REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

T4 2022

Par James Macpherson

En 2022, l'inflation est réapparue avec une vigueur inégalée en quarante ans. Son retour a été particulièrement marqué dans les économies occidentales où une combinaison de facteurs, principalement liés à la Covid, a fait grimper les prix. En 2020 et 2021, les gouvernements occidentaux ont mis en place de vastes plans de relance monétaire et organisé de généreux programmes d'aide pour faire face à la pandémie de Covid. La hausse des dépenses dans un monde où bon nombre de sites de production fonctionnaient à capacité réduite, en raison des contraintes d'approvisionnement provoquées par la Covid, a entraîné une flambée des prix. Cette situation a été exacerbée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui a entraîné un resserrement des marchés du pétrole, du gaz et du blé. De plus, la pandémie de Covid a modifié le marché du travail, entraînant des pénuries de main-d'œuvre. Une combinaison de préoccupations liées à la santé et de prestations sociales trop généreuses aux États-Unis a fait chuter le taux de participation des travailleurs à son niveau le plus bas depuis quarante ans. Avec près de deux postes à pourvoir pour chaque chômeur, la pression salariale a été importante. Cette inflation forte et persistante s'est soldée par une réaction tardive de la Réserve fédérale, qui a resserré les liquidités entraînant de sérieux revers pour les marchés des obligations et des actions. En 2022, les obligations américaines à 10 ans ont chuté de 14,7%, les obligations allemandes à 10 ans de 18,6%, tandis que les obligations autrichiennes à plus long terme (2086) ont chuté de plus de 50%. Sur les marchés des actions, l'indice S&P 500 a reculé de 19,4%, l'indice MSCI Europe en dollars US de 14,9% et l'indice MSCI World de 17,5%. Le dollar américain a été la grande monnaie la plus vigoureuse, progressant de 6,2% face à l'euro et de 12,5% face au yen. Très peu de classes d'actifs sont parvenues à dégager des performances positives sur l'année et les plus fortes chutes ont été enregistrées dans les secteurs les plus prisés, tels que les valeurs technologiques américaines (le Nasdaq a perdu 33%). D'après les estimations, cette crise a effacé environ 35 000 milliards de dollars de richesse financière.

La vigueur de l'inflation a pris les décideurs politiques par surprise. Après avoir longtemps maintenu ses taux d'intérêt proches de zéro, la Réserve fédérale a relevé ses taux de 0,5% en avril à 4,5% en décembre. Ce niveau est nettement inférieur aux taux atteints dans les années 1970 et 1980, mais l'ampleur de la dette est aujourd'hui bien plus importante, de sorte que l'impact des taux est beaucoup plus fort. En effet, à 5% aujourd'hui, le taux d'intérêt aux États-Unis représente la même charge qu'un taux de 15% dans les années 1980. Cette situation marque également un renversement de politique. Depuis 2008, face aux difficultés ou aux faiblesses économiques, les gouvernements ont réagi en proposant de vastes programmes de dépenses, financés par des emprunts à des taux exceptionnellement bas. La hausse des taux d'intérêt rend de telles politiques bien plus coûteuses et les marchés obligataires remettent désormais en question l'ampleur des emprunts que les gouvernements peuvent contracter. La réaction spectaculaire du marché au mini-budget britannique de fin septembre laisse notamment entendre que les gouvernements ne pourront plus dépenser sans plan crédible de remboursement de la dette. Le temps des déficits budgétaires gigantesques à des taux d'intérêt très bas est révolu. Ceci confronte les gouvernements à un problème. Comment concilier la nécessité de juguler l'inflation et celle, tout aussi urgente, de relancer la croissance? La plupart des grandes économies sont confrontées à un mélange délicat d'endettement

