

► Revue des marchés 2022

Julien Devaux

Genève, 12 janvier 2023

L'année 2022 est enfin terminée et on ne peut que s'en réjouir, du moins d'un point de vue boursier. Certains investisseurs dans les secteurs de l'énergie ou des matériaux et des valeurs de substance (value investing) ont connu une bonne période, mais, de manière générale, aucune classe d'actif n'a été épargnée. A part certaines matières premières, il n'y a eu aucune valeur refuge et l'ensemble des marchés ont connu une baisse à deux chiffres, qu'il s'agisse d'obligations, d'actions ou d'immobilier coté. Sans parler des crypto-monnaies...

D'une certaine manière, il est sans doute bienvenu que la majorité des excès ait été localisée dans les parties les plus spéculatives des marchés financiers. Les SPAC, certaines actions d'entreprises non rentables (voir AMC, Tesla, Bed Bath and Beyond, etc.) et, plus particulièrement, les crypto-monnaies ont été les premières victimes. Heureusement, la valorisation de ces éléments, même au plus haut, n'était pas suffisante pour provoquer une défaillance systémique des marchés financiers, comme ce fut le cas des prêts sub-primés en 2008. Ainsi, bien que les dégâts aient été considérables, ils n'ont pas eu d'impact substantiel sur l'économie réelle.

Aucune des grandes économies développées n'est actuellement en récession. Les États-Unis affichent même des chiffres économiques impressionnants et semblent manquer désespérément de travailleurs. 10,5 millions d'emplois sont disponibles en raison de la surmortalité, de la faible immigration et du Covid-19. Dans ce contexte, les faibles demandes d'indemnités chômage et la poursuite de la croissance de l'emploi ne devraient surprendre personne.

Une majorité d'économistes et d'investisseurs s'attendent à une récession à venir, combinée à une inflation relativement élevée et persistante. C'était pourtant exactement le contraire qui était attendu, il y a douze mois exactement. Si une récession devait se produire, ce serait sans doute la récession la plus anticipée et la plus annoncée de tous les temps. Il s'avère également que, contrairement aux attentes, l'inflation soit finalement moins persistante que prévu, et ce même en Europe.

Il nous semble donc que la situation actuelle est toujours liée aux contrecoups de la pandémie qui a débuté en mars 2020 et qui a bouleversé la majeure partie de l'économie mondiale. Pour ceux qui se demandent, par exemple, comment l'inflation peut baisser alors que le taux de chômage est encore aussi bas, cela s'explique, selon nous, par le fait que le resserrement du marché du travail n'était pas la principale cause de la flambée de l'inflation en premier lieu.

Qu'en est-il alors de l'inversion de la courbe des taux, événement généralement perçu comme un indicateur clair d'une récession à venir ? Indicateur dont l'historique prouve, par ailleurs, qu'il ne s'est jamais trompé ! Pour rappel, une courbe des taux inversée signifie que les taux d'intérêts à court terme (en particulier les taux à 3 mois et à 2 ans) sont à des niveaux plus élevés que les taux d'intérêt à long terme (en particulier le taux à 10 ans). Cette inversion implique que les investisseurs obligataires, qui sont censés être beaucoup plus astucieux que les investisseurs en actions, parient sur une récession à court terme. Ils désirent donc mettre leurs actifs en sécurité et achètent des obligations d'état long terme. Cette augmentation de la demande fait monter les prix des obligations long terme. Le taux d'une obligation étant en fonction inverse de son prix, les taux longs baissent et passent en dessous des taux courts.



C'est un signal auquel nous prêtons une attention particulière. Il nous a aidé à naviguer au travers des marchés délicats de 2000-2002 et 2008-2009, lorsque des inversions similaires se sont produites. De par notre analyse selon laquelle la situation actuelle est très spécifique et principalement liée à la pandémie, nous ne sommes, toutefois, pas convaincus que ce signal soit, cette fois-ci, aussi pertinent que les précédents. Il est toujours difficile d'ignorer un indicateur aussi précis et il est rarement payant de croire que « cette fois c'est différent », mais nous avons été encouragés de voir que nul autre que le créateur de cet indicateur, l'économiste américain Campbell Harvey, était dans le même camp que nous ([Economist Says His Indicator That Predicted Eight US Recessions Is Wrong This Year](#), Bloomberg).

