

REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

T1 2023

Écrit par James Macpherson

"C'est comme regarder un âne fou se débattre dans un champ, rebondissant sur toutes les clôtures."

Bank of America au sujet des marchés en 2023.

Le premier trimestre a été riche en événements. Après la période extrêmement difficile vécue par les obligations et les actions en 2022, les marchés ont démarré l'année 2023 de manière constante. Signe de la normalisation des taux d'intérêt, le 4 janvier, pour la première fois depuis 2010, l'indice Bloomberg des titres à rendement négatif a disparu. Ils avaient atteint un sommet de 18,38 billions de dollars en décembre 2020. En janvier et février, le marché a oscillé entre la crainte que le durcissement brutal des liquidités l'année dernière ne conduise à une récession et l'annonce de bons résultats d'entreprises. Cependant, en mars, une crise bancaire a éclaté, entraînant la disparition de deux banques américaines, Silicon Valley et Signature, et d'une banque suisse, Credit Suisse. Les crises bancaires sont par nature génératrices de perturbations, mais celle-ci met la Réserve Fédérale et les autres banques centrales dans une position particulièrement délicate. L'inflation n'étant pas encore maîtrisée, elles doivent maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, mais cela a exercé une pression sur les points faibles du système financier, qui ont besoin d'une réduction des taux d'intérêt. Un durcissement supplémentaire pourrait conduire à de nouvelles faillites. La situation semble exiger deux réponses opposées en matière de taux d'intérêt, une plus élevée pour l'inflation et une plus basse pour les banques en difficulté.

L'effondrement des banques a ravivé les souvenirs de 2008, mais il est clair que la situation est différente. La crise de 2008 a touché l'ensemble du système, alors qu'aujourd'hui elle se concentre sur des banques individuelles confrontées à des problèmes spécifiques. Cette crise est moins un test du système bancaire qu'un test de la manière dont les autorités gèrent le sauvetage. La Silicon Bank, qui se concentre sur les prêts aux entreprises technologiques, avait investi ses dépôts dans des obligations d'État américaines à long terme. Avec la hausse des taux d'intérêt l'année dernière, leur valeur a chuté et les pertes qui en ont résulté ont troublé les clients et déclenché une ruée sur la banque. La caractéristique extraordinaire de cet effondrement a été sa rapidité : 42 milliards de dollars de dépôts ont été retirés le vendredi et, au cours du week-end, la Fed est intervenue rapidement pour garantir tous les dépôts. Il est peu probable qu'elle ait laissé une banque s'effondrer parce qu'elle détenait des bons du Trésor américain, mais à l'ère du numérique, les nerfs ont été mis à rude épreuve par la prise de conscience que les dépôts bancaires étaient à la merci d'un accident de parcours. Dans une crise de confiance comme celle-ci, les marchés ont tendance à chercher le maillon faible et à le tester, et le Crédit suisse était une cible de choix, car il a subi une série de pertes très médiatisées au cours des dernières années. Il a été contraint de fusionner avec UBS, dans le cadre d'une action quelque peu controversée de la part du régulateur et du gouvernement suisses. Ce n'est pas la même chose que l'effondrement de Lehman, car ces situations ne sont pas systémiques, mais avec des événements tels que la crise de LDI au Royaume-Uni en septembre dernier et l'implosion d'Adani en Inde, elles sapent la confiance et soulèvent des inquiétudes quant au prochain effondrement. Cela suggère que certains éléments de la structure du système financier ne sont pas tout à fait corrects.

Cette situation apparaît au grand jour après quinze ans de taux d'intérêt ultra-bas et la mauvaise répartition des capitaux qui en a résulté. Dans la mesure où les excès sont éliminés, c'est une bonne chose, mais il est inconfortable de voir les tensions révélées, et les craintes que l'économie ne se dirige vers une récession se sont accrues. Une autre différence notable par rapport à 2008 est qu'aujourd'hui l'inflation est beaucoup plus élevée, alors que la dette mondiale a considérablement augmenté. Cette dette devrait encore augmenter en raison de la hausse des budgets de défense, des coûts liés à la délocalisation des chaînes d'approvisionnement en provenance d'Asie et de la transition écologique. À cela s'ajoute la guerre, qui menace de provoquer des chocs d'approvisionnement de la part de la Russie et de la Chine.

