

Commentaires trimestriels sur l'économie et les marchés

31 mars 2024

Il y a un peu plus de deux ans, les marchés mondiaux, et le marché boursier américain en particulier, semblaient avoir atteint un sommet important. Si l'on fait abstraction de la brève période de blocage du Covid en 2020, l'expansion économique qui avait suivi la crise financière de 2008-2009 avait duré exceptionnellement longtemps. Sans surprise, le taux de chômage était tombé à un niveau historiquement bas, l'inflation des prix à la consommation et les taux d'intérêt commençaient à se redresser, et les marchés boursiers étaient devenus chers et spéculatifs. Bien entendu, alors que les prix et les taux d'intérêt augmentaient, les prix des actions et des obligations diminuaient, ce qui a donné lieu à l'une des pires années jamais enregistrées pour un portefeuille équilibré d'actions et d'obligations américaines. Dans le même temps, la forte hausse des prix et des taux d'intérêt a entraîné un ralentissement de l'économie mondiale et a conduit un certain nombre d'indicateurs économiques éprouvés à signaler l'imminence d'une récession économique en 2023 ou, au plus tard, en 2024. En outre, étant donné que les cours des actions ne cessent généralement pas de chuter tant qu'une récession n'est pas en cours, il a été largement admis qu'une nouvelle faiblesse des marchés boursiers était probable. Il s'agissait d'un scénario évident et largement accepté. Pourtant, comme c'est souvent le cas lorsque des scénarios économiques et de marché sont largement acceptés, les événements ont pris une tournure différente. En l'occurrence, l'indice S&P 500 a atteint son niveau le plus bas en octobre 2022, parallèlement à la publication des résultats et juste avant la sortie du Chat-GPT 3.5. Pendant la majeure partie de l'année 2023, la hausse de l'indice S&P 500 était principalement liée aux « Magnificent 7 », en particulier à Nvidia et à tout ce qui était lié à l'intelligence artificielle (I.A.). Dans une certaine mesure, cela reste vrai. En janvier de cette année, la société ElevenLabs, spécialisée dans la génération vocale grâce à l'intelligence artificielle, a annoncé qu'elle avait levé 80 millions de dollars sur la base d'une évaluation de plus d'un milliard de dollars, sept mois à peine après avoir réalisé un financement sur la base d'une évaluation de 100 millions de dollars. Les deux valeurs les plus performantes du S&P 500 depuis le début de l'année sont Nvidia et Super Micro Computer, l'un des principaux fournisseurs de serveurs d'intelligence artificielle, qui affiche un multiple de 33 sur les bénéfices à venir, contre 4 il y a un an. Nvidia, quant à elle, s'est récemment négociée à 37 fois son chiffre d'affaires, soit, par coïncidence, le même ratio que Cisco, la coqueluche de la bulle Internet, à son apogée. Il convient de noter que, même si les ventes et les bénéfices de Cisco ont considérablement augmenté depuis 2000, le cours de l'action se négocie aujourd'hui à plus de 35 % en dessous de son niveau record. À la fin du mois de février, la capitalisation boursière des « Magnificent 7 » représentait 82 % de la capitalisation boursière totale de la Chine et de l'Inde, dont la population combinée dépasse les 2,8 milliards d'habitants.

Toutefois, au cours des cinq derniers mois, deux nouveaux facteurs sont entrés en ligne de compte pour propulser les actions et élargir la participation. Tout d'abord, le taux d'inflation a diminué de façon assez régulière dans la plupart des pays du monde et les banques centrales

