

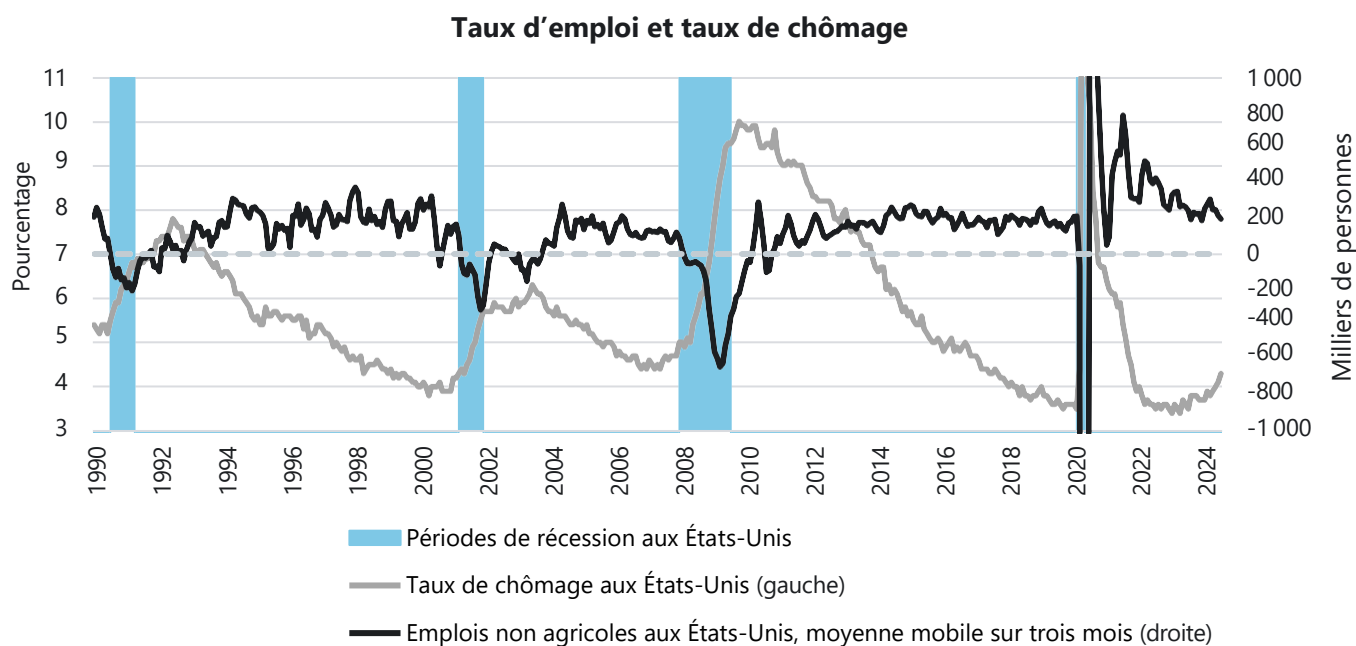
Recul des actifs à risque : s'agit-il simplement de bruit ou plus?

James R. Solloway, CFA, stratège en chef des marchés et gestionnaire de portefeuille principal

Certains observateurs estiment que les récentes fluctuations importantes des actions, des obligations et des devises prouvent que la Réserve fédérale (Fed) a tardé à agir et doit considérablement réduire le taux des fonds fédéraux afin d'atténuer l'impact d'une récession qui pourrait avoir déjà commencé. D'autres y voient l'occasion d'acheter la baisse, qui a fait chuter les prix des actions de 10 à 20 %. Nous ne voyons pas de raison de paniquer ou de changer de stratégie.

Les turbulences récentes dans les marchés ont peu à voir avec une détérioration sérieuse de l'économie américaine. Certes, les investisseurs ont été choqués par le rapport sur l'emploi publié le 2 août : non seulement le taux de chômage a augmenté, mais la croissance de l'emploi en juin et juillet s'est avérée plus faible que prévu. Même si les manchettes suggèrent une situation difficile, nous estimons que le marché de l'emploi n'est pas si morose. En effet, le nombre d'emplois non agricoles a encore augmenté en juillet, bien qu'à un rythme plus lent que celui observé depuis un certain temps. L'ouragan Beryl, qui a provoqué de graves inondations dans le sud du Texas, en est en partie responsable. Nous nous attendons à un redressement du nombre total d'emplois dans le prochain rapport. Comme le montre le Tableau 1, en utilisant une moyenne mobile sur trois mois, la masse salariale non agricole continue d'augmenter à un rythme correct, et la croissance est aussi forte qu'elle l'était au cours des années précédant les confinements liés à la COVID-19 de 2020.

