

REVUE TRIMESTRIELLE D'INVESTISSEMENT

T4 2020

Par James Macpherson

REVUE TRIMESTRIELLE D'INVESTISSEMENT

«Le capitalisme sans la faillite, c'est comme le christianisme sans l'enfer. Les marchés fonctionnent mieux lorsque les participants éprouvent une peur salutaire de la perte.»

Howard Marks

«Les États-Unis suivent désormais un modèle selon lequel chaque président en exercice semble déterminé à alourdir la dette nationale autant que tous ses prédécesseurs réunis.»

Gavekal, 18 décembre 2020

«Les gens me demandent toujours où les perspectives sont bonnes, mais ce n'est pas la bonne question. La bonne question est de savoir où elles sont les plus mauvaises.»

John Templeton

Au quatrième trimestre 2020, les marchés ont confirmé la vigueur de leur reprise grâce à deux éléments. Premièrement, l'annonce de la mise au point et le début du déploiement de plusieurs vaccins efficaces contre la Covid, qui offrent de bonnes raisons d'espérer que la vie pourra retrouver son cours normal courant 2021. Deuxièmement, les résultats des élections américaines applaudis par les marchés qui ont accueilli avec enthousiasme la combinaison d'une administration Biden et d'un Sénat à majorité républicaine pour assurer une politique équilibrée. Le second tour du scrutin sénatorial en Géorgie le 5 janvier pourrait toutefois changer la donne, mais dans l'état actuel des choses, Joe Biden aura moins de latitude pour creuser les déficits budgétaires, introduire des règles plus strictes pour les grandes entreprises technologiques et augmenter les impôts. Les marchés ont donc terminé l'année en force, l'indice MSCI World (exprimé en dollars) progressant de 14%, ce qui constitue un rétablissement remarquable au vu du plongeon de 32% enregistré fin mars au plus fort de la panique provoquée par la Covid.

L'effondrement économique en 2020 a donné lieu à une récession très inhabituelle, au cours de laquelle les revenus des particuliers ont résisté, les mises en chantier de logements se sont accélérées, les introductions en bourse se sont multipliées et les entreprises ont émis de la dette à des taux très bas malgré la dégradation de la conjoncture. À la fin de l'année, l'encours de la dette à rendement négatif avait atteint le montant record de 17 700 milliards de dollars et quelque 80% des obligations mondiales de catégorie investissement se négociaient à 1% ou moins, tandis que les gouvernements faisaient tout leur possible pour faire face à la situation à l'aide de divers programmes de soutien. La pandémie a néanmoins creusé la fracture sociale et les inégalités salariales n'ont jamais été aussi importantes. Les gouvernements devraient donc continuer à subventionner les tranches de revenus inférieures, même si cela entraîne une surchauffe de l'économie causée par la forte croissance de la consommation. Contrairement à 2009, les dispositifs de relance ne se concentrent pas sur les bilans de banques en difficulté, mais sur le financement des dépenses publiques qui se répercutent sur l'économie réelle. On estime ainsi que le gouvernement américain a accumulé un déficit budgétaire de 4 000 milliards de dollars cette année, financé pour l'essentiel par la FED. Le climat politique a nettement évolué et il n'est désormais plus question d'austérité. L'élection américaine aura été révélatrice sur ce point. En effet, malgré la victoire de Joe Biden, la course a été très serrée, notamment en ce qui concerne le vote ouvrier où Donald Trump s'est montré redoutable d'un point de vue électoral, grâce notamment à l'une de ses réussites méconnues qu'est l'inversion, après quarante ans d'aggravation, de la baisse relative des revenus du segment le moins aisé de la population. Les démocrates ne voudront pas