Quant aux cryptomonnaies, le fiasco de FTX ne vous a probablement pas échappé. FTX était la deuxième plus grande place de bourse au monde pour les crypto-monnaies et, pendant une brève période, son fondateur Sam Bankman-Fried figurait parmi les personnes les plus riches de la planète. Les sociétés de capital-risque se sont fait concurrence pour financer le projet, sans beaucoup d'analyse et les politiciens ont largement apprécié les contributions de l'entreprise. Pourtant, l'effondrement n'a pas tardé. Pour les collectionneurs d'entre vous, nous suggérons d'acheter la casquette Mercedes AMG Formula 1 Team avec le logo FTX sur le côté, elles deviendront probablement aussi recherchées que les casquettes Enron ou Lehman Brothers à l'avenir.

Il est étonnant de noter que Sam Bankman-Fried avait pourtant explicitement déclaré au printemps 2022, dans un [podcast](#) de Bloomberg, que ce qu'il offrait était essentiellement un schéma de Ponzi. Il est encore plus étonnant de noter que bien que cette arnaque se soit produite dans le monde supposé high-tech de la crypto-monnaie, c'est une arnaque qui aurait pu se produire il y a 300 ans. Certains se demanderont donc, après coup, comment quelque chose d'aussi incroyable a pu se produire avec si peu de vérification de la part des investisseurs (parmi lesquels certaines des plus grandes sociétés de capital-risque au monde), mais c'est une histoire aussi vieille que les marchés financiers, quel que soit le sous-jacent. Comme Charlie Munger (le partenaire de Warren Buffett) l'a dit à plusieurs reprises, « la cupidité ne conduit pas le monde, l'envie si ». Rien ne pourrait être plus vrai dans ce cas.

Donc, oui, certaines personnes iront en prison mais, finalement, cette implosion devrait marquer la fin des exubérances de l'ère actuelle. Bien sûr, il reste encore du nettoyage à faire, comme Tesla, qui est en baisse de 72% par rapport à ses sommets (probablement encore trop élevée), mais, dans l'ensemble, la majorité de la purge a eu lieu.

En ce qui concerne les marchés boursiers, nous avons noté, il y a trois mois, que :

« à un moment donné, les marchés ont digéré la plupart des mauvaises nouvelles et commencent à rebondir bien avant que les bonnes nouvelles ne commencent à apparaître. »

Pour l'instant, le point se vérifie et le creux d'octobre était effectivement le plus bas. Il est, par contre, plus surprenant que les marchés européens aient rebondi beaucoup plus fortement que les marchés américains. Cette tendance se poursuit d'ailleurs depuis le début de la nouvelle année. L'indice le plus faible, depuis le creux d'octobre, est le Nasdaq 100 et il reste proche des niveaux les plus bas, sans toutefois les franchir. La plupart des méga capitalisations technologiques sont en difficulté, Tesla a perdu près de 50% de sa valeur depuis le creux d'octobre et Apple est également à la peine depuis lors.



La surprenante surperformance européenne montre bien, une fois de plus, que les marchés financiers sont totalement imprévisibles. Il y a un an, beaucoup d'investisseurs décidaient de se concentrer davantage sur les États-Unis pour contourner la faible performance économique européenne, idée reprise par la plupart des stratégies bancaires.

Les marchés sont chaotiques et non linéaires, ce qui les rend, par définition, imprévisibles, en particulier à court terme. Nous savons que, historiquement, les entreprises dans lesquelles nous investissons génèrent un rendement économique d'environ 12 à 18% par an. Maintenant, soyons très clairs : à court terme, la performance des actions peut différer considérablement de la performance économique sous-jacente, à la hausse comme à la baisse. En 2021, la performance des actions a dépassé la performance économique et, en 2022, la performance économique a dépassé la performance des actions. 2021 avait été, si une telle chose existe, une trop belle année et cela signifiait une performance un peu inférieure, pendant un certain temps, afin de digérer ces gains. Nous ne nous attendions pas à ce que cela se produise en seulement neuf mois et si violemment, mais la digestion est maintenant terminée et des rendements plus normaux devraient refaire surface.

Nous commençons donc une nouvelle année avec tout autant de questions et d'inconnues que les précédentes. Comme nous l'avons vu en 2022, les mouvements à court terme sur les marchés sont et demeureront imprévisibles, et notre but n'est pas de s'essayer à quelque prédiction. Ce que nous voyons, c'est que l'exubérance de la fin de 2021 a complètement disparu et a été remplacée par la peur, l'aversion aux pertes et un très faible appétit pour le risque. Dans de telles circonstances, 2023 pourrait également surprendre, mais cette fois-ci, à la hausse.