Tableau 1 : Les règles Sahm sont faites pour être enfreintes

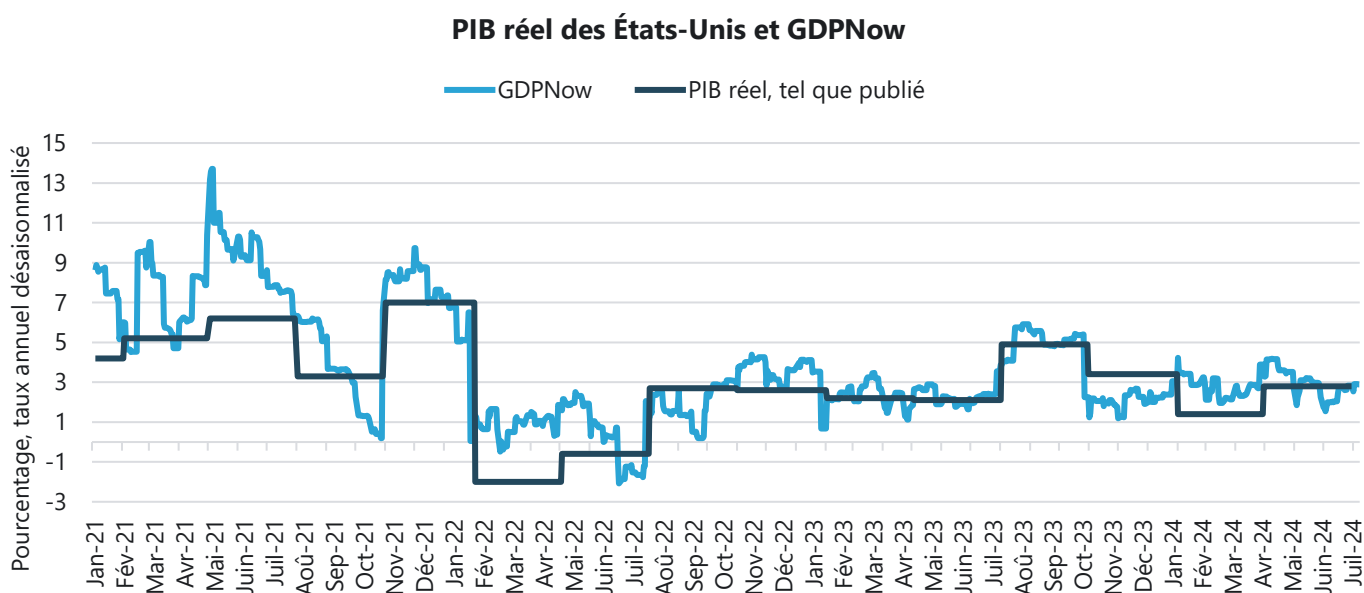


Source : U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), NBER, SEI. Notez que les axes gauche et droit ont été tronqués à des fins d'affichage.

Même si le taux de chômage a nettement augmenté, cette hausse part d'un niveau extrêmement faible et reflète une forte augmentation de la population active en raison de l'arrivée de migrants sur le marché du travail. Les économistes pessimistes ont cité la règle dite de Sahm, une observation statistique selon laquelle chaque fois que le taux de chômage a augmenté de plus d'un demi-point de pourcentage au-dessus de son niveau le plus bas au cours des 12 mois précédents, il a été associé à une récession et à une nouvelle hausse du chômage au cours des mois suivants. Claudia Sahm, l'économiste qui a popularisé cette corrélation, a récemment émis des doutes quant à l'application de cette règle cette fois-ci. Nous continuons de penser que le marché du travail effectue simplement un retour à la normale après les bouleversements extraordinaires provoqués par la COVID-19 pendant plusieurs années.

Même si les données sont mitigées, l'économie en général semble toujours se développer à un rythme soutenu. Le Tableau 2 présente la statistique GDPNow publiée par la Banque fédérale de réserve d'Atlanta. Les données les plus récentes, en date du 5 août, suggèrent que le produit intérieur brut (PIB) corrigé de l'inflation augmente à un taux annuel de 2,9 % jusqu'à présent pour le trimestre en cours. Ce taux est comparable au taux de croissance réel du PIB enregistré au deuxième trimestre. Il reste à voir si l'économie maintiendra ce rythme. Rappelons que cette statistique n'est qu'une estimation courante de la croissance du PIB réel en fonction des données économiques disponibles. Il ne s'agit pas d'une prévision à proprement parler. Néanmoins, nous pensons qu'elle souligne la résilience continue de l'économie américaine, avec une croissance supérieure de plus d'un point de pourcentage à la prévision consensuelle.

