

REVUE DES INVESTISSEMENTS

T1 2021

Par James Macpherson

REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

«Et ce n'est pas le moment d'être investi en obligations. Rendez-vous compte! Les revenus des bons du Trésor américain à dix ans - dont le rendement était de 0,93% en fin d'année - avaient récemment chuté de 94% par rapport aux 15,8% proposés en septembre 1981! Dans certains grands pays de premier plan, comme l'Allemagne ou le Japon, les investisseurs enregistrent des rendements négatifs sur des milliers de milliards de dollars de dette souveraine. Les investisseurs obligataires du monde entier - qu'il s'agisse de fonds de pension, de compagnies d'assurance ou de retraités - ont un avenir bien sombre devant eux.»

Warren Buffett, Berkshire Hathaway, Rapport annuel 1er mars 2021.

Les marchés actions ont fait preuve de vigueur au cours des six premières semaines du premier trimestre 2021 avant de se replier, mais le mouvement le plus marquant aura été la forte correction des marchés obligataires. En effet, le rendement du 10 ans américain est passé de 0,91% à 1,74%, tandis que le 10 ans allemand est passé de -0,57% à -0,29%. Ce sont là des mouvements considérables sur des marchés gigantesques. De plus, les matières premières industrielles sont restées dynamiques, en particulier celles liées à l'expansion des infrastructures liées aux énergies renouvelables. Les principales préoccupations des marchés ont porté sur l'efficacité des campagnes de vaccination dans les différents pays ainsi que sur l'inflation, à mesure que les pays commencent à redémarrer leur économie et à réagir aux vastes plans de relance déployés par les gouvernements et les banques centrales. L'impact de l'inflation sur les marchés obligataires sera surveillé de près. Si le redémarrage économique n'entraîne qu'une inflation passagère, les secteurs qui prospéraient avant la pandémie devraient continuer à bien se porter. Si, toutefois, l'inflation dépasse les prévisions et se révèle persistante, de nombreuses classes d'actifs devront être réévaluées. Les marchés obligataires continueront à chuter, tout comme les actifs dont la valeur est liée à celle des obligations. En revanche, certains secteurs, tels que les matières premières et les services financiers, qui ont marqué le pas au cours de la dernière décennie, pourraient bénéficier d'un nouvel élan.

Selon certaines estimations, la dette mondiale s'est alourdie de plus de 20 000 milliards de dollars en 2020 pour faire face à la crise de la Covid et s'élève désormais à 281 000 milliards, soit 355% du PIB mondial. Le niveau d'intervention est tout à fait extraordinaire. La dépense publique par habitant aux États-Unis s'est élevée à 12 600 dollars l'année dernière, contre environ 5 200 dollars dépensés en huit ans dans le cadre du *New Deal* de Roosevelt dans les années 1930, et ce, sans même compter le dernier train de mesures de 1 900 milliards de dollars du président Biden ou les 3 000 milliards de dollars supplémentaires annoncés récemment. L'enveloppe de 1 900 milliards de dollars comprend l'envoi de chèques de 1 400 dollars à presque tout le monde dans le pays, quant aux mesures supplémentaires, elles portent sur d'énormes dépenses d'infrastructure. Par ailleurs, le confinement a entraîné une hausse du taux d'épargne, dont on peut raisonnablement supposer qu'il diminuera lorsqu'il sera à nouveau permis de dépenser. Or, s'il revient à son niveau d'avant-Covid aux États-Unis, ce sont plus de mille milliards de dollars, soit 4,7 % du PIB, qui seraient libérés. Mais, un tel niveau de stimulation augmente le risque d'inflation. La situation est en effet différente de celle de l'après-crise de 2008, quand les banques cherchaient à minimiser l'exposition au risque de leurs bilans et se voyaient obligées d'augmenter leur pondération en titres d'État. À l'époque, les milliards de dollars émis par les banques centrales dans le cadre de gigantesques programmes d'assouplissement quantitatif furent absorbés par les banques commerciales, stérilisant ainsi l'impact inflationniste, les fonds restant inactifs dans les réserves excédentaires et l'inflation des marchés d'actifs se trouvant piégée. Aujourd'hui, les