ont réagi en réduisant les taux d'intérêt, dans le cas de la Suisse (à 1,5 %) et du Mexique (à 11 % !), ou en annonçant leur intention de le faire cet été (par exemple, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Europe, au Canada et en Australie). Au cours des six derniers mois, les banques centrales ont déjà procédé à 55 baisses de taux, et en 2024, elles prévoient les baisses de taux les plus synchronisées depuis 2008. Bien sûr, si les taux d'intérêt baissaient parce que l'économie mondiale s'effondrait, comme en 2008, il n'y aurait pas lieu de s'en réjouir. Au contraire, il y a eu récemment un certain nombre de données positives pour les entreprises. Aux États-Unis, le Conference Board a déclaré en janvier, à propos de son indice des indicateurs avancés (LEI), qui a la réputation de signaler les récessions : « Pour la première fois en deux ans, six des dix composantes ont été positives (de sorte que), par conséquent, le LEI ne signale pas une récession à venir (bien que nous nous attendions à ce que la croissance du PIB réel ralentisse à près de zéro au cours des deuxième et troisième trimestres) ». Puis, en février, le LEI a augmenté pour la première fois depuis février 2022 (même s'il aurait baissé sans l'impact de la hausse des prix des actions). Dans l'après-Seconde Guerre mondiale, le LEI n'a chuté que deux fois pendant plus de 12 mois consécutifs, sans parler de 23 mois, et ces deux occasions se sont produites pendant les deux plus grandes récessions depuis les années 1930. Le fait que le LEI ne signale plus une récession est donc positif, mais aussi un peu perplexé. Un autre indicateur qui a fait ses preuves est l'enquête ISM auprès des fabricants, qui a atteint 50,3 en mars (50 plus indiquant une expansion), la première impression d'expansion depuis octobre 2002. Les nouvelles commandes ont également dépassé la barre des 50 et la part des industries déclarant une croissance est passée de 33 % il y a un an à 50 %. Comme pour l'indice LEI, le bilan n'est pas tout à fait positif, car les carnets de commandes ont continué à se contracter et une grande partie de la production a été stockée. Les résultats d'enquêtes similaires menées en Chine sont tout aussi encourageants. En Allemagne, l'indice IFO de confiance des entreprises a atteint son meilleur niveau depuis mai dernier et, au Japon, l'enquête Tankan sur le secteur des services a atteint son plus haut niveau depuis plus de trente ans ! Dans l'ensemble, selon J.P. Morgan, l'industrie manufacturière mondiale s'améliore légèrement. En conséquence, l'attitude des investisseurs et des prévisionnistes a changé radicalement. Fin 2022, une récession au cours des 12 prochains mois était une quasi-certitude pour les investisseurs et une probabilité de 45 % pour les prévisionnistes, ce qui était de loin le taux le plus élevé jamais atteint. Aujourd'hui, ce que l'on appelle un « atterrissage en douceur » est le scénario de base, seuls 11 % des investisseurs envisageant un « atterrissage brutal » (c'est-à-dire une récession).

L'inflation diminue et les banques centrales réduisent les taux d'intérêt, alors même que l'économie mondiale montre des signes de vie et que l'intelligence artificielle s'apprête à stimuler la productivité. Qu'y a-t-il à redire ? Et, en effet, les investisseurs ont apprécié le premier trimestre 2024, la majorité des indices ayant progressé d'environ 5 %. Le S&P 500 a fait mieux, alimenté par les actions de l'I.A. et les « Magnificent 7 », qui ont ajouté 1 700 milliards de dollars à la capitalisation boursière. En revanche, les secteurs défensifs « de valeur » - immobilier, services publics, biens de consommation de base et soins de santé (excluant, les sociétés de médicaments contre l'obésité) - ont de nouveau été à la traîne. Le pétrole s'est redressé et quelques autres matières premières (le cacao, par exemple) se sont bien comportées, mais la plupart des matières premières ont fait du surplace, à l'exception du gaz naturel qui a chuté de 30 %. Les obligations ont été les moins performantes, avec en tête les bons du Trésor à long terme, qui ont enregistré un rendement négatif de 3,3 %.

