

REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

T2 2023

Écrit par James Macpherson

L'année 2023 s'est révélée être un environnement inconfortable pour les investisseurs. Au début de l'année, on espérait que l'inflation se résorberait, mais la solidité de l'emploi n'a pas permis d'y parvenir. Ensuite, la crise bancaire dans les banques régionales américaines a inversé les attentes en matière de taux d'intérêt. Depuis, la solidité soutenue de l'économie, les pressions inflationnistes persistantes et une brève panique concernant le plafond de la dette américaine ont fait repartir les taux d'intérêt à la hausse. Après les pertes brutales subies par les obligations l'année dernière, le résultat à la mi-année n'est qu'une légère reprise. Cette incertitude a vidé les marchés d'actions de toute confiance, entraînant une divergence extrême de performance entre les valeurs technologiques à forte capitalisation et toutes les autres. Cette divergence est particulièrement évidente aux États-Unis, où le Dow Jones a enregistré une performance de 3,8 % depuis le début de l'année, tandis que l'indice des grandes capitalisations technologiques, le Nasdaq 100, a progressé de 38,7 %. La performance de 15,9 % de l'indice S&P500 est presque entièrement due à sept titres seulement : Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta et Facebook. La plupart de ces titres sont des bénéficiaires de l'IA (Intelligence Artificielle), et le reste du marché n'a pratiquement pas bougé. L'histoire de l'année est donc la suivante : des investisseurs nerveux, incertains de l'orientation de l'inflation, des taux d'intérêt et de la croissance, se sont regroupés dans le seul domaine qui offrait des certitudes, poussant les prix des actions de ces sociétés à un niveau qui semble extensible. Il s'agit d'un environnement difficile pour une stratégie diversifiée.

Cette tension sur les marchés a été déclenchée par l'inflation et la hausse des taux d'intérêt qui l'accompagne. Après plus d'une décennie de taux d'intérêt proches de zéro, lorsque la Réserve fédérale les a relevés de 500 points de base en quatorze mois, il ne pouvait y avoir que des victimes. Les entreprises les plus spéculatives, qui ont besoin de levées de fonds fréquentes pour continuer à fonctionner, sont en grande difficulté. Mais le resserrement des liquidités pèse sur des emprunteurs beaucoup plus importants. La lire turque a chuté de 40 % cette année en raison des inquiétudes suscitées par les politiques économiques de son gouvernement, et le marché obligataire britannique s'est affaibli parce qu'il n'a pas réussi à contenir l'inflation. La crise bancaire régionale aux États-Unis est un autre exemple. Malgré une montagne de lois destinées à prévenir les problèmes financiers, les États-Unis ont subi trois des quatre plus grandes faillites bancaires de leur histoire. Cette situation soulève la question de savoir si le niveau des taux d'intérêt nécessaire pour maîtriser l'inflation est plus élevé que ce que l'architecture financière des États-Unis et d'autres pays prodigues peut supporter. La Réserve fédérale a déclaré qu'elle était déterminée à ramener l'inflation à son objectif de 2 %, mais cela pourrait s'avérer trop douloureux. Si trop de choses se cassent la figure, elle pourrait être contrainte de laisser l'inflation se maintenir à un niveau plus élevé. La crise bancaire en cours, le ralentissement de l'immobilier commercial et les inquiétudes persistantes liées à la récession rendent les décisions de la Fed d'autant plus difficiles.

L'intérêt pour l'intelligence artificielle (IA) a dominé l'actualité boursière cette année. L'IA utilise des ordinateurs puissants pour analyser et prédire des données de manière efficace, et elle atteint un niveau tel qu'elle peut égaler les capacités humaines dans

certains domaines. Les machines d'IA sont désormais capables de passer l'examen du barreau américain et d'écrire le code d'un ingénieur logiciel. Plus inquiétant encore, un pilote militaire américain expérimenté a perdu un combat aérien simulé face à un concurrent contrôlé par l'IA, tandis que, sur une note plus optimiste, l'IA aide à développer des médicaments pour lutter contre des maladies telles que la maladie d'Alzheimer. L'IA peut influencer sur tous les aspects de l'économie, des soins de santé et de la guerre. Les ordinateurs pourraient être en mesure de détecter les cancers des années avant que les tumeurs ne se forment, et de contribuer à résoudre les problèmes de pauvreté et de réchauffement de la planète. De même, ils seront capables de briser toutes les formes de cryptage, révélant ainsi tous les secrets militaires et civils. À court terme, la meilleure application de l'IA pourrait être sa capacité à réduire les erreurs dans l'économie. Les détaillants peuvent utiliser l'IA combinée aux RFID (étiquettes sans fil) pour gérer leurs stocks avec une grande précision. En sachant exactement où se trouvent leurs stocks et quand ils sont vendus, ils peuvent gérer leurs chaînes d'approvisionnement et leurs stocks de manière plus efficace. Avery Dennison a déclaré que ces gains d'efficacité peuvent réduire les coûts de main-d'œuvre de 50 % dans la chaîne d'approvisionnement de la vente au détail de produits alimentaires. Le même processus peut être appliqué à des domaines tels que les pièces détachées automobiles, les colis et la poste, les marchandises générales, les vêtements, les produits de soins personnels, les bagages des compagnies aériennes, etc. L'omniprésence soudaine de l'IA a pris les gouvernements par surprise, et la réglementation devra rattraper son retard. Actuellement, l'IA est moins réglementée que la préparation d'un sandwich dans un café. Toutefois, comme l'IA commence à menacer les emplois de cols blancs, parce que cette cohorte a plus de poids politique que les cols bleus, les réactions seront féroces.