surplus de liquidités sont dans les comptes bancaires des ménages et les bilans des gouvernements. Ils sont destinés à être dépensés et devraient alimenter l'économie réelle, leur risque inflationniste étant probablement bien plus élevé. En outre, les événements de l'année dernière ont amené les entreprises à éviter toute dépense d'investissement inutile ou le maintien de stocks importants, de sorte que l'impact sur la demande sera immédiat. À cela s'ajoutent les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, qui ont créé des pressions supplémentaires, les chaînes d'approvisionnement étant modifiées pour des raisons autres que le coût. La moitié des semi-conducteurs utilisés dans le monde sont fabriqués à Taiwan et, à la fin du trimestre, le blocage accidentel du canal de Suez par un porte-conteneurs a montré à quel point les circuits d'approvisionnement peuvent être fragiles. Ceci s'est produit alors que le marché a éliminé toutes les qualités défensives des titres obligataires en poussant les taux à des niveaux extrêmement bas. Il convient d'apprécier la citation de Warren Buffett en préambule de ce rapport en tenant compte du fait que l'épargne de la plupart des gens est soit directement liée au marché obligataire, soit indirectement par le biais d'actions ou de biens immobiliers, dont le prix est fortement influencé par l'orientation des taux d'intérêt. Malgré ces inquiétudes, les entreprises ont continué à bénéficier de conditions favorables. Pour exemple, début mars, la compagnie aérienne européenne Easyjet a pu lever 1,2 milliard d'euros de dette à seulement 1,875%, alors même qu'elle n'opère qu'à 10% de sa capacité normale.

Ces taux d'intérêt ultras bas ont provoqué un certain nombre de distorsions. Les volumes colossaux de liquidités et les rendements dérisoires des liquidités et des obligations ont conduit les valorisations de certains actifs à des niveaux dangereux. À un moment donné, la société de logiciels Snowflake se négociait à 155 fois ses revenus prévisionnels pour 2021 (tout ce qui dépasse dix fois est considéré comme extrême) pour atteindre une capitalisation boursière de 92 milliards de dollars, ce qui est curieux quand on sait que la société a déclaré dans son prospectus de septembre dernier que la taille totale de son marché potentiel s'élevait à 81 milliards de dollars. De nombreuses sociétés se sont négociées à bien plus que dix fois leurs chiffres d'affaires annuels, ce qui signifie qu'elles devront enregistrer de nombreuses années de succès continu pour justifier leurs valorisations actuelles. Or, le passé montre que ces valorisations exagérées sont rarement soutenables, les taux de croissance diminuant souvent ou les réglementations et taxes venant éroder les perspectives de bénéfices. Plus que dans tout autre secteur, cette constatation se vérifie dans celui de la technologie où les perturbations sont particulièrement nombreuses. Lors de la dernière grande bulle boursière de 2000, le marché avait, à raison, prédit que l'internet dominerait l'avenir, mais il avait été moins précis quant à l'identité des grands gagnants. En 2000, Facebook n'existait pas encore et Google venait tout juste d'être créé, Amazon vendait des livres et Netflix était une société de location de vidéos. De nombreux leaders de l'époque n'existent plus. Il se peut donc qu'à l'instar des premiers leaders de l'informatique tels qu'Atari, Tesla crée le marché mais finisse par être dépassé. Si la croissance mondiale et les taux d'intérêt repartent à la hausse, les entreprises technologiques dont les bénéfices, voire les chiffres d'affaires, sont faibles verront leur situation changer et les investisseurs se tourneront vers les entreprises plus solides et susceptibles de profiter du redémarrage économique. Ce phénomène est de plus en plus manifeste depuis les annonces relatives à la mise au point des vaccins en novembre.

Toute réallocation d'investissements de titres de croissance (*growth*) vers des titres «*value*» (décotés) motivée par les perspectives de redémarrage économique doit se faire avec prudence. De nombreuses actions «*value*» sont lourdement endettées et pourraient se voir contraintes de lever des capitaux. Tant que les vagues de Covid continuent de déferler et que ses variants se multiplient, ces entreprises se trouveront en difficulté, tout retrait des dispositifs de soutien monétaire leur étant préjudiciable. De plus, la plupart de ces entreprises doivent encore prouver leur capacité à exploiter les technologies numériques. Cela étant, les