Il ne fait aucun doute que les investisseurs sont de plus en plus optimistes. L'expression « Boucle d'or » (ni trop chaud, ni trop froid) s'applique à l'économie américaine et les gens cherchent un

scénario haussier. L'une des banques canadiennes vient de publier un article intitulé « 1995 - Déjà Vu », qui se termine comme suit : « L'économie américaine montre des signes prometteurs d'un deuxième atterrissage en douceur dans l'histoire des temps de paix. Les similitudes avec la situation de 1995... à la marge... sont compatibles avec une trajectoire d'assouplissement modéré de la part de la Réserve fédérale américaine (Fed) et une croissance non inflationniste potentiellement forte tirée par la productivité. » Il s'agit d'un document bien documenté, mais il est toujours risqué de comparer les cycles et il existe des différences évidentes que l'auteur a choisi de ne pas souligner. Dans quelle mesure devrions-nous adhérer à ce récit ?

Il y a au moins deux raisons d'être prudent. Premièrement, le scénario d'un « atterrissage en douceur » pourrait ne pas se réaliser. D'une part, l'inflation pourrait s'avérer plus « collante » ou plus difficile à maîtriser définitivement que ce que l'on pense actuellement. « Seuls les morts ont vu la fin de l'inflation », notait récemment un écrivain, reprenant la grande phrase de Santayana « Seuls les morts ont vu la fin de la guerre », qui ne semble que trop tristement appropriée en 2024. L'auteur aurait toutefois pu ajouter « depuis que Nixon a fermé la fenêtre de l'or en 1971 », car, depuis la restauration du roi Charles II en Angleterre jusqu'à la Première Guerre mondiale, lorsque la Grande-Bretagne était sur l'étalon-or, la seule inflation a eu lieu pendant les guerres napoléoniennes. Plus récemment, aux États-Unis, entre 1951 et 1962, l'inflation a été en moyenne de 1,3 % par an. Ensuite, le financement du déficit de la guerre du Viêt Nam s'est fait sans la discipline de l'or et l'IPC a augmenté en moyenne de 7,7 % dans les années 1970. Depuis 1982, l'inflation s'est beaucoup mieux comportée, mais il n'en reste pas moins que depuis cette date, les prix à la consommation ont augmenté de 217 % et qu'un dollar de 1983 vaut 31 cents. Le taux d'inflation annuel moyen aux États-Unis a été de 4,2 % au cours des cinq dernières années et de 2,8 % au cours des dix dernières années. Dollarama a maintenu ses prix à 1 dollar pendant 35 ans. Puis, en 2021, il a « cassé la baraque » et porté son prix principal à 1,25 dollar. Il y a neuf mois, elle a imposé un prix plafond de 5 dollars et vient d'annoncer qu'elle ajoutera des dizaines de nouveaux articles dont le prix atteindra 7 dollars. Bien entendu, l'un des principaux moteurs de l'inflation aujourd'hui, comme pendant les époques napoléonienne et vietnamienne, à la différence près que les États-Unis ne sont pas en guerre, ce sont les dépenses publiques déficitaires. Au cours de l'exercice 2002, le déficit budgétaire américain était de 158 milliards de dollars (1,4 % du PIB par rapport au taux actuel de près de 7 % du PIB).

Un titre récent indiquait : « 168 milliards de dollars ajoutés à la dette nationale américaine en 20 jours ». Cela ne veut pas dire que les taux d'inflation ne peuvent pas continuer à baisser sur une base cyclique, en particulier si l'économie s'avère plus faible que les investisseurs ne le prévoient actuellement. Cela ne signifie pas non plus que les banquiers centraux ne réduiront pas les taux d'intérêt jusqu'à ce que l'inflation des prix à la consommation atteigne bel et bien 2 % ou moins, leur objectif supposé. En effet, en 1972, lorsque le taux d'inflation a atteint 3 %, la Fed avait déjà réduit les taux d'intérêt de 100 points de base et, en 2008, lorsque l'inflation a atteint 3 %, les taux avaient été réduits de 425 points de base. Cependant, si les gouvernements continuent à creuser leurs déficits, si une inflation de 2 % est le plancher acceptable et si la Fed veut néanmoins réduire les taux d'intérêt avec un taux de chômage de 4 % et une économie censée se porter bien, alors des taux d'inflation supérieurs à 2 % semblent au moins aussi probables que des taux d'inflation inférieurs ou égaux à 2 %.

