

L'incertitude n'est pas linéaire

Auteur



Robert M. Almeida Jr.
Gestionnaire de portefeuille et
stratège en placements mondiaux

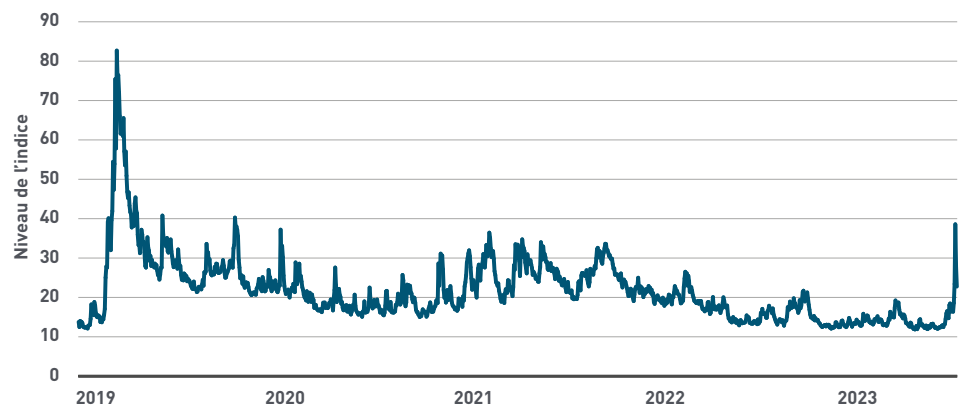
En résumé

- L'indice VIX¹ signale que l'incertitude est à la hausse.
- À notre avis, même si les récents rapports sur les bénéfices semblent satisfaisants, si l'on creuse davantage, les sociétés font état de tensions sous la surface et l'on craint de plus en plus que les dépenses en immobilisations liées à l'intelligence artificielle aient pris une ampleur démesurée.
- Les investisseurs doivent relever le défi de passer d'un paradigme post-crise financière mondiale de « financiarisation » à un nouveau paradigme à coûts et à volatilité supérieurs.

L'indice VIX devient parabolique

Au cours des derniers jours, l'indice de volatilité CBOE, mieux connu sous le nom de VIX, a atteint des sommets inégalés depuis les premiers jours du confinement découlant de la COVID-19 en mars 2020.

Figure 1 : Pics de volatilité



Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 31 décembre 2019 au 7 août 2024. CBOE = Chicago Board Options Exchange.

Habituellement, dans la vie, mais certainement sur les marchés financiers, la transition de la certitude à l'incertitude est rarement lente et ordonnée, mais plutôt abrupte. Pourquoi?

Comme la vôtre, ma boîte de réception est truffée d'explications allant des risques croissants de récession aux États-Unis au dénouement des opérations de portage impliquant le yen, en passant par la possibilité de dépenses excessives en infrastructures pour l'intelligence artificielle (IA). Bien que chacun de ces éléments ait contribué à la situation, et je vais vous donner un peu de contexte, les investisseurs pourraient ne pas internaliser le signal le plus important que l'indice VIX pourrait envoyer.



Pièces du casse-tête

Même si les résultats globaux ont été satisfaisants, après un examen plus attentif, les commentaires des équipes de direction laissent entrevoir des tensions croissantes dans divers secteurs, notamment la consommation cyclique, les matières de base, l'énergie et les biens d'équipement. Cette situation n'est pas trop surprenante, étant donné que le coût des biens non discrétionnaires comme la nourriture et le logement demeure élevé, obligeant les ménages à faire des substitutions ailleurs. Ces préoccupations ont été renforcées par des données inférieures aux attentes sur le secteur manufacturier et le marché de l'emploi.

Tout comme les ménages, les budgets des sociétés tendent à être fixes et ajustés annuellement. La course à l'intégration de l'IA dans les sociétés a cannibalisé les dépenses technologiques ailleurs, et l'IA représente une menace pour de nombreux logiciels. Cela est devenu évident au cours des derniers mois, les sociétés de logiciels à risque ayant publié des bénéfices inférieurs aux prévisions ou fourni des prévisions plus basses que prévu.