risquer de perdre à nouveau cette partie de l'électorat et feront probablement tout leur possible pour s'attacher le vote ouvrier avec des politiques favorables. Les obligations à rendement négatif semblent toutefois peu compatibles avec une telle politique. Les signes d'accélération de l'inflation sont de plus en plus nombreux. Les mesures de relance du gouvernement, le recours à la planche à billets par la Banque centrale, la perturbation des chaînes d'approvisionnement due au conflit avec la Chine et la reprise brutale accompagnant la reconstitution des stocks post-pandémie sont autant de signes annonciateurs d'une hausse de l'inflation. En outre, la tentation de résorber la dette colossale accumulée au cours de la dernière décennie en laissant filer l'inflation doit être forte. Gavekal estime que les emprunts du gouvernement américain ont augmenté la dette par habitant de 12 800 USD pour l'année 2020 à elle seule. Il n'y a aucun exemple passé de pays ayant choisi la déflation plutôt que l'inflation pour réduire un endettement important. Ce message n'a toutefois pas encore été entendu par le marché obligataire. En novembre, le Pérou a procédé à l'émission de 4 milliards de dollars d'obligations à 101 ans pour échéance en 2121. Or, en 200 ans d'histoire, le Pérou a déjà fait défaut à huit reprises. Pourtant, l'émission a été sursouscrite de quatre fois malgré un coupon de seulement 3,25%. Il semble étrange que l'épargne des gens puisse être allouée de cette manière. On ne peut que supposer ce que seraient les prix des obligations si les banques centrales n'empêchaient pas une découverte correcte des prix par leur présence active sur les marchés. Toutefois, compte tenu des conditions actuelles, les obligations restent peu attractives pour les investisseurs en quête de rendements réels ou même de préservation de leur capital. En période d'inflation, l'argent disparaît et les rendements obligataires n'offrent qu'une faible protection contre les hausses de prix. En définitive, c'est sans doute l'inflation qui mettra un terme au marché obligataire haussier qui a débuté en 1981. À l'heure actuelle, la plupart des investisseurs privés hésitent déjà à investir sur les marchés obligataires, qui, pour l'essentiel, ne sont plus soutenus que par les achats des banques centrales. Si l'inflation augmente, les investisseurs déboucleront leurs positions obligataires pour se mettre en quête de rendements plus sûrs ailleurs. Un tel mouvement exercerait une pression haussière sur les taux, incitant les investisseurs à s'intéresser de nouveau aux obligations. Ce processus pourrait se poursuivre pendant plusieurs décennies, à l'instar du long déclin vers les taux d'intérêt négatifs.

Avec la disparition du statut de refuge qu'offraient jusqu'ici les marchés obligataires, les investisseurs actifs se voient contraints de se tourner vers les actions. Face à la catastrophe économique, les investisseurs ont dû se mettre en quête d'entreprises capables de prouver leur capacité à se développer malgré les dispositifs de confinement. Il s'agit pour l'essentiel d'entreprises liées à la technologie ou à l'internet, la Covid ayant accéléré le transfert de l'activité économique en ligne. C'est ainsi que la quasi-totalité des gains du S&P 500 cette année proviennent de seulement six entreprises technologiques (Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook et Nvidia). Mais la prédominance de la technologie dans les indices remonte à plus loin et les entreprises qui ont su exploiter le flux d'innovations résultant de l'évolution rapide de la puissance des ordinateurs se sont largement développées au cours de ces dix dernières années. Les géants de la technologie sont des entreprises particulièrement impressionnantes, présentant des atouts financiers considérables et des perspectives de croissance soutenue. Ces entreprises ont désormais atteint la taille critique où la loi des grands nombres peut entrer en jeu. Wall Street estime ainsi que les cinq plus grandes entreprises technologiques augmenteront leurs chiffres d'affaires de 18% par an au cours des cinq prochaines années. Si leurs cours suivent le même rythme de croissance, leur capitalisation boursière cumulée atteindra plus de 15 000 milliards de dollars, un montant à comparer à la capitalisation boursière actuelle de 30 000 milliards de dollars du S&P 500. Ces grandes entreprises commencent par ailleurs à se faire concurrence afin de maintenir leur croissance. Apple se lance dans les moteurs de recherche tandis qu'Amazon s'intéresse de plus en plus à la publicité. Il est vraisemblable que des mesures réglementaires et anti-monopoles plus conséquentes soient prises à leur encontre, ce qui ne veut pas dire que ces entreprises ne continueront pas de générer des performances et une croissance excellentes, en revanche les nombreux vents favorables dont elles ont bénéficié au cours de la dernière décennie pourraient s'atténuer. Si l'arrivée

des vaccins déclenche une rotation des gagnants du «restez chez vous» au profit des bénéficiaires du «retour à la normale», d'autres secteurs du marché pourront commencer à prospérer. La reprise de la croissance impliquera une hausse des rendements obligataires, ce qui est mauvais pour les actions dites de croissance (ou «growth»), car le taux d'actualisation utilisé pour les valoriser augmenterait. En revanche, les actions décotées (ou «value») en bénéficieront grâce au redressement de leurs chiffres d'affaires. Les investisseurs surpondèrent fortement les actions de croissance, de sorte qu'un rééquilibrage spectaculaire est possible.