Tableau 2 : Les données les plus récentes du PIB sont encourageantes



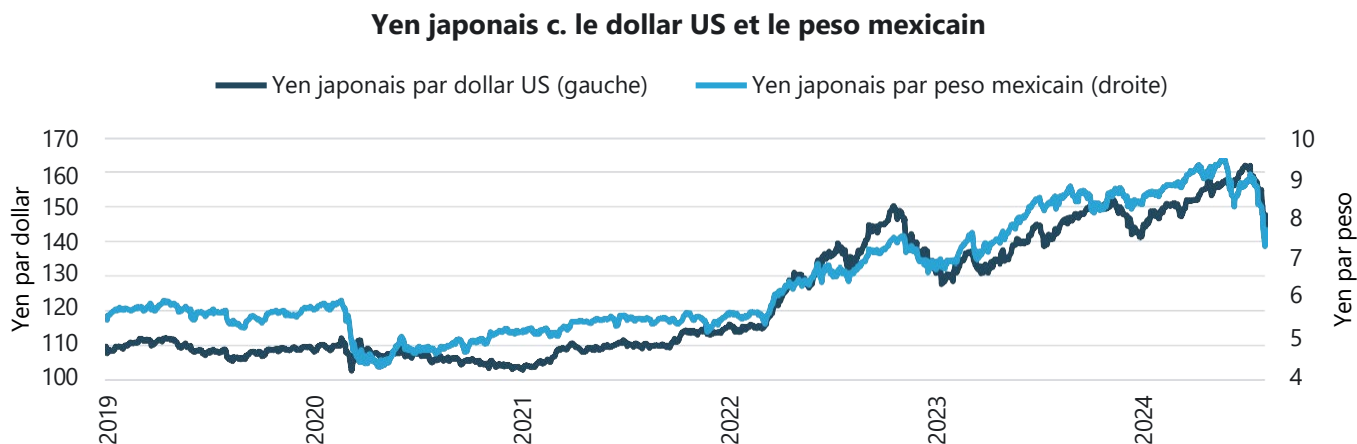
Source : Bureau of Economic Analysis, Banque fédérale de réserve d'Atlanta, SEI. Note : Le PIB déclaré est devancé d'un mois pour concorder avec les données GDPNow. Données au 7 août 2024.

Opérations de portage

La plupart des observateurs des marchés financiers s'accordent à dire que la hausse de la volatilité est davantage liée au dénouement des paris à effets de levier associés aux opérations de portage qu'à des facteurs économiques fondamentaux. Plutôt que de blâmer les données économiques, il est plus logique de se tourner vers les politiques des banques centrales, l'effet de levier financier et l'optimisme excessif des investisseurs. Les opérations de portage consistent notamment à emprunter dans un pays où les taux d'intérêt sont très bas et à déployer ces fonds avec un effet de levier dans des actifs de pays à rendement plus élevé. Ces opérations se sont soudainement effondrées après que la Banque du Japon a relevé son taux directeur de seulement 15 points de base (0,15 %) pour le faire passer à 0,25 %. En comparaison, le taux des fonds fédéraux américains se maintient entre 5,25 % et 5,50 %, même si nous pensons qu'une réduction d'un quart de point (0,25 %) en septembre est maintenant presque certaine.

Le dénouement des opérations de portage a entraîné des mouvements époustouffants sur le marché des changes. Non seulement le yen japonais a bondi par rapport au dollar américain, mais il s'est encore plus apprécié par rapport aux pays qui faisaient l'objet des opérations de portage les plus populaires, comme le peso mexicain, comme le montre le Tableau 3. Le yen s'est apprécié de plus de 20 % par rapport au peso entre la fin du mois de mai et la première semaine d'août, effaçant plus de deux ans de gains de la monnaie mexicaine. Si l'opération de portage s'apparente à « ramasser des pièces de 25 cents devant un rouleau compresseur », comme on l'a décrit, il semblerait que le rouleau compresseur ait fini par nous rattraper.