L'évolution de l'inflation sera le facteur déterminant des marchés pour l'année à venir. L'inflation n'est plus générée par les goulots d'étranglement causés par la pandémie, mais par la croissance des salaires. Si l'économie se dirige vers une récession, celle-ci est tout à fait inhabituelle étant donné la vigueur du marché du travail. Mais l'inflation a également été stimulée par un manque relatif de dépenses d'investissement. Hormis la technologie, il est difficile de trouver des dépenses exceptionnelles dans quelque secteur que ce soit. En fait, la plupart des dépenses d'investissement ont été liées à l'amélioration des normes environnementales plutôt qu'à l'augmentation des capacités. L'inflation a surtout été générée par les incroyables stimuli fiscaux et monétaires mis en place en réponse à la pandémie de Covid. L'inflation devrait diminuer au fur et à mesure que ces mesures de relance s'estompent, mais le nombre de grèves et de revendications syndicales sur les salaires montre que les pressions salariales restent fortes. De nombreux travailleurs ont subi une baisse des salaires réels sur une période de vingt ans, en grande partie à cause de l'entrée de la Chine dans l'OMC. Si l'on ajoute à cela une inflation qui se maintient à un niveau élevé, les pressions salariales ont encore de beaux jours devant elles. Par ailleurs, l'hiver doux a permis de contenir les prix de l'énergie, ce qui constitue un facteur favorable à l'inflation. En 2022, l'Europe et le Royaume-Uni ont multiplié par trois leurs dépenses énergétiques par rapport à 2020, dont 780 milliards de dollars de subventions. L'offre et la demande de pétrole sont à peu près équilibrées à l'heure actuelle, mais si la demande augmente ou si l'offre diminue pour quelque raison que ce soit, les prix de l'énergie pourraient s'envoler, ce qui accentuerait encore les pressions inflationnistes. Pour illustrer cette situation et montrer l'impossibilité dans laquelle se trouvent les entreprises du secteur de l'énergie, le président Biden leur a demandé d'augmenter leur production pour réduire la pression sur les prix de l'énergie, tout en les critiquant pour ne pas avoir réduit leur production pour des raisons environnementales. L'évolution de l'inflation aura un impact significatif sur les marchés.

Une inflation plus élevée réduira la valeur des obligations et des actions de croissance. Si les taux d'intérêt augmentent, il sera plus difficile d'assurer le service de la dette, ce qui affectera les entités fortement endettées. Une étude de la Deutsche Bank estime que 20 % des entreprises américaines auront des coûts de service de la dette supérieurs à leurs bénéfices en 2022. Les vastes injections de liquidités dans le système pendant la période de la Covid et les faibles taux d'intérêt ont permis d'accroître la concurrence dans de nombreux secteurs, mais cette tendance commence à s'inverser. Les bénéfices des

