

REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

T3 2023

Écrit par James Macpherson

"Le marché est toujours dominé par des investisseurs qui ne veulent pas (fonds indiciels), ne peuvent pas (investisseurs novices non formés) ou choisissent de ne pas (investisseurs professionnels indifférents à l'évaluation) faire de l'évaluation la pierre angulaire de leur processus d'investissement." David Einhorn

Après les turbulences du printemps, qui ont vu l'effondrement de plusieurs banques, dont le Crédit suisse, les marchés boursiers se sont redressés progressivement grâce à l'assouplissement des conditions de liquidité, à la bonne tenue des données économiques, à la perception d'un pic d'inflation et à une croissance raisonnable des bénéfices. À la fin du mois de septembre, l'indice S&P500 avait progressé de 11 % et l'indice MSCI World de 9,6 %. Toutefois, ces rendements sont trompeurs. La forte performance a été générée presque entièrement par sept titres (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla, Meta et Nvidia). Ces titres ont progressé en moyenne de 91 % et, si on les exclut, les indices ne sont que modestement positifs. La taille de ces entreprises est étonnante. Collectivement, leur capitalisation boursière équivaut à environ 40 % du PIB américain ou 10 % du PIB mondial. La capitalisation boursière d'Apple et de Microsoft les placerait dans le top 10 des plus grands pays du monde en termes de PIB. Par exemple, la capitalisation boursière d'Apple a atteint 3 000 milliards de dollars, ce qui est comparable au PIB de l'Inde, du Royaume-Uni ou de la France. Néanmoins, le marché s'étant redressé si fortement depuis le printemps, les actifs à risque sont désormais plus sensibles aux surprises à la baisse et une plus grande prudence s'impose. En particulier, si l'idée que l'inflation est en train de revenir aux niveaux d'avant la crise de Tchécoslovaquie est remise en cause, les marchés obligataires et les marchés d'actions réagiraient mal. L'inflation a diminué en raison de la baisse des prix des produits de base et de la stabilisation des chaînes d'approvisionnement, mais il est plus probable qu'une nouvelle baisse soit causée par une diminution de la demande, ce qui éroderait les bénéfices des entreprises. À la fin du trimestre, le prix du pétrole a commencé à augmenter et, compte tenu de certaines augmentations salariales importantes, l'inflation pourrait rester plus longtemps à un niveau élevé. Si cette tendance se poursuit, il est probable que les secteurs les plus valorisés du marché, y compris les actions à très forte capitalisation, subiront une pression accrue.

Depuis le début de l'année 2022, le monde a connu l'une des plus fortes hausses de taux d'intérêt de l'histoire. Après une longue période de taux quasi nuls, ils ont augmenté, dans le cas des États-Unis, de 5,25 % depuis mars de l'année dernière. La hausse des taux soulève plusieurs inquiétudes. Les effets décalés des fortes hausses de taux d'intérêt pèseront sur l'économie en raison de l'augmentation des coûts de financement. De nombreux détenteurs de prêts hypothécaires, entreprises et fonds d'investissement ont profité des financements bon marché disponibles lorsque les taux d'intérêt étaient bas, et sont maintenant confrontés à la réalité de taux beaucoup plus élevés lorsque leurs prêts sont renouvelés. Un crédit plus cher et moins disponible mettra le système à rude épreuve et révélera ceux qui sont mal préparés. Un détenteur de prêt hypothécaire sur deux ans qui bénéficiait d'un taux d'intérêt de 1 % se voit maintenant imposer un taux de 6,5 %. Cela affectera le sentiment des consommateurs. Les gouvernements en