investisseurs ont été conditionnés à croire que la croissance restera indéfiniment faible, ce qui pourrait s'avérer faux et constituer une opportunité. En effet, si les mesures de relance massives qui ont été déployées parviennent à stimuler la croissance et l'inflation, les caractéristiques défensives des obligations et des valeurs de substitution aux obligations perdront de leurs attraits, poussant les investisseurs à privilégier une rotation vers les secteurs plus cycliques présentant des valorisations bien plus avantageuses. Ces entreprises ont dû réaliser d'importantes réductions de coûts pour faire face à la crise de la Covid et sont donc bien armées pour profiter d'un redressement de leurs chiffres d'affaires. Les consommateurs ont souffert des restrictions sanitaires durant l'année écoulée, aussi, lorsque celles-ci seront levées, la demande insatisfaite pourrait se déchaîner. Une reprise cyclique devrait également profiter de manière disproportionnée aux marchés hors des États-Unis avec, notamment, des valorisations qui semblent aussi solides qu'au cours des dix dernières années en Asie. Le marché japonais est probablement celui qui est le plus prêt à profiter de la reprise mondiale. Avec ses leaders mondiaux bénéficiant de la croissance rapide de la région Asie-Pacifique. Son secteur privé est désormais bien plus discipliné et ses entreprises bien plus rentables et bien qu'il ait atteint des niveaux jamais vus depuis trente ans, le marché japonais reste le grand marché actions le moins cher du monde.

Les matières premières enregistrent de solides performances et bénéficient du soutien de nombreuses tendances. Elles sont les bénéficiaires manifestes d'un retour de la croissance. Au cours des dix dernières années et jusqu'à récemment, les matières premières ont enregistré des performances médiocres. La croissance mondiale est restée faible après la crise de 2008, tandis que l'offre s'était déjà développée auparavant en raison du boom de la Chine. Plus récemment, les contraintes environnementales ont rendu la production plus difficile. Les dépenses d'investissement sont à leur plus bas en vingt ans alors que la demande augmente. En parallèle, une grande partie du nouveau projet de Joe Biden vise à renouveler les infrastructures américaines, tandis que la Chine a annoncé son intention de doubler son réseau ferroviaire d'ici 2035 et de se doter de 162 aéroports supplémentaires. Or, ces projets exigeront des matières premières, tout comme la transition vers les énergies renouvelables. L'économie verte, fondée sur les nouvelles énergies ne peut pas se passer de matières premières et nécessite au contraire des quantités importantes de cuivre, de lithium, de cobalt et de terres rares pour fonctionner. Les actions du secteur des énergies renouvelables se négocient à des multiples élevés de leurs résultats, alors que les entreprises productrices des matières premières nécessaires à leur développement sont mal notées. La capitalisation boursière de Tesla a, un temps, dépassé celle de tous les producteurs miniers cotés, ce qui paraît aberrant. Le secteur est bon marché alors qu'il ouvre la voie vers la décarbonisation. La technologie joue également un rôle. Les nouvelles générations exigent de plus en plus des entreprises qu'elles «prouvent» leurs bonnes pratiques éthiques. Les produits manufacturés devront, par le biais de chaînes d'approvisionnement numérisées, justifier de leur provenance, jusqu'aux mines ayant produit les matières premières nécessaires à leur fabrication. Les compagnies minières impliquées dans des affaires de corruption, de pratiques nuisibles ou de pollution seront boycottées. Cette forme d'ESG augmentera radicalement le coût des nouvelles capacités de production ainsi que le temps nécessaire pour la mise sur le marché des produits, à un moment où il est de plus en plus difficile de trouver de nouvelles réserves. Les fournisseurs de matières premières devront consentir des dépenses que ce soit pour assurer la «propreté» de leurs opérations ou pour accroître leurs volumes. Ce resserrement du marché présente également un caractère inflationniste.

Cette année, l'incertitude quant à la maîtrise du virus s'est transformée en inquiétude vis-à-vis de l'inflation, le redémarrage libérant d'énormes quantités de liquidités dans une économie active. Si ce redémarrage ne redonne pas un nouvel élan au virus, il pourrait bien remettre en question l'actuelle politique spectaculaire de stimulation à l'excès. Les investisseurs chercheront les entreprises susceptibles de bénéficier de cette explosion de la croissance économique, ce qui pourrait s'accompagner d'une dévalorisation des secteurs plus défensifs comme celui des obligations. De même, en cas de retour en force de la Covid, les investisseurs reviendront vers ces abris défensifs et les valeurs cycliques se replieront. La sélectivité s'impose donc plus que jamais et les investisseurs restent confrontés à des niveaux élevés d'incertitude.

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 a 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