entreprises restantes s'en trouveront améliorés. Les valeurs moins en vogue de l'"ancien monde" ont été délaissées au cours de la dernière décennie et ont été contraintes d'opérer de manière conservatrice. Cela les prépare à une période de rendements excédentaires. De nombreux secteurs ont fait l'objet d'une rationalisation importante. Par exemple, la capacité des vols court-courriers européens a baissé de 10 % depuis Covid, et l'on assiste aujourd'hui à une forte demande refoulée, les gens étant à nouveau en mesure de voyager. Les États-Unis ont dominé les rendements au cours de la dernière décennie, mais cette situation pourrait être en train de changer. On parle beaucoup du ralentissement de la croissance chinoise, mais l'économie de ce pays, qui représentait 5 000 milliards de dollars en 2008, en représente aujourd'hui 18 000 milliards. Un taux de croissance de 3 % entraîne la même expansion du PIB qu'une croissance de 10 % à l'époque. L'indice MSCI Asean a chuté d'un quart au cours de la dernière décennie, bien que de nombreux pays de la région, tels que l'Indonésie, le Viêt Nam et les Philippines, aient connu une croissance moyenne de 5 % par an. Par conséquent, les valorisations sont très bon marché dans cette région et à Hong Kong. Le Japon est l'un des marchés les mieux positionnés. Les rendements pour les actionnaires ont atteint de nouveaux sommets grâce à la réduction continue des coûts et à l'accent mis sur l'amélioration de la rentabilité et des flux de trésorerie. L'activisme et les transactions liées au capital-investissement ont atteint de nouveaux sommets. Il y a un effort collectif et un sentiment d'urgence pour améliorer le rendement pour les actionnaires. Cette pression est exercée par la Bourse de Tokyo et les gestionnaires d'actifs nationaux, dans le cadre de l'effort gouvernemental visant à améliorer les rendements boursiers pour la population vieillissante. Les valorisations sont faibles, les entreprises ont des bilans solides et bénéficient donc de taux d'intérêt plus élevés, et le positionnement des investisseurs étrangers est faible. Les salaires réels au Japon sont restés stables pendant trois décennies. Au taux de change actuel, les travailleurs japonais de tous les secteurs sont sous-payés de manière répétée par rapport à leurs homologues du G7. Une augmentation permanente des salaires stimulerait la confiance des consommateurs, la consommation intérieure et la croissance du crédit.

Une autre caractéristique du trimestre a été l'émergence de l'IA (Intelligence Artificielle) dans le courant dominant sous la forme de Chat GPT de Microsoft et ensuite de Bard de Google. L'IA est tout simplement de l'informatique avancée. Le concept existe depuis un certain temps (Elon Musk était cofondateur de la société mère de ChatGPT), mais il donne aujourd'hui des résultats, et des gains d'efficacité significatifs. Des programmes informatiques qui prenaient deux semaines sont aujourd'hui réalisés en deux heures. Parmi les autres applications, citons la traduction en temps réel, le développement de médicaments et le contrôle des réseaux électriques pour favoriser une consommation d'énergie plus efficace. Ces gains d'efficacité se traduiront par une augmentation des bénéfices. Au cours des deux prochaines décennies, l'IA deviendra aussi puissante que l'internet. Ne pas l'avoir, c'est comme si une entreprise n'avait pas de site web aujourd'hui. Il s'agira d'un changement de plateforme dans l'économie et l'effet d'entraînement créera de multiples opportunités. La question est de savoir quelles entreprises en bénéficieront et lesquelles en souffriront. Goldman Sachs a estimé que l'IA pourrait entraîner la disparition de 300 millions d'emplois. Un travailleur est payé pour nettoyer une

pièce, mais il ne paiera plus pour faire rédiger son testament s'il peut l'obtenir gratuitement. Le capital a toujours réprimé le travail, mais aujourd'hui, pour la première fois, les cols blancs sont menacés. Seuls les travailleurs spécialisés seront protégés.

L'agitation du marché est révélatrice des changements en cours. L'incertitude est grande, mais il est clair que la période des réjouissances de 2020-21 est révolue. Les entreprises qui ne réalisent pas de bénéfices ou dont le modèle d'entreprise ou le bilan est faible auront la vie beaucoup plus dure dans cet environnement de taux d'intérêt élevés. Pour les entreprises solides, un régime de taux d'intérêt de 5 % pourrait s'avérer meilleur que celui de 1 % qui a perduré si longtemps, car une grande partie de la concurrence sera éliminée. Les bouleversements créés par l'inflation et les nouvelles technologies offriront d'excellentes opportunités d'investissement à moyen et long terme à ceux qui sauront résister à la volatilité. À court terme, l'inflation, et en particulier les prix de l'énergie, joueront un rôle déterminant. Les combustibles fossiles sont tellement omniprésents dans l'économie qu'une nouvelle flambée des prix serait dommageable. En ce qui concerne les devises, certains signes indiquent que la différence de croissance entre les États-Unis et les autres grandes économies pourrait se réduire. Si l'on ajoute à cela les problèmes bancaires américains, cela pourrait bien signifier que la force exceptionnelle du dollar américain s'atténuera.

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