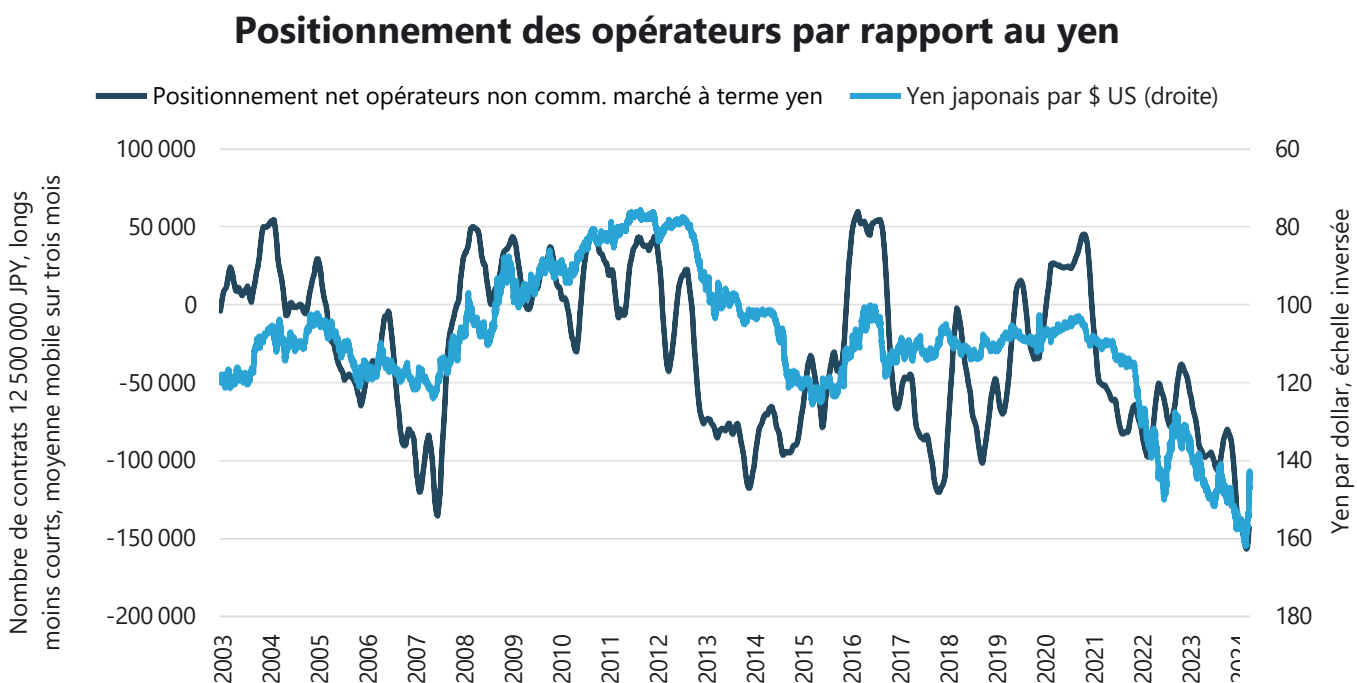
Tableau 3 : Le plongeon du peso



Source : FactSet, SEI. Données au 7 août 2024.

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure il est encore nécessaire de dénouer le portage. Nous présentons au Tableau 4 les rapports précédents sur les perspectives économiques. Il montre le positionnement net des opérateurs en contrats à terme par rapport au yen. Au cours des 20 dernières années, les positions nettes n'ont été aussi courtes que trois fois : en juillet 2007, en février 2014 et en février 2018. Au cours de la liquidation des positions qui a débuté à l'été 2007, le yen s'est apprécié de près de 40 % par rapport au dollar au cours des cinq années qui ont suivi. Les deux autres fois, le yen s'est également renforcé, bien que les mouvements aient été moins marqués qu'en 2007.

Tableau 4 : Un nouvel engouement pour le yen



Source : CFTC, FactSet, SEI. Données au 9 août 2024.

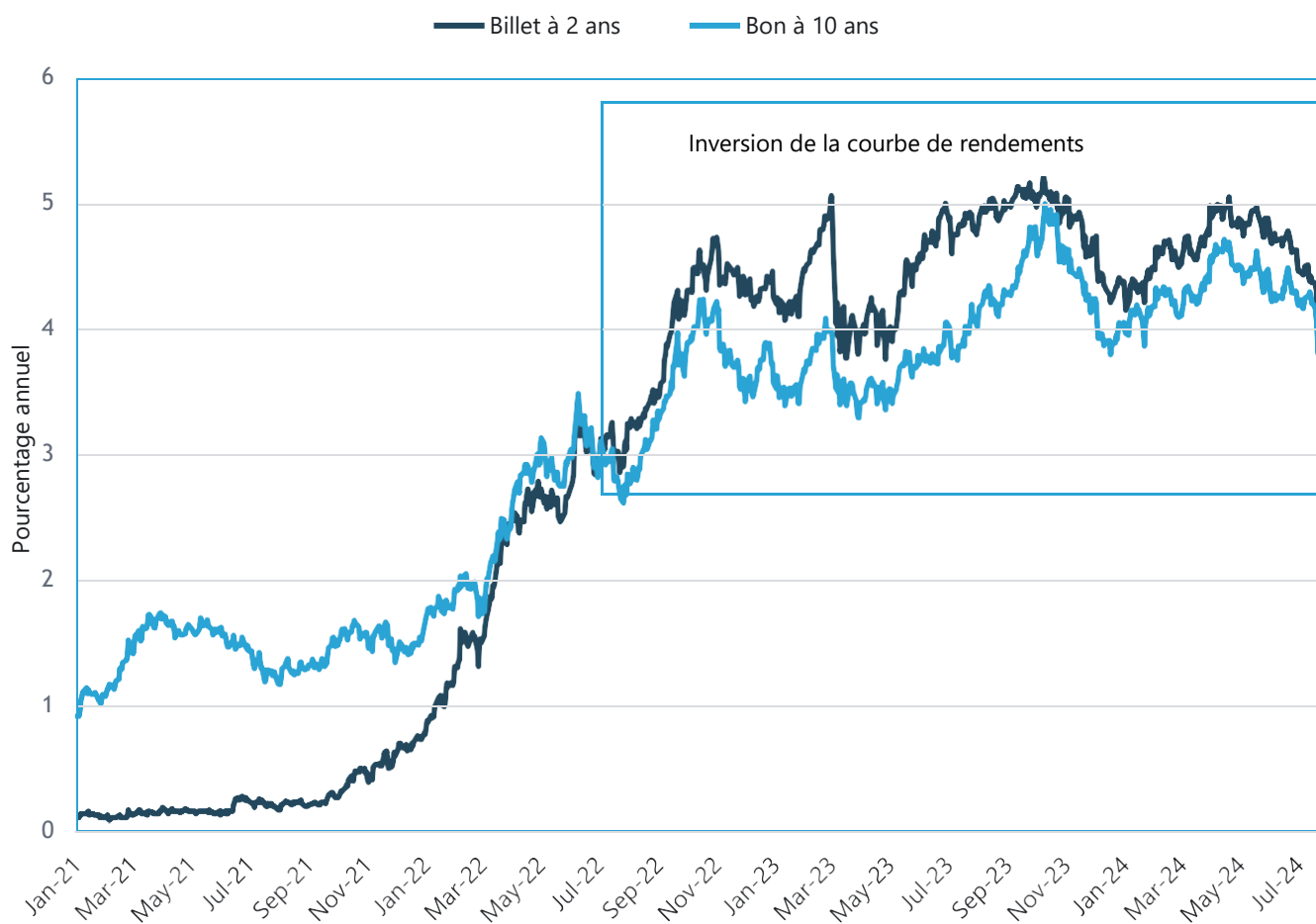
Le yen a enregistré un gain important au cours des dernières semaines, mais le différentiel de taux d'intérêt entre les obligations d'État japonaises à 2 ans et les bons du Trésor américain à 2 ans reste très important, même si l'écart s'est réduit, passant d'un maximum de 5 % en octobre 2023 à 3,5 % aujourd'hui. Pour tenter d'enrayer la panique, le gouverneur adjoint de la Banque du Japon a annoncé que la banque centrale « n'augmentera pas son taux d'intérêt directeur lorsque les marchés financiers et les marchés des capitaux sont instables ». Bien que les courtiers de change puissent hésiter à poursuivre cette opération (nous pensons qu'ils restent assez courts par rapport au dollar), nous pensons que les mouvements les plus brusques du taux de change yen/dollar sont derrière nous, compte tenu de l'engagement de la Banque du Japon.