croissant, d'augmentation des coûts d'intérêt, de vieillissement de la main-d'œuvre et de systèmes de protection sociale hypertrophiés, dont le fonctionnement, jusqu'ici, a été assuré par l'argent imprimé par les banques centrales et émis à faible taux d'intérêt. La nouvelle réalité exige des solutions plus difficiles à mettre en œuvre sur le plan politique. Celles-ci comprennent la hausse des taux d'intérêt pour contenir la bulle de la dette, la lutte contre les dysfonctionnements des systèmes de protection sociale et le relèvement de l'âge de la retraite. Dans le contexte d'une crise du coût de la vie, de telles mesures seront encore plus difficiles à prendre. Or, si les gouvernements ou les banques centrales restent trop généreux, les taux d'intérêt augmenteront ou leur monnaie sera mise à mal. Il y a toutefois une bonne nouvelle: certaines des pressions à la hausse sur l'inflation sont en train de s'atténuer. La reprise à l'issue de la crise de la Covid a redonné du souffle aux chaînes d'approvisionnement et les pénuries et goulets d'étranglement tendent à se résorber. L'inflation est presque certainement appelée à diminuer par rapport à son point culminant de 2022, mais peinera à revenir à 2%. La pression haussière sur les salaires ne faiblit pas. Pour la première fois dans l'histoire de l'humanité, le nombre de jeunes entrant dans la vie active diminue et la population en âge de travailler se contracte à un rythme estimé à dix millions par an, soit 27 000 par jour. À mesure que la main-d'œuvre diminue, la concurrence impose des salaires toujours plus élevés aux employeurs pour attirer les travailleurs. Les cas d'entreprises contraintes de mettre la clé sous la porte, non pas en raison d'un manque de demande, mais de leur incapacité à trouver de la main-d'œuvre, sont nombreux. C'est là un problème structurel difficile à résoudre. En effet, il n'est pas possible d'imprimer deux millions de travailleurs pour résoudre la pénurie et la situation est intrinsèquement inflationniste.

Un des pays les plus intéressants du point de vue du suivi de l'inflation en 2023 sera le Japon. Depuis son arrivée en 2013, M. Haruhiko Kuroda, l'actuel gouverneur de la Banque du Japon, a maintenu le rendement des obligations à 10 ans en dessous de 0,25% pour tenter de stimuler l'inflation. En décembre, il a relevé cette limite artificielle à 0,5%, ce qui reste un niveau extrêmement bas par rapport aux autres pays du monde: le rendement du 10 ans suisse est d'environ 1,5%, celui de l'Allemagne d'environ 2,5% et celui des États-Unis d'environ 4%. M. Kuroda va prendre sa retraite au printemps prochain et cette décision pourrait annoncer un changement de politique permettant aux rendements japonais d'augmenter. L'importance internationale de ce phénomène tient au fait que les ménages japonais disposent d'une épargne considérable, estimée à environ 12 000 milliards de dollars. Les rendements étant si faibles dans leur pays, les Japonais ont été contraints de chercher du rendement ailleurs, irriguant les marchés mondiaux avec leur épargne pendant les vingt dernières années. Avec quelque 3 600 milliards de dollars d'actifs nets à l'étranger, le Japon est le premier créancier mondial, avec notamment 9% de la dette souveraine française, 7% de celle du Royaume-Uni et 6% de celle des États-Unis. Or, si les rendements obligataires augmentent au Japon, une partie de cet argent devrait naturellement revenir au pays. Une telle évolution serait sans doute lente, mais exercerait une pression à la hausse sur les rendements obligataires hors du Japon, ainsi que sur d'autres actifs à haut rendement et vraisemblablement sur d'autres secteurs en vogue comme les actions des géants technologiques et l'immobilier.