Le mois de novembre a été marqué par un puissant rebond des valeurs décotées et on peut se demander s'il s'agit là d'un simple feu de paille ou de quelque chose de plus permanent. Bon nombre d'entreprises décotées sont sévèrement menacées et semblent structurellement affaiblies, en raison de leur endettement important et de leurs lourds engagements de retraite, tandis que leur activité a été fragilisée par leurs concurrents faisant un meilleur usage des technologies. D'autres, en revanche, présentent des perspectives plus favorables, malgré un niveau de cours en cohérence avec un effondrement économique majeur et pourront se rétablir si la reprise se concrétise. La demande se normalisera et les prix resteront stables, car les capacités ont diminué et les stocks ont été épuisés. Contrairement à ce qui se passe habituellement au sortir d'une récession, les bilans sont solides tant au niveau des entreprises que des consommateurs, les taux d'épargne des ménages ayant grimpé en flèche pendant la phase de confinement grâce aux programmes de soutien gouvernementaux. Rien qu'aux États-Unis, on estime que l'épargne des ménages dépasse largement les 1 000 milliards de dollars. Ces sommes épargnées sont susceptibles d'être utilisées lorsque les consommateurs se sentiront suffisamment en sécurité et prêts à dépenser. Les stocks dans le commerce de détail et l'industrie manufacturière aux États-Unis sont proches de leur plus bas historique. La forte activité résultant de la hausse rapide de la demande de roulements à billes et l'exposition des taux de fret au départ de Shanghai semblent augurer d'une reprise. Les entreprises qui auront survécu à la crise verront leurs bénéfices augmenter en 2021 et 2022 et pendant que les vaccins stabiliseront la confiance des consommateurs, l'économie devrait fortement surprendre à la hausse. Cette situation contraste fortement avec celle de 2008, où les consommateurs surendettés avaient été contraints d'épargner, ce qui donna lieu à des années de croissance modérée. Cette fois, les surplus d'épargne seront dépensés et contribueront à la relance.

Dans ce scénario, les opportunités dépendront des atouts de chaque entreprise et la sélection des valeurs sera donc cruciale. Certaines grandes régions semblent toutefois particulièrement prometteuses. L'Asie, notamment, malgré les conflits commerciaux, reste l'usine du monde et comptera donc clairement parmi les bénéficiaires. Il convient d'ailleurs de souligner que les marchés asiatiques ont déjà commencé à surperformer depuis le mois de mai. Le Japon est un gagnant naturel de toute reprise cyclique mondiale et représente également un marché intéressant pour miser sur le retour de l'inflation. Cette dernière aurait un impact psychologique dramatique sur les institutions nationales du Japon qui surpondèrent fortement leur marché obligataire et sous-pondèrent leur marché actions. Le Japon a assisté à un effritement de sa structure industrielle d'après 1945 et à une intensification significative des restructurations et des consolidations industrielles. Le nouveau Premier ministre promeut un programme axé sur le numérique, domaine où le Japon a pris du retard, ce qui offre un thème d'investissement indépendant de la croissance économique. Ces politiques ainsi que les réformes en matière de gouvernance d'entreprise soutiennent un discret marché haussier au Japon, malgré la faible croissance de l'économie nationale. Le Nikkei a atteint son plus haut niveau depuis 1991 et s'approche de son plus haut historique exprimé en dollars américains. À mesure que la dynamique des bénéfices se renforce et que les arguments en faveur des actions par rapport aux obligations se font de plus en plus convaincants, le marché japonais peut atteindre de nouveaux sommets. Le marché britannique semble également attractif maintenant que la longue saga du Brexit est enfin arrivée à son terme, même si certains détails doivent encore être examinés. Les investisseurs internationaux n'ont

jamais autant sous-pondéré le marché britannique, ce qui, en principe, constitue un bon point d'entrée pour l'investisseur patient tandis que le FTSE est inférieur à son niveau du début du millénaire.