Les rendements des bons du Trésor reculent alors que les actions chutent

Les bons du Trésor américain ont été les grands gagnants du mouvement de repli du marché. Toutefois, comme le montre le Tableau 5, les rendements ont baissé et les prix des obligations ont augmenté depuis le mois d'avril, en raison de l'optimisme suscité par le fait que l'inflation avait finalement adopté une trajectoire descendante durable et que la Fed réduirait bientôt le taux des fonds fédéraux. La baisse s'est accélérée vers la fin juillet et le début août, les participants du marché se réfugiant dans des placements sûrs. Le bon du Trésor à 10 ans a chuté à 3,8 %, son niveau le plus bas depuis décembre 2023. Le rendement du billet à 2 ans a enregistré une baisse encore plus marquée, fermant presque l'inversion de la courbe de rendement (où le rendement à 2 ans est plus élevé que celui du billet à 10 ans) qui était en place depuis le milieu de l'année 2022.

Tableau 5 : La frénésie du revenu fixe

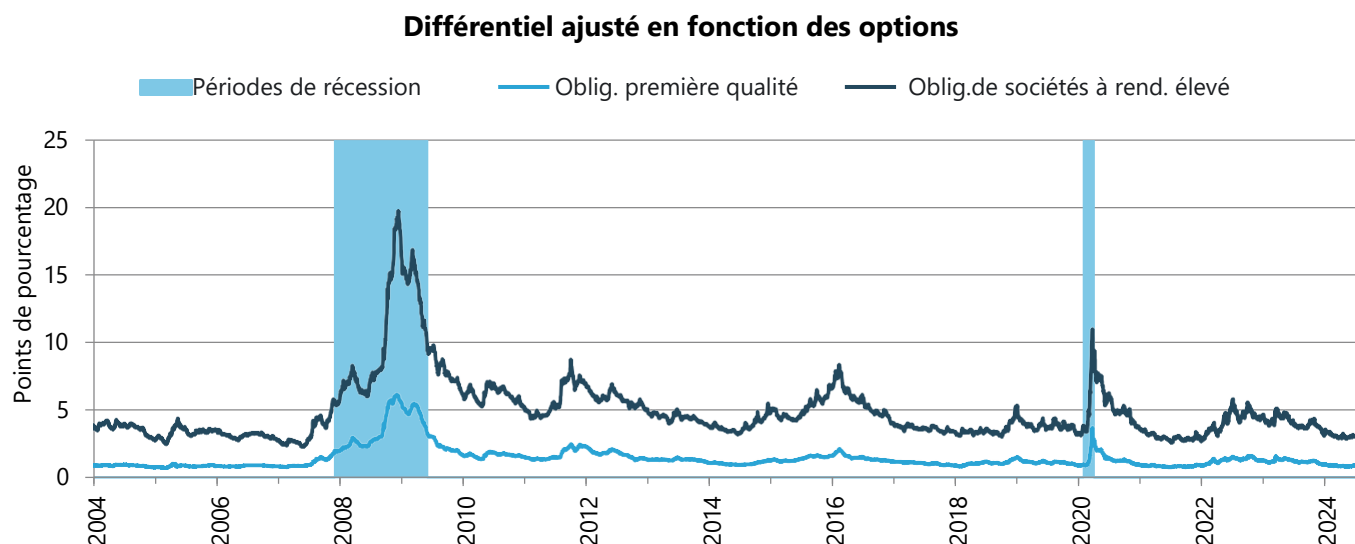
Rendements du bon du Trésor à 10 ans et du billet à 2 ans