Alors que les États-Unis tentent de brider la Chine et que la Russie est ostracisée, la tendance à la balkanisation du monde exerce une pression à la hausse sur les échanges de nombreux biens et matières premières. Les perturbations causées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont eu le plus d'effet sur les matières premières en termes de marchés financiers. Cependant, une perturbation du rôle de la Chine dans le monde aurait des répercussions bien plus importantes. Des décennies d'investissements ont créé un vaste écosystème de chaînes logistiques et d'approvisionnement en Chine qui se mêlent efficacement au reste du monde. 98% des iPhones d'Apple et 70% des smartphones du monde entier sont fabriqués en Chine. Un article de Bloomberg a estimé qu'il faudrait huit ans à Apple pour déplacer seulement 10% de sa production d'iPhones hors de Chine. L'alimentation et l'énergie restent vulnérables aux perturbations commerciales compte tenu de l'impasse actuelle entre la Russie et l'Occident. Traditionnellement, c'est avec des stocks très élevés que le risque géopolitique a été le mieux géré. Leur faiblesse est donc un sujet d'inquiétude. C'est notamment le cas aux États-Unis où les réserves stratégiques de pétrole ont été réduites d'un tiers en 2022 et sont désormais à leur niveau le plus bas depuis 1984. Plus de 80% de l'énergie mondiale est encore générée à partir de combustibles fossiles, mais les investissements dans le remplacement des réserves se sont effondrés au profit des investissements dans les énergies renouvelables. D'après un rapport de Rystad, les investissements dans les énergies renouvelables (494 milliards de dollars) ont dépassé ceux dans le pétrole et le gaz (446 milliards de dollars) en 2022. Le monde a ainsi dépensé plus pour assurer 4% de son approvisionnement énergétique que pour maintenir 80% de ses approvisionnements existants. Ce problème est exacerbé par le fait que de nombreux gouvernements subventionnent la demande et taxent l'offre. Par exemple, le Royaume-Uni taxe les producteurs de ses champs énergétiques de la mer du Nord, plafonne les prix de l'énergie à la consommation et envoie des chèques pour subventionner la consommation d'énergie des ménages. En période de pénurie, c'est une pure folie et cette approche ne pourra être maintenue à plus long terme. En outre, un nouvel ordre se dessine sur les marchés pétroliers, rendant le monde encore plus dépendant de l'OPEP. L'évolution des relations entre les États-Unis et Mohammed bin Salman, l'héritier probable du Royaume d'Arabie saoudite, illustre bien la gravité de la situation. Naguère considéré comme un paria en raison de son rôle présumé dans le meurtre de Jamal Khashoggi, le président Joe Biden s'est rendu en juillet en Arabie saoudite pour l'implorer d'augmenter ses approvisionnements en pétrole, mais sans grand succès. Le manque d'investissement dans les approvisionnements pétroliers occidentaux s'explique par la volonté de décarbonation de l'énergie mondiale. Cette volonté s'accompagne néanmoins de risques manifestes. Les prix des combustibles fossiles pourraient augmenter considérablement, alors que les énergies renouvelables peinent à atteindre une masse critique. En 2022, les prix de l'énergie ont fortement fluctué en réaction à l'invasion russe, mais ont été contenus grâce aux mesures de confinement de la Chine et à une razzia sur les réserves américaines. Mais en 2023, l'économie chinoise devrait redémarrer et les réserves américaines devront être reconstituées. Les écologistes détestent le recours au pétrole, mais le modèle économique mondial est fondé sur les combustibles fossiles. Il existe un conflit majeur entre le E et le S de l'ESG. L'absence d'investissement dans les combustibles fossiles affectera davantage les catégories les plus pauvres de la société:

cette réalité oblige à reconsidérer les choses. C'est ainsi que les Verts allemands après avoir passé des années dans l'opposition à se battre pour réduire l'empreinte carbone, désormais entrés au gouvernement, ont été contraints, après quelques mois et dans une volte-face épique, d'accepter de rétablir l'énergie du charbon. L'objectif «net zéro» (réduction à zéro des gaz à effet de serre) est louable, mais il doit être atteint sans compromettre la prospérité.