ressentiront également les effets. Les plans de relance budgétaire gargantuesques lancés par les gouvernements occidentaux pendant la crise de Covid et ses conséquences ont laissé ces pays avec des niveaux d'endettement élevés. Pendant vingt ans, toute crise a été accueillie par un bazooka de dépenses publiques. Cela était possible lorsque les taux d'intérêt étaient si bas que les paiements d'intérêts étaient relativement faibles, mais avec les taux d'intérêt beaucoup plus élevés d'aujourd'hui, les marchés obligataires mettent un frein à cette prodigalité. L'année dernière, un budget mal communiqué au Royaume-Uni a entraîné l'effondrement du marché obligataire britannique, car on craignait qu'il n'entraîne des emprunts excessifs. De nombreux pays ont aujourd'hui un niveau d'endettement égal à leur PIB annuel. Si les taux d'intérêt se maintiennent à 5 %, cela signifie que les gouvernements doivent consacrer 5 % des revenus du pays au service de la dette. Cela se produit à un moment où la plupart des gouvernements enregistrent des déficits structurels qui augmentent encore leur dette globale. Les États-Unis ont un déficit budgétaire annuel d'environ 6 % du PIB. Cette situation est inhabituelle en dehors d'une récession et soulève la question de savoir ce qui se passera en cas de ralentissement. Les gouvernements ont toujours eu du mal à réduire les dépenses, et dans un monde où la demande de dépenses pour le changement climatique, les mises à niveau militaires et le vieillissement de la population, le contrôle de ces déficits sera d'autant plus difficile. Pour persuader les acheteurs d'acheter de la dette, les émetteurs de tous types devront probablement payer un taux beaucoup plus élevé que ce à quoi ils étaient habitués. L'émission de dette ne montrant aucun signe de baisse, le risque est d'assister à un nouvel événement non linéaire comme celui qu'a connu le gouvernement britannique il y a un an. La concurrence pour les capitaux s'intensifie, ce qui devrait maintenir la pression sur les taux plus longtemps. Bien sûr, une amélioration des taux de croissance pourrait atténuer cette situation, mais les taux de croissance semblent plutôt diminuer dans le monde entier. Les deux principaux moteurs de la croissance au cours des vingt dernières années ont été les États-Unis et la Chine, tandis que l'Europe est restée atone. La stagnation de la croissance chinoise est donc particulièrement préoccupante. Le modèle économique chinois, basé sur des actifs fixes et un endettement élevé, a produit une croissance annuelle moyenne du PIB réel de plus de 9 % pendant plus de quarante ans. Cependant, depuis 2008, les actifs bancaires chinois sont passés de 8 600 milliards de dollars à 54 500 milliards de dollars, pour une économie de 18 000 milliards de dollars. À titre de comparaison, les actifs bancaires américains s'élèvent à 23 000 milliards de dollars pour une économie de 25 000 milliards de dollars. L'endettement est une bonne chose s'il sert à financer des investissements à haut rendement, mais l'économie chinoise, en particulier le marché de l'immobilier, semble hypertrophiée. La fête alimentée par la dette touchant à sa fin, le pays se retrouve avec un énorme encours de dette et une économie stagnante. Cette situation est exacerbée par la détérioration des relations avec les États-Unis, l'aggravation de la démographie et la déflation industrielle. La croissance de la Chine a été le plus puissant contributeur à la croissance mondiale depuis 2008, et son absence sera largement ressentie. À l'échelle mondiale, de nombreuses économies et entreprises doivent s'adapter à deux changements majeurs : une modification substantielle de la structure des taux d'intérêt et la diminution de ce qui a été le plus grand producteur de croissance de la demande.