Source : FactSet, Federal Reserve Board (FRB), SEI. Données au 8 août 2024.

Les écarts de crédit, présentés au Tableau 6, se sont creusés pour les obligations de sociétés à rendement élevé. Cependant, les dégâts semblent relativement limités à ce jour, la détérioration étant semblable à d'autres « alertes à la croissance » mineures survenues au cours de l'année écoulée. L'élargissement le plus récent des écarts est certainement moins important que les explosions survenues en 2022 et au cours des périodes antérieures de non-récession. Entre-temps, l'augmentation des écarts pour les obligations de sociétés de qualité est à peine perceptible, comme le montre le tableau. La panique des investisseurs ne semble pas paniquer.

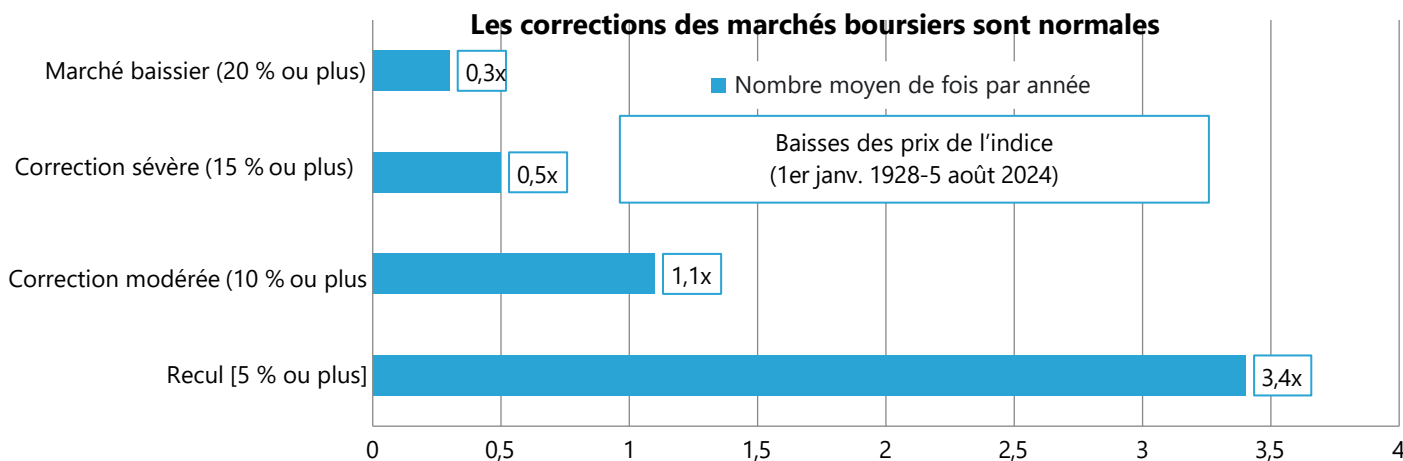
Tableau 6 : Aucune panique pour les obligations de sociétés



Source : FactSet, NBER, SEI. Données au 8 août 2024.

Les actions, bien sûr, ont été durement touchées. Les baisses des actions japonaises, du secteur technologique et d'autres valeurs dynamiques ont été particulièrement sévères. Mais les dégâts semblent limités. Jusqu'à présent, la baisse de l'indice américain S&P 500, du sommet à la base, atteint 8,5 %. Le Tableau 7 montre que les baisses de 5 % ou plus ont lieu en moyenne 3 à 4 fois par an. Les baisses modérées de 10 à 15 % des actions se produisent généralement une fois par an, tandis que les marchés subissent des baisses plus importantes tous les deux ans. Dans ce contexte, la récente baisse du marché n'était pas inhabituelle.