Comment un investisseur peut-il se positionner dans un environnement aussi instable? La réponse la plus simple est d'éviter les secteurs qui seront touchés par la hausse des taux d'intérêt, les taux plus élevés, ou les pays qui seront pénalisés par la dé-mondialisation. Plus les rendements augmentent, plus les obligations deviennent attractives, même si elles ne sont guère convaincantes au vu de l'inflation. Le problème pour les investisseurs en actions est que les actions les plus prisées sont surdétenues, en grande partie à cause des ETF qui ont systématiquement acheté les mêmes grandes capitalisations. Il reste toutefois des actions très bon marché. La plupart d'entre elles se trouvent hors des États-Unis, où les marchés ont été nettement moins solides. L'indice MSCI Pacific a retrouvé en octobre son niveau de 1989. Les indices MSCI Europe et UK FTSE sont pratiquement à leur niveau de l'an 2000. Dans toutes ces régions, il existe de nombreuses sociétés qui enregistrent de bonnes performances et qui s'échangent à des valorisations attractives. Le redémarrage de la Chine devrait soutenir les marchés asiatiques et émergents, qui présentent également une inflation bien inférieure à celle des pays occidentaux. Il est assez curieux de constater que le Brésil affiche un taux d'inflation inférieur à celui de l'Allemagne. En règle générale, les marchés émergents ont adopté une approche bien plus orthodoxe durant la pandémie et ne sont pas surendettés en raison de largesses budgétaires. Le redémarrage de l'économie chinoise devrait suivre une trajectoire en dents de scie, mais les étrangers sont sous-pondérés et, si la reprise se confirme, on pourrait voir une ruée des investisseurs cherchant à revenir sur cet énorme marché. Le Japon pourrait également constituer un refuge sûr, avec ses nombreuses entreprises présentant des bilans solides et une croissance régulière des bénéfices, dans un contexte de restructuration qui se renforce. En termes sectoriels, l'exacerbation des tensions dans le monde se traduit par de bonnes performances des entreprises du secteur de la défense. L'évolution structurelle vers la décarbonation exige un recours massif aux matières premières, ce qui augure d'une progression sur plusieurs décennies des producteurs des matières premières concernées.

Bon nombre des problèmes qui ont secoué les marchés en 2022 demeurent. L'inflation est persistante et les taux d'intérêt sont appelés à rester élevés. Ces taux plus élevés seront problématiques pour les pays, les entreprises ou les particuliers ayant besoin de se refinancer au cours des douze prochains mois, car ceux-ci devront payer beaucoup plus que ce à quoi ils s'étaient habitués au cours de la dernière décennie. Les entreprises doivent également faire face à une augmentation de leur masse salariale. La combinaison de ces facteurs affectera leurs marges. Les taux d'intérêt dépassant les 4% et la Fed maintenant son ton restrictif, il ne serait pas surprenant que les indices d'actions abandonnent l'essentiel des gains réalisés depuis la reprise amorcée au lendemain de la crise de la Covid en début 2020. Exemple extrême, Tesla pourrait chuter de plus de 70%

tout en conservant son statut d'entreprise à 100 milliards de dollars, et les indices sont riches en grandes valeurs qui ont caracolé en tête des performances de la dernière décennie. Or, une des caractéristiques des marchés baissiers est que le leadership passe d'un groupe d'actions à un autre. Les candidats susceptibles de devenir les opportunités de demain se trouvent principalement hors des États-Unis, surtout si la Chine se redresse et que le dollar américain chute. En termes sectoriels, les matières premières ont le vent en poupe grâce au thème de la décarbonation tandis que les services financiers bénéficieront de la hausse des taux d'intérêt. Les zones qui ont été négligées sont susceptibles de devenir les plus attractives. Le futur immédiat semble présenter un environnement bien plus intéressant pour la gestion active que pour l'investissement passif lié aux indices.

Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Les opinions, stratégies et instruments financiers décrits dans le présent document peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les opinions énoncées sont celles valables à la date de publication de ce document. Toute référence aux indices de marches ou composites, indices de référence, ou autres mesures de performance relative des marches à une certaine période sont indiquées à titre d'information. NS Partners ne donne aucune garantie et n'est aucunement responsable de l'exactitude et de l'exhaustivité de l'ensemble des informations (données financières de marche, cours de bourse, avis de recherche ou description de tout autre instrument financier) contenus dans ce document. Le présent document n'est pas destiné aux personnes ou entités qui seraient citoyennes ou résidentes d'un lieu, état, pays ou juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur. Les informations et données fournies dans le présent document sont communiquées à titre indicatif uniquement et ne constituent ni une offre, ni une incitation à acheter, vendre ou souscrire à des titres ou tout autre instrument financier. Il est fait référence dans ce document à des fonds d'investissement qui n'ont pas été enregistrés auprès de la Finma et ne peuvent donc pas être distribués en ou depuis la suisse sauf à certaines catégories d'investisseurs éligibles. Certaines des sociétés du groupe NS Partners ou ses clients peuvent être détenteurs d'une position dans les instruments financiers de l'un des émetteurs mentionnés dans ce document, ou agir en tant que consultant pour l'un d'eux. Des informations supplémentaires sont disponibles sur demande.

© Groupe NS Partners