'économie américaine est beaucoup plus faible que le PIB ne l'indique). Enfin, seuls 6 % des industries manufacturières américaines ont enregistré une croissance en décembre. Au cours des 30 dernières années, ce type de faiblesse n'a été observé que lors des récessions de 2001 et de 2008-2009. Voilà qui est clair. À l'aube de 2024, le marché boursier et la majorité des économistes et des stratèges affirment que « cette fois, c'est différent ». À l'inverse, la majorité des indicateurs éprouvés et peut-être Sir John lui-même disent : « Probablement pas ».

Nos commentaires trimestriels peuvent contenir des prédictions ou des prévisions (« déclarations prospectives ») concernant nos croyances et nos opinions sur l'avenir. Les déclarations prospectives impliquent nécessairement des risques et des incertitudes, et il convient de ne pas leur accorder une confiance excessive. Il n'y a aucune garantie que les déclarations prévisionnelles se révèlent exactes, et les résultats réels et les événements futurs peuvent différer matériellement de ceux anticipés dans ces déclarations