Tableau 7 : Fréquence des baisses



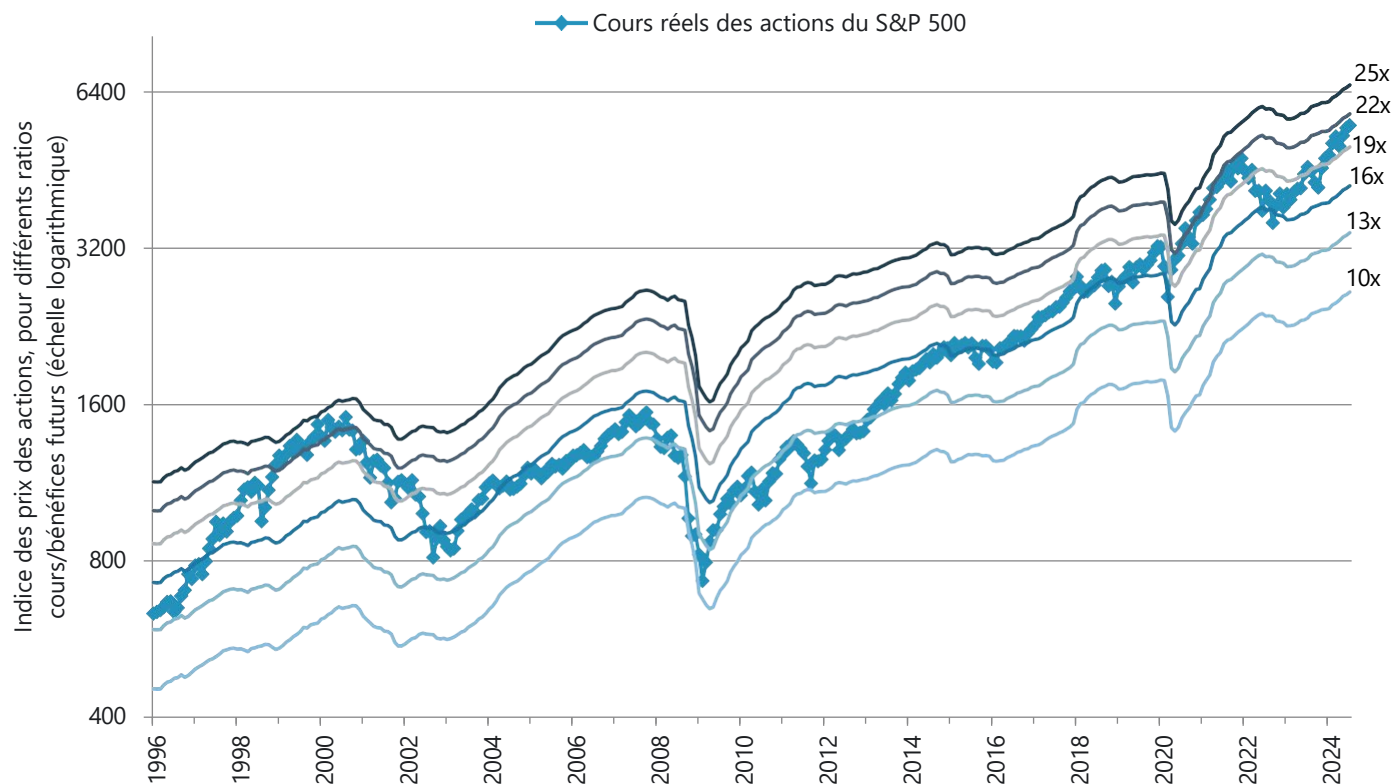
Source : Ned Davis Research, Standard & Poor's, SEI. Données au 5 août 2024.

Dans l'ensemble, nous considérons la correction relativement modeste des actifs à risque davantage comme une remise à niveau à mi-parcours que comme le début d'une baisse plus importante. Les évaluations restent toutefois préoccupantes pour les grandes capitalisations américaines. Le ratio cours/bénéfice à terme de l'indice S&P 500 reste supérieur à 20, bien qu'il ait baissé par rapport à un sommet récent de plus de 23 ; la correction des prix et la hausse des estimations de bénéfices ont toutes deux fait baisser le ratio cours/bénéfice. Les huit plus grandes actions de l'indice S&P 500 ont enregistré une contraction de leur ratio C/B au cours des dernières semaines, passant d'un sommet de près de 32 à une valeur actuelle plus proche de 28.

Le Tableau 8 présente le graphique des « Anges bleus » popularisé par l'économiste Ed Yardeni. Ce graphique compare le niveau actuel du rapport prix-rendement de l'indice S&P 500 aux niveaux potentiels de l'indice pour différents ratios cours/bénéfice à terme. M. Yardeni appelle ce graphique les « Anges bleus » parce que les lignes de ratio « volent » en formation parallèle à l'instar de la célèbre escadrille Blue Angels de la marine américaine, tandis que l'indice S&P 500 réel [représenté ici par la ligne bleue avec des marqueurs en forme de diamant] traverse les « traînées de condensation » des différents niveaux de ratio cours/bénéfice à terme.

Tableau 8 : Les Anges bleus poursuivent leur ascension

Indice S&P 500 par rapport aux bénéfices prévisionnels et au ratio cours/bénéfice



Source : Standard & Poor's, Yardeni Research Inc., SEI.