Malgré la surperformance de la technologie cette année, la rotation des valeurs technologiques et de croissance vers les valeurs cycliques et à forte intensité d'actifs devrait se poursuivre. Les actions de qualité ont connu une décennie de performances spectaculaires, mais cela s'explique en grande partie par le fait qu'elles ont démarré à des niveaux de valorisation peu élevés. En 2010, le rendement des flux de trésorerie disponibles d'une action de croissance de qualité typique était d'environ 6-7 %, alors qu'il avoisine aujourd'hui les 3 %. Au cours de cette période, la croissance des bénéfices a été régulière mais, dans la plupart des cas, peu spectaculaire. Quelques exemples illustrent ce point. Oriental Land, la société japonaise qui exploite la franchise Disney, n'a pratiquement pas connu de croissance de ses bénéfices au cours des cinq dernières années, mais son ratio PE a doublé pour atteindre plus de 100 fois. Les bénéfices d'Amazon ont doublé au cours des cinq dernières années, mais son ratio PE a grimpé à 130 fois. Nvidia, qui est au cœur de l'effervescence de l'IA et qui bénéficie d'une forte croissance de ses bénéfices, est valorisée 200 fois ses bénéfices et 25 fois son chiffre d'affaires. Pour une entreprise mature, toute valeur supérieure à 10 fois le chiffre d'affaires indique généralement que l'entreprise entre dans un territoire extrêmement surévalué. Cela montre qu'en dépit de leurs excellentes activités fondamentales, de nombreuses actions largement diffusées sont très chères, même par rapport à leur propre histoire. Il y a également des raisons de penser que la rentabilité des entreprises du secteur des technologies de l'information pourrait être plus faible à l'avenir. La dernière décennie a

été marquée par d'énormes investissements dans l'innovation et la technologie, laissant le monde inondé de jeux en ligne, de services de streaming vidéo et d'applications de livraison de nourriture. Ces investissements ont été possibles grâce à une faible inflation et à un coût du capital peu élevé. Aujourd'hui, la priorité en matière d'investissement va aux industries lourdes en actifs, telles que la défense, les énergies renouvelables et la relocalisation des chaînes d'approvisionnement sur les marchés intérieurs occidentaux. La pandémie de Covid et la guerre en Ukraine ont révélé la fragilité de la dépendance à l'égard des rivaux stratégiques pour les approvisionnements vitaux, et par conséquent, la sécurité de la chaîne d'approvisionnement sera prioritaire par rapport au coût de production. La sécurité de la chaîne d'approvisionnement sera donc privilégiée par rapport au coût de production, ce qui stimulera la demande dans des secteurs qui souffrent d'une pénurie d'investissements depuis des années. Les entreprises de ces secteurs sont mal notées et leurs perspectives de croissance sont bonnes. Si leurs bénéfices commencent à se redresser, les investisseurs devraient commencer à se tourner à nouveau vers ces entreprises. Cette rotation peut inclure une réduction de l'exposition aux États-Unis. Le marché boursier américain a été de loin le plus performant au cours des quinze dernières années, en raison de la plus forte croissance du PIB, des taux d'intérêt plus élevés et des meilleures performances du marché boursier. À l'exception de la manie de l'IA, il est moins évident que les États-Unis soient exceptionnels dans ce domaine, et ils sont confrontés à une crise bancaire. Le reste du monde est en train de combler l'écart. Comme les États-Unis représentent 70 % de l'indice mondial, si les investisseurs réaffectaient 5 % à d'autres marchés, cela représenterait des milliers de milliards de dollars.

Compte tenu des faibles valeurs de départ de certains secteurs, la hausse pourrait être spectaculaire. Les actions des secteurs de l'énergie et des matières premières ont enregistré des performances médiocres au cours des douze derniers mois. La demande de pétrole a augmenté avec la réouverture de la Chine, tandis que l'offre a été resserrée par l'OPEP, que la production pourrait atteindre son maximum aux États-Unis et que les stocks sont tombés à de faibles niveaux. Si la demande reste ferme, le prix du pétrole subira des pressions à la hausse au cours du second semestre. Les perspectives pour les autres matières premières sont bonnes en raison de la transition vers l'énergie verte qui nécessite de grandes quantités de matériaux essentiels tels que le cuivre et le lithium. De même, le secteur des soins de santé a de bonnes perspectives grâce au vieillissement de la population mondiale et à la forte innovation dans le domaine des nouveaux médicaments. Le marché japonais se porte bien, encouragé par de multiples initiatives du gouvernement et de la bourse. Cela a engendré un changement dans le comportement des entreprises, qui sont soumises à une forte pression pour augmenter leurs rendements. En outre, l'inflation la plus élevée au Japon depuis quarante ans donne aux entreprises japonaises un pouvoir de fixation des prix sur le marché intérieur. La réduction des coûts que les entreprises ont entreprise pour survivre à la déflation signifie que la croissance des revenus se traduira directement par une croissance des bénéfices. Les marchés émergents ont connu une décennie de performances désastreuses. De manière sélective, il existe une grande valeur, en particulier à Hong Kong et sur les

marchés de l'Asean, où de nombreuses entreprises peuvent être négociées avec des rendements en dividendes supérieurs à leurs ratios PE, ce qui est la définition de la valeur.

L'inflation, la récession et la réouverture de la Chine ont pris les investisseurs à contre-pied cette année. En réaction à ces incertitudes, les investisseurs se sont rués sur une poignée d'actions, qui sont de superbes entreprises, mais qui affichent aujourd'hui des valorisations très élevées. En l'absence d'une récession brutale, d'autres segments du marché offrent manifestement une meilleure valeur. Il faudra peut-être un certain temps pour que cette valeur se concrétise, mais les investisseurs devraient commencer à regarder au-delà du champ très étroit dans lequel ils sont blottis.

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