D'un autre côté, si l'inflation s'avère plus difficile à maîtriser que prévu, il est également possible que l'économie soit plus faible que prévu, en particulier au cours de l'année à venir. Une récession n'est peut-être pas exclue après tout. En fait, mis à part les changements marginaux

observés jusqu'à présent dans les enquêtes manufacturières de mars en Chine et aux États-Unis et dans l'indice LEI américain, la plupart des données sur les entreprises dans le monde continuent d'indiquer des conditions économiques de récession. Le principal indicateur est la courbe de rendement, qui s'inverse toujours avant une récession, même si le délai peut varier considérablement. Actuellement, le rendement des bons du Trésor américain à deux ans dépasse le rendement des bons du Trésor à dix ans depuis juillet 2022, ce qui constitue la plus longue inversion jamais enregistrée et la plus importante à l'exception des années 1970. L'indicateur de récession de la Fed de New York, qui calcule la probabilité d'une récession au cours de l'année à venir sur la base de la courbe de rendement, indique toujours une probabilité de récession d'environ deux sur trois aux États-Unis. Le crédit bancaire s'est contracté d'une année sur l'autre pour la deuxième fois seulement depuis 1950 et la variation cumulée du taux des fonds fédéraux au cours de ce cycle a été la plus importante depuis au moins 40 ans. En attendant, malgré tout le battage médiatique autour de la solidité de l'économie américaine, la plupart des données suggèrent le contraire. Au cours des deux premiers mois de 2024, les mises en chantier, les ventes au détail réelles et la production industrielle ont toutes diminué. Selon Rosenberg Research, la probabilité que cela se produise alors que l'économie n'est pas en récession est inférieure à 3 %. Si l'enquête la plus récente sur les fabricants américains est positive, les données provenant des différentes régions - Kansas City, Dallas, Richmond, Philadelphie et Chicago - sont toutes négatives. Alors que le PIB réel des États-Unis a augmenté de 2,5 % en 2023, le RIB (l'aspect revenu de l'équation, par opposition à l'aspect dépenses) n'a augmenté que de 0,5 %. En faisant la moyenne des deux, la croissance américaine en 2023 est ramenée à 1,5 %, contre 2,0 % en 2022. Historiquement, lorsque le taux de variation de l'emploi à temps plein tombe en dessous de zéro, l'économie américaine est entrée en récession. En février 2024, les États-Unis comptaient 132,9 millions d'emplois à temps plein, contre 133,2 millions un an plus tôt. Toute la croissance de l'emploi au cours de l'année écoulée a concerné les emplois à temps partiel. Entre-temps, l'emploi dans les services de travail temporaire, un indicateur avancé fiable, a diminué chaque mois au cours des 23 derniers mois. La croissance des salaires réels aux États-Unis au cours des quatre dernières années a été en moyenne de 0,7 % par an, soit quatre fois moins que les quatre années précédentes. Il y a ensuite le marché baissier de l'immobilier commercial, dont les prix ont chuté de 21 % au cours des deux dernières années. Une tour de bureaux de prestige à Los Angeles a récemment été vendue à un prix inférieur de 50 % à la valeur de l'immeuble. Du côté résidentiel, un acheteur américain doit disposer d'un revenu de 113 500 dollars pour pouvoir acheter une maison au prix médian. Malheureusement, c'est 35 % de plus que le revenu médian des ménages.