En ce qui concerne l'IA, les dépenses des fournisseurs de services à très grande échelle (fournisseurs géants de services d'infonuagique) pour construire des infrastructures d'IA ont été massives et les projections pour l'avenir sont encore plus importantes. Bien entendu, les bénéficiaires directs de ces dépenses sont les sociétés de l'écosystème des infrastructures, comme les fournisseurs de puces, de serveurs, d'équipements électriques, de composants d'énergie et d'autres fournisseurs semblables. Comme nous l'avons mentionné plus tôt, même si la transition de la part de portefeuille des sociétés de logiciels et d'autres services de TI vers l'IA a été rapide, il faut du temps pour apporter de véritables changements aux processus d'affaires. Cela signifie que l'adoption concrète de l'IA par les sociétés n'a pas correspondu aux dépenses en immobilisation massives des fournisseurs de services à très grande échelle. Nous sommes d'avis que même si ces investissements s'avéreront probablement fondés dans les années à venir, cela ne signifie pas qu'il n'y a pas de risque de construction excessive ni de ralentissement des investissements en immobilisations qui remettent en question les prévisions de revenus et de bénéfices pour les bénéficiaires de la chaîne d'approvisionnement liée à l'IA. Il convient de noter que l'histoire montre que lorsque de nouvelles technologies sont mises en place, l'on construit généralement de manière excessive l'infrastructure associée à cette technologie. J'ai souligné ce risque en décembre dernier dans l'article [Comment le cycle du capital pourrait influencer sur 2024](#).

Mais je pense que ce ne sont que des pièces d'un casse-tête beaucoup plus vaste.

Ce que la volatilité peut vraiment indiquer sur le casse-tête

Le capitalisme peut se définir par la distribution des ressources de là où elles sont les moins nécessaires à là où elles sont les plus nécessaires. Pour bien fonctionner, les fournisseurs de capitaux doivent être rémunérés pour leur temps. En l'absence de rémunération, les signaux du marché s'estompent et les mauvais investissements s'accumulent.

Nombreux sont ceux qui semblent avoir oublié que le monde vient tout juste de sortir d'une période de plusieurs années de taux d'intérêt artificiellement bas, qui a culminé à des coûts d'emprunt à leur plus bas niveau en 5 000 ans.

Louis Gave, de Gavekal Research, a récemment cité un passage de l'article de John Mill sur les cycles de crédit et la panique des marchés publié en 1867 (traduction libre) : « *Les paniques ne détruisent pas le capital. Elles ne font que révéler dans quelle mesure il a été détruit prématurément par des travaux peu productifs et sans espoir qui l'ont trahi.* »

Une décennie de taux d'intérêt nuls et d'assouplissement quantitatif a donné lieu à plusieurs années d'acquisitions financées par emprunt, d'augmentations de dividendes et de rachats d'actions. Parallèlement, la délocalisation a fait baisser l'intensité du capital et les coûts de la main-d'œuvre. Ces facteurs ont donné lieu à des marges bénéficiaires records. Mais ces tendances ont ralenti, ou même se sont inversées.



Les prix des actifs financiers représentent les probabilités de flux de trésorerie futurs et les pics de volatilité non linéaires ont eu tendance à se produire lorsque les investisseurs ont composé avec de nouvelles informations qui ont chamboulé les hypothèses de flux de trésorerie antérieures. Toutefois, nous estimons que les « nouvelles informations », comme les pièces du casse-tête décrites ci-dessus, sont négligées par les stratèges et les têtes parlantes.

Ils ont peut-être raison. Le désordre est un ordre mal compris. Que se passera-t-il si le véritable signal n'est pas une forte pression sur les bénéficiaires, mais plutôt quelque chose de chronique découlant d'un nouveau paradigme de coûts normalisés dans un contexte d'essoufflement de la croissance?

Dans un tel contexte, nous croyons que la volatilité devrait augmenter, et non diminuer. Par conséquent, la sélection des titres, en particulier l'évitement d'actifs liés à des « travaux peu productifs » et à des probabilités de flux de trésorerie irréalistes, pourrait s'avérer une approche de placement appropriée. ▲

Notes

¹ L'indice de volatilité CBOE^{MD} (VIX^{MD}) est considéré par beaucoup comme le premier baromètre de la volatilité boursière à l'échelle mondiale. L'indice VIX est fondé sur les cours en temps réel des options de l'indice S&P 500^{MD} (SPX) et est conçu pour refléter la volatilité future (30 jours) du marché boursier attendue de façon consensuelle par les investisseurs. L'indice VIX est souvent surnommé « l'indice de la peur » du marché. Il est impossible d'investir directement dans un indice.



Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.

Veillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et est destiné à un usage institutionnel seulement. Au Canada, le présent document est réservé aux clients institutionnels.