Dans ce contexte sombre, que doivent faire les investisseurs ? Depuis une dizaine d'années, le marché a payé pour la croissance parce qu'elle était rare. Les entreprises les plus performantes ont également été celles qui offraient la sécurité d'une part de marché dominante ou de marques dominantes, soutenues par une croissance régulière à long terme et des rendements élevés sur le capital. Les conditions ont été favorables à ces entreprises exceptionnelles au cours de cette décennie pessimiste, mais elles leur ont permis de se vendre à des prix exceptionnellement élevés. Leurs ratios PE élevés sont plus difficiles à maintenir avec des rendements obligataires en hausse, et elles sont vulnérables si elles ne parviennent pas à répondre aux attentes élevées du marché en matière de bénéfices. Les grands fonds institutionnels surpondèrent ces actions, notamment parce qu'ils n'ont pas vraiment le choix, car elles offrent la liquidité dont ils ont besoin. Toutefois, lorsque tout le monde se retrouve dans la même zone, celle-ci devient dangereuse. Les meilleures opportunités se trouvent dans les domaines où il y a de nouvelles demandes économiques causées par la délocalisation des chaînes d'approvisionnement plus près du domicile, la défense et les projets de décarbonisation causés par le changement climatique. Cela nécessitera des investissements dans les produits de base nécessaires à la production des matières premières essentielles, ainsi que dans la modernisation des infrastructures telles que les réseaux électriques mondiaux. Il faudra des années d'investissements substantiels pour revigorer ces infrastructures qui ont été ignorées pendant si longtemps. Entre 1985 et 2021, les investissements en capital matériel ont chuté de 12,5 % à 8,5 % du PIB aux États-Unis, tandis que les investissements immatériels ont augmenté de 11,5 % à 16,75 % avec la création de l'économie numérique. Les pressions environnementales ont constitué un autre obstacle pour les industries de l'ancienne économie. En dehors des régions reculées d'Australie, du Canada et des États-Unis, il est pratiquement impossible d'ouvrir une nouvelle mine. Pour produire les matériaux nécessaires, il faudra renverser l'état d'esprit nimbyste appelé BANANAS (Build Absolutely Nothing Anywhere Near Anything). L'espoir d'une partie du lobby vert que la transition énergétique puisse être réalisée sans faire appel aux combustibles fossiles et à des investissements à grande échelle dans l'industrie lourde est une chimère. Dans la bataille entre les platitudes et la physique, la physique l'emporte toujours. L'ironie est que pour parvenir à une économie propre, il est nécessaire d'utiliser certaines des industries les plus "sales". De nombreuses entreprises concernées ont été privées de capitaux. En conséquence, il y a moins de concurrence et elles ont été forcées de rationaliser leurs activités, ce qui les a rendues plus légères et mieux placées pour profiter d'une éventuelle croissance. Il est à noter que deux marchés boursiers fortement exposés à ces thèmes ont enregistré de meilleures performances récemment, à savoir le Japon et le Royaume-Uni. Le Royaume-Uni, par exemple, a surperformé le S&P (et même le Nasdaq) depuis le début de l'année dernière.

Des taux d'intérêt et des prix de l'énergie élevés sont une mauvaise combinaison pour les marchés, car ils réduisent les liquidités. Plus ce resserrement durera, plus il sera difficile pour les marchés de performer, en particulier les indices dominés par les mégacapitalisations à prix élevé. Le rendement d'une obligation d'État américaine est aujourd'hui très élevé, et les entreprises devront présenter des perspectives de bénéfices convaincantes pour attirer les investisseurs. Il ne serait pas surprenant non plus que ces conditions de liquidité

restreintes entraînent davantage de faillites, mais l'élimination des entreprises les plus faibles créera un meilleur environnement opérationnel pour celles qui resteront. Ainsi, l'avantage de cet environnement de taux d'intérêt plus élevés est qu'il offre de bien meilleures opportunités pour le sélectionneur de titres actif. Ces opportunités sont plus volatiles que celles offertes par les entreprises à croissance régulière qui ont dominé les quinze dernières années, mais les perspectives à long terme sont considérables.

Les performances passées ne sont pas indicatives des résultats futurs. Les opinions, stratégies et instruments financiers décrits dans ce document peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les opinions exprimées sont des opinions actuelles à la date (ou aux dates) figurant dans ce document uniquement. Les références à des indices de marché ou composites, à des indices de référence ou à d'autres mesures de la performance relative du marché sur une période donnée ne sont fournies qu'à titre d'information. NS Partners ne fournit aucune garantie et ne fait aucune déclaration de quelque nature que ce soit concernant l'exactitude et l'exhaustivité de toute donnée, y compris les données des marchés financiers, les cotations, les notes de recherche ou tout autre instrument financier auquel il est fait référence dans ce document.

Ce document ne constitue pas une offre ou une sollicitation à une personne dans une juridiction où une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée ou à une personne à qui il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Toute référence dans ce document à des titres et à des émetteurs spécifiques n'est faite qu'à titre d'illustration et ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'achat ou de vente de ces titres. Les références dans ce document à des fonds d'investissement qui n'ont pas été enregistrés auprès de la FINMA ne peuvent pas être distribués en Suisse ou à partir de la Suisse, sauf à certaines catégories d'investisseurs éligibles. Certaines entités du groupe NS Partners ou ses clients peuvent détenir une position dans les instruments financiers de tout émetteur mentionné dans le présent document, ou agir en tant que conseiller d'un tel émetteur. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande.

NS Partners Group