Le graphique ne montre pas seulement à quel point les actions sont chères à un moment donné par rapport aux antécédents historiques, il souligne également la trajectoire actuelle des bénéfices d'exploitation prévisionnels à 12 mois selon les analystes ascendants. Les traînées de condensation qui s'élèvent indiquent que les estimations de bénéfices sont à la hausse, ce qui favorise l'augmentation du prix des actions pour un ratio C/B donné. Les estimations prévisionnelles des bénéfices sont en hausse depuis le début de l'année 2023, les estimations des analystes concernant la croissance du BPA s'accroissant en 2024. Les ratios C/B prospectifs ont également bondi, passant de 16,6 à la fin de décembre 2022 à 21,0 à la fin de juillet 2024. Le ratio C/B a légèrement dépassé les niveaux actuels pendant la majeure partie des années 2020 et 2021, à une époque où les estimations de bénéfices augmentaient à un rythme encore plus rapide qu'aujourd'hui. Au cours des 28 dernières années, les multiples des bénéfices ont été encore plus élevés à une seule reprise, soit pendant la bulle « dot-com » de 1998 à 2000.

Tant que la croissance des bénéfices ne ralentit pas, il convient probablement d'accorder le bénéfice du doute au marché boursier américain et aux actifs à risque en général. Pour atténuer l'exposition au marché américain très valorisé, SEI continue de recommander une large diversification des actions en fonction de la taille, de la région et du style. Même si nous ne pouvons pas être certains que la correction actuelle soit terminée, les signes de résilience économique aux États-Unis et ailleurs, le début d'un cycle d'assouplissement monétaire mondial et le solide positionnement financier des entreprises suggèrent que le marché haussier des actifs à risque n'a pas encore dit son dernier mot.

Glossaire

Une **opération de portage** ou opération spéculative sur écart de rendement consiste à emprunter à un taux d'intérêt faible, puis à investir dans un actif à taux d'intérêt plus élevé.

L'**indice S&P 500** est un indice pondéré en fonction du marché qui suit les performances des 500 plus grandes sociétés américaines cotées en bourse et qui est considéré comme représentatif de l'ensemble du marché boursier américain.

Le **différentiel ajusté en fonction des options** estime la différence de rendement entre un titre ou un ensemble de titres et un taux sans risque (généralement des bons du Trésor de durée comparable) après l'élimination des effets de toute caractéristique spéciale, telle que les dispositions permettant à un émetteur de racheter un titre avant l'échéance.

Le **produit intérieur brut (PIB)** est la valeur monétaire ou marchande totale de tous les biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée.

Le **ratio cours/bénéfice** est calculé en divisant le cours actuel d'une action par le bénéfice par action. Les multiples cours/bénéfice sont souvent utilisés pour comparer les entreprises d'un même secteur ou pour évaluer les performances passées d'une entreprise.

Renseignements importants

Le présent document est une évaluation de la situation des marchés à un moment précis et ne constitue pas une prévision d'événements à venir ou une garantie de rendements futurs. Toutes les informations à la date indiquée. L'investissement comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La diversification peut ne pas protéger contre le risque de marché. Le lecteur ne devrait pas se fier aux informations fournies comme s'il s'agissait de résultats de recherche ou de conseils en placement (à moins que vous n'ayez conclu séparément un accord écrit avec SEI pour l'offre de conseils en placement) ni les interpréter comme une recommandation quant à l'achat ou à la vente d'un titre. Le lecteur devrait consulter son propre spécialiste en placement pour obtenir de plus amples renseignements.

Les déclarations qui ne sont pas de nature factuelle, dont les opinions, les projections et les estimations, supposent certaines conditions économiques et évolutions des secteurs, et ne constituent que des opinions actuelles qui peuvent être modifiées sans préavis. Rien dans le présent document n'est destiné à être une prévision d'événement futur ni une garantie de résultats futurs.

Certaines informations relatives à l'économie et aux marchés contenues aux présentes ont été obtenues à partir de sources publiées préparées par d'autres parties, qui, dans certains cas, n'ont pas été mises à jour à la date du présent document. Bien que ces sources soient jugées fiables, ni SEI ni ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et ces informations n'ont pas été vérifiées de manière indépendante par SEI.

Les rendements indiciaires sont présentés à des fins illustratives uniquement et ne représentent pas des rendements réels. Les rendements indiciaires ne reflètent pas les frais de gestion, les coûts de transaction et autres charges. Les indices ne sont pas gérés et il n'est pas possible d'y investir directement. Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs.

Ce document n'est pas destiné aux personnes pour lesquelles (en raison de leur nationalité, de leur résidence ou pour toute autre raison) la publication ou la disponibilité de ce document est interdite. Les personnes auxquelles s'appliquent ces interdictions ne doivent pas se fier à ces informations à quelque titre que ce soit.

Informations fournies aux États-Unis par SEI Investments Management Corporation (SIMC), une filiale en propriété exclusive de SEI Investments Company (SEI). Informations fournies au Canada par Société de placements SEI Canada, le gestionnaire des Fonds SEI au Canada.