Note à l'intention des lecteurs du Canada : Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :** Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*; **Bahrein** – Ce document n'a pas été approuvé par la Central Bank of Bahrain, qui n'assume aucune responsabilité à l'égard de son contenu. Il n'y aura aucune offre publique dans le Royaume de Bahrein et le présent document ne doit être lu que par le destinataire et ne doit pas être transmis, fourni ou montré au public en général. La Central Bank of Bahrain n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des déclarations et des renseignements contenus dans le présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive à la fiabilité accordée à la totalité ou à une partie du contenu du présent document. Le conseil d'administration et la direction de l'émetteur acceptent la responsabilité des renseignements contenus dans le présent document. Au meilleur des connaissances et des convictions du conseil d'administration et de la direction, qui ont tous pris toutes les précautions raisonnables pour s'assurer qu'il en soit ainsi, les renseignements contenus dans le présent document sont conformes aux faits et n'omettent rien qui soit à même d'avoir une incidence sur la fiabilité de ces renseignements; **Koweït** – Ce document ne doit pas être largement diffusé au public au Koweït. Les renseignements n'ont pas été autorisés à des fins d'offre par la Kuwait Capital Markets Authority ou tout autre organisme gouvernemental pertinent du Koweït. Aucune offre privée ou publique à l'égard des renseignements n'est présentée au Koweït, et aucune entente relative aux renseignements ne sera conclue au Koweït. Aucune activité de marketing, de sollicitation ou d'incitation n'est utilisée pour offrir ou commercialiser les renseignements au Koweït; **Oman** – Pour les résidents du Sultanat d'Oman : Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas une offre publique de titres dans le Sultanat d'Oman, comme le prévoient la Commercial Companies Law of Oman (décret royal 4/74) ou la Capital Market Law of Oman (décret royal 80/98). Ces renseignements sont diffusés de façon limitée strictement aux entités constituées en personne morale qui correspondent à la description des investisseurs avertis (article 139 des dispositions réglementaires de la Capital Market Law). Le destinataire reconnaît être un investisseur averti qui possède de l'expérience en affaires et en finances et qui est en mesure d'évaluer les avantages et les risques d'un placement; **Afrique du Sud** – Le présent document n'a pas été approuvé par le Financial Services Board et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente publique en Afrique du Sud; **Émirats arabes unis** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres aux Émirats arabes unis et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Les renseignements ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs exemptés des Émirats arabes unis qui appartiennent à l'une des catégories suivantes d'investisseurs qualifiés non physiques : (1) un investisseur capable de gérer ses placements lui-même, notamment : a) le gouvernement fédéral, les gouvernements locaux, les entités gouvernementales et les autorités ou les sociétés détenues en propriété exclusive par ces entités; b) les entités et organisations internationales; ou c) une personne autorisée à exercer une activité commerciale dans les Émirats arabes unis; à condition que le placement soit l'un des objets de cette personne; ou (2) un investisseur représenté par un gestionnaire de placement inscrit auprès de la Securities and Commodities Authority (individuellement un « investisseur qualifié non physique »). Les renseignements et les données n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Central Bank of the UAE, la Securities and Commodities Authority, la Dubai Financial Services Authority, la Financial Services Regulatory Authority ou toute autre autorité compétente en matière d'octroi de permis ou tout autre organisme gouvernemental des Émirats arabes unis (les « autorités »). Les autorités n'assument aucune responsabilité à l'égard des placements que le destinataire désigné effectue à titre d'investisseur qualifié non physique en fonction de l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Arabie saoudite** – Le présent document ne peut être distribué dans le royaume sauf aux personnes autorisées en vertu des Investment Funds Regulations publiés par la Capital Market Authority. La Capital Market Authority ne fait aucune déclaration quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité du présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive, ou découlant de la fiabilité accordée, à toute partie du présent document. Les acheteurs éventuels des titres offerts aux présentes doivent effectuer leur propre contrôle diligent pour vérifier l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Qatar** – Ce document/fonds n'est offert qu'à un nombre limité d'investisseurs qui sont disposés et aptes à mener une enquête indépendante sur les risques associés à un placement au titre de ce document/fonds. Le document ne constitue pas une offre publique et est réservé à l'usage du destinataire désigné; il ne doit pas être remis ou montré à toute autre personne (mis à part les employés, les agents ou les consultants dans le cadre de l'examen du destinataire). Le fonds n'a pas été et ne sera pas enregistré auprès de la Qatar Central Bank ni en vertu des lois de l'État du Qatar. Aucune opération ne sera conclue dans votre territoire et toute demande de renseignements concernant le document/fonds doit être adressée à votre personne-ressource à l'extérieur du Qatar.