Les signaux d'alarme économiques ne se limitent pas non plus aux États-Unis. La Chine continue de se débattre, malgré les signes avant-coureurs du mois de mars. En février, les nouveaux prêts bancaires ont diminué de près de 20 % par rapport à l'année précédente et les créances douteuses ont atteint un niveau record. Le géant de l'immobilier Country Garden Holdings a annoncé qu'il ne respecterait pas la date limite de publication de ses résultats annuels et les ventes de logements neufs ont chuté de 46 % en mars par rapport à l'année précédente. Les livraisons d'iPhones en Chine ont chuté de 33 % d'une année sur l'autre en février, après une baisse de 39 % en janvier. Reflétant cette faiblesse économique, les prix de l'acier et du minerai de fer se sont effondrés en 2024. Les données manufacturières du Japon, de la Corée du Sud et de Taïwan, puissances industrielles asiatiques, n'ont jusqu'à présent pas impressionné et la zone euro semble prendre l'habitude d'éviter de justesse une récession technique. La production réelle s'est contractée de 0,1 % au troisième trimestre 2023, puis a stagné au dernier trimestre. Un

schéma similaire se dessine pour 2024. Bien entendu, si cette faiblesse économique généralisée se poursuit, on peut s'attendre à ce que les banquiers centraux réduisent les taux d'intérêt, peut-être plus tôt et plus vigoureusement qu'ils ne le laissent entendre actuellement ou que les marchés ne l'attendent. Toutefois, si les investisseurs, les consommateurs et les chefs d'entreprise se réjouiront sans aucun doute de la baisse des taux, ils seront peut-être moins enthousiastes quant à la raison de cette baisse.

L'une des raisons pour lesquelles les investisseurs ne devraient pas adopter trop rapidement le scénario « Boucle d'or » est que l'économie peut s'avérer « trop chaude » (inflationniste) ou « trop froide » (récessive). Toutefois, la deuxième raison de se montrer prudent est que, même si le scénario « Boucles d'or » se concrétise, il est possible qu'il ait déjà été largement escompté par les marchés. Le ratio P/E corrigé des variations cycliques (CAPE) actuel de 34 se situe dans les 1 % les plus élevés de son histoire, qui remonte à 1880, et n'a été plus élevé qu'au sommet du marché en 2021 et pendant la bulle Internet. Alors que le CAPE global était plus élevé en 1999-2000, le nombre d'actions du S&P 500 avec un ratio P/E supérieur à 20x est plus élevé aujourd'hui et 43 % des actions avaient un P/E de 15x (la moyenne historique) ou moins à l'époque, contre 25 % aujourd'hui. La plupart des autres mesures d'évaluation fiables confirment le ratio CAPE. Par exemple, le ratio Q, qui compare la valeur de marché à la valeur de remplacement des actifs, est supérieur de 75 % à sa moyenne des 70 dernières années et n'a été plus élevé que lors du sommet du marché de 2021 et au milieu des années 1960. Alors que la valeur comptable n'est plus considérée comme une mesure d'évaluation fiable, du moins pour le S&P 500, il est intéressant de noter que le ratio cours/valeur comptable a chuté d'un niveau record de 5 fois en 1999 à 1,5 fois en 2009, pour remonter à 5 fois aujourd'hui. Seules 3 % des entreprises du S&P 500 se négocient en dessous de leur valeur comptable, contre 67 % et 37 % des entreprises de l'indice composite coréen et de l'indice Nikkei 225 japonais, respectivement. Bien entendu, l'une des principales raisons des valorisations élevées des actions américaines, outre la puissance, la liquidité et la rentabilité des entreprises américaines et de l'économie américaine en général, réside dans les valorisations encore plus élevées accordées aux entreprises et aux secteurs dont les perspectives sont particulièrement attrayantes. Par exemple, l'indice SOX (semi-conducteurs) se négocie à un ratio prix/ventes de 8 fois, contre 3 fois pour le S&P 500. En une seule journée de cotation au premier trimestre, Nvidia a ajouté 153 milliards de dollars de capitalisation boursière, ce qui équivaut à peu près à la totalité de la capitalisation boursière de l'entreprise, accumulée au fil des décennies, d'entreprises américaines emblématiques telles que Nike, Union Pacific, Morgan Stanley ou American Express. L'entreprise de médias sociaux Reddit, qui perd toujours de l'argent, est arrivée récemment sur le marché avec un ratio prix/ventes supérieur à celui de Meta (qui est presque de 10).