En termes sectoriels, les matières premières sont un gagnant évident de la reflation et outre le fait qu'elles bénéficient d'une croissance économique plus forte, elles disposent du soutien de deux aspects des politiques gouvernementales. Tout d'abord, une bonne partie des dépenses budgétaires engagées par les gouvernements sera affectée à l'amélioration des infrastructures ce qui nécessitera beaucoup de matières premières. Aux États-Unis comme en Europe, les infrastructures de base telles que les routes, les ponts et les égouts ont vieilli et requièrent des travaux de rénovation. Deuxièmement, la transition énergétique découlant de la lutte contre le changement climatique nécessitera une quantité considérable de métaux. La production de véhicules électriques, par exemple, exige beaucoup de cuivre. Cette demande survient à un moment où l'accès à ces métaux n'a pas bénéficié d'investissements très importants. L'écologisation de l'économie mondiale associée aux liquidités abondantes créées par les banques centrales constitue un moyen puissant pour déclencher un marché haussier des matières premières. Malgré le krach économique de cette année, plusieurs métaux comme le cuivre se négocient à un niveau bien plus élevé qu'il y a un an. Les producteurs de matières premières ne présentent pas les caractéristiques financières exceptionnelles des géants technologiques, mais lorsque le cycle évolue en leur faveur, ces entreprises peuvent dégager des performances spectaculaires. Dans un domaine plus controversé, les entreprises énergétiques pourraient également tirer leur épingle du jeu. Le cours de leurs actions a souffert du fait qu'elles sont perçues comme de gros pollueurs et qu'elles sont menacées d'extinction en raison de la transition vers les énergies renouvelables. Toutefois, le monde reste encore fortement dépendant des combustibles fossiles. Or, la chute du secteur de l'énergie a été encore plus extrême que celle des métaux et les actions des matières premières ont la plus faible pondération dans les indices des dernières décennies, pourtant le secteur des matières premières est l'un des rares qui bénéficierait d'une hausse des rendements obligataires, de l'activité et de l'inflation.

En ce début d'année, la Covid a toujours un impact considérable sur les pays et les communautés, notamment en Occident, où l'hiver s'est accompagné d'une multiplication des contaminations. Cependant, les marchés sont très efficaces pour évaluer les problèmes et la mise au point des trois principaux vaccins leur permet de voir au-delà de la crise actuelle. Tout retard ou problème dans le déploiement des vaccins serait mal accueilli par les marchés. Toutefois, si l'on table sur une campagne de vaccination sans trop de heurts et sur le maintien de l'équilibre politique aux États-Unis, avec une majorité républicaine au Sénat, l'économie mondiale devrait commencer à se rétablir en 2021 selon une cadence de plus en plus rapide. Les marchés bénéficient d'un large soutien et rien n'indique que les banques centrales vont durcir le ton tandis que d'importants plans de relance budgétaire devraient encore voir le jour. De plus, l'épargne accumulée pendant les confinements viendra alimenter les marchés, ce que l'on peut déjà observer aux États-Unis avec le retour en force des investisseurs sur les marchés actions pour la première fois en vingt ans. De nombreuses entreprises ont également pu prendre des mesures qu'il leur aurait été difficile de prendre en temps normal, comme la réduction de leur main-d'œuvre ou la cessation de projets peu rentables. Ces entreprises se trouvent ainsi allégées et peu endettées à la veille d'une éventuelle reprise. Pour de nombreuses entreprises décotées, cette reprise interviendra à un moment où le cours de leurs actions est au plus bas. Le marché obligataire ne présente que peu d'intérêt et doit être activement évité en cas de reprise de l'inflation. Les valeurs technologiques et les actions de rendement qui ont dominé les performances ces dernières années devraient également être confrontées à un environnement plus difficile. Les investisseurs sont invités à envisager une rotation de leurs portefeuilles en faveur d'entreprises décotées et davantage exposées aux matières premières. Les fonds spéculatifs constituent également une excellente opportunité compte tenu de la grande dispersion des valorisations. Les devises sont plus difficiles à évaluer, mais celles qui sont liées aux matières premières devraient se montrer plus vigoureuses tandis que, vu l'ampleur des déficits

américains, il ne serait pas surprenant que le dollar américain abandonne une partie de son dynamisme des derniers temps. Dans le cas d'une activité économique plus soutenue, l'or devrait interrompre sa tendance haussière, tout en offrant une bonne protection contre la poursuite et l'intensification du recours à la planche à billets dans le monde.

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. Notz Stucki 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 Notz Stucki 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 Notz Stucki