Il est clair que les valorisations actuelles ne posent pas de problème aux investisseurs. Les valorisations ne sont pas non plus le seul indice que les investisseurs ont adhéré à une perspective de type « Boucle d'or » ou à une version de celle-ci. La part des ménages américains dans les actions est proche des niveaux records atteints en 1999. La part moyenne des liquidités recommandée par les stratégies de Wall Street n'a jamais été aussi faible (environ 2 %), alors qu'elle était de 10 % il y a quinze ans. L'allocation aux secteurs défensifs par les investisseurs en fonds négociés en bourse (FNB) est tombée à un niveau record de 25 %, alors qu'elle était d'environ 40 % lorsque M. Trump est devenu président. Les marchés d'actions ne sont pas les seuls endroits où la complaisance des investisseurs est évidente. Les écarts de crédit sont à peu près aussi étroits qu'ils peuvent l'être, apparemment trop étroits par rapport aux ratios de défaillance actuels et futurs. L'écart de rendement entre le crédit d'entreprise BAA et les bons du

Trésor américain à 5 ans est récemment tombé à un niveau record. Entre-temps, le rendement à un an du S&P 500 a battu celui des bons du Trésor américain à long terme pendant 40 mois consécutifs, soit la plus longue série depuis les années 1970 au moins. Toutefois, pour mesurer à quel point les investisseurs ont adopté le risque, il suffit de regarder du côté des cryptomonnaies et de leurs cousins, les jetons non fongibles (NFT). Dans ce monde, les investisseurs sont prêts à investir de l'argent réel dans des choses portant des noms tels que Dogwifhat, CryptoPunks et Pudgy Penguins. L'un des reproches faits aux crypto-monnaies, et plus particulièrement au bitcoin, est l'impossibilité de leur attribuer une valeur rationnelle. Pour les spéculateurs, c'est une bonne chose, car il est possible de justifier des gains (ou des pertes) importants. C'est ainsi qu'il y a des personnes crédibles qui visent un prix de 5 000 dollars pour le bitcoin et d'autres qui visent 165 000 dollars. Au cours des 6 ou 7 dernières années, la trajectoire du bitcoin a reflété celle du FNB Nasdaq 100 à triple effet de levier. Bien entendu, le fait que des investisseurs soient prêts à acheter un FNB à triple levier est également assez étonnant. En 2022, le bitcoin a subi une véritable dégringolade, comme le marché boursier, mais en plus grand, passant d'environ 69 000 dollars à 15 500 dollars. Il a atteint son plus bas niveau plus ou moins en même temps que le S&P 500 et est depuis remonté pour la première fois à un niveau record supérieur à 70 000 dollars.

Le S&P 500 a progressé pendant cinq mois consécutifs de novembre à mars, ce qui s'est produit 11 fois depuis 1950. En moyenne, le marché a encore progressé de 11 % sur le reste de l'année. Il ne fait aucun doute que les marchés des actions sont très dynamiques et que des scénarios haussiers crédibles basés sur l'intelligence artificielle, l'assouplissement des banques centrales et d'autres facteurs peuvent être articulés. Néanmoins, il convient de noter que, depuis 1950, le rendement moyen du S&P 500 lorsque le taux de chômage aux États-Unis était supérieur à 8 % et que les investisseurs étaient inquiets a été sept fois plus élevé que lorsque le taux de chômage était inférieur à 4 % et que les investisseurs étaient complaisants, comme c'est le cas aujourd'hui.

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.