

REVUE DES INVESTISSEMENTS

T2 2021

Par James Macpherson

Revue trimestrielle des investissements

Au deuxième trimestre, les marchés ont poursuivi leur ascension au fil de la levée des confinements favorisée par les campagnes de vaccination. Les plus avancées sont aux États-Unis, l'Europe suivant avec quelques mois de décalage, et le processus ne fait que réellement commencer dans les pays émergents. Pour autant, le rebond du marché l'an passé paraît incroyable au regard du contexte d'alors: l'UE subissait sa pire récession depuis les années 30, la pauvreté progressait dans le monde pour la première fois depuis 20 ans et des millions de familles voyaient se dégrader leurs perspectives et leur situation financière. La performance exubérante des marchés est intervenue grâce au double arsenal des mesures de soutien budgétaire et monétaire mises en place par les gouvernements et les banques centrales, lesquelles, en retour, soulèvent désormais la question du calendrier de leur abandon et de leurs éventuelles conséquences en matière d'inflation.

La réaction des pouvoirs publics face à la crise sanitaire a été extraordinairement massive. Les moyens budgétaires déployés dans les trois premiers mois de la crise ont représenté le même montant que celui, cumulé, des cinq précédentes récessions survenues aux États-Unis. En six semaines, la banque centrale américaine a mis en place plus de mesures de QE qu'entre 2009 et 2018, à la suite de la crise financière de 2008. Un redressement rapide s'en est suivi, mais le plus déroutant est que cette relance sans précédent perdure encore alors même que la reprise est évidente. La Fed continue d'acheter pour 40 milliards de dollars de créances hypothécaires chaque mois alors que le marché connaît maintenant une pénurie de logements. La banque centrale affirme qu'elle ne réfléchit pas à réduire ses achats d'obligations (120 milliards de dollars par mois) et qu'elle ne prévoit pas de relever les taux d'intérêt avant 2023 malgré une économie florissante. La plus forte reprise économique depuis 1945 est accueillie avec les conditions financières les plus souples jamais observées. Les programmes annoncés récemment par le Président Joe Biden représentent 25% du PIB américain, soit plus que le plan «Great Society» de Lyndon Johnson, ce qui suppose que les autorités ont des doutes quant à la performance à venir des économies après le retrait de ces aides. Si la reprise favorise une amélioration du secteur privé, un important fossé reste encore à combler. De plus, les contretemps et l'incertitude dus aux variants empêchent de procéder à un déconfinement total, si bien que les autorités ont beaucoup plus de mal à évaluer quand et comment retirer leurs mesures de relance.

Celles-ci vont-elles générer de l'inflation? L'inflation devrait forcément s'accroître à court terme à cause des effets de base et de l'impact de la demande libérée par la réouverture des économies, ainsi que pénuries entraînées par les confinements; toutefois, ces tensions devraient en grande partie demeurer passagères. Y aura-t-il une inflation plus persistante? La pandémie a provoqué la fermeture de nombreuses entreprises, ce qui contribue à réduire l'offre et confère un plus grand pouvoir de tarification à celles qui ont résisté. Le Président américain Joe Biden a annoncé des projets destinés à renforcer les adhésions aux syndicats et la réglementation, tendances qui créent toutes deux de l'inflation. Des pressions politiques s'exercent en faveur d'une augmentation des salaires les plus faibles, et non d'une baisse, afin de réduire les inégalités au sein de l'économie, et la popularité de ce programme est amplifiée par son écho dans les médias sociaux, beaucoup plus puissants que n'importe quel syndicat. Les élections, au moins en Occident, se gagnent sur le vote de travailleurs peu qualifiés dans les régions rurales et ouvrières, et après des années de stagnation, ces électeurs exigent une revalorisation des salaires et des retraites. À l'échelle de la planète, la mondialisation a constitué un important moteur désinflationniste depuis plusieurs dizaines d'années, en particulier en raison de la présence de la Chine: celle-ci s'est emparée de vastes pans du secteur manufacturier et s'est mise à produire des biens beaucoup moins chers grâce à des coûts du travail plus

faibles, sans se montrer trop regardante au sujet des mesures d'hygiène et de sécurité. Cette tendance désinflationniste est aujourd'hui mise en péril par la dégradation des relations entre la Chine et l'Occident. Les problèmes d'empreinte environnementale des processus de production chinois, notamment, sont désormais connus de tous: l'Occident a en effet délocalisé une bonne part de ses mauvaises pratiques et de sa pollution en Asie. Or, ce type de production toxique n'est plus acceptable dans les pays occidentaux, largement sous l'influence de la génération du millénaire, et ce quel que soit l'endroit où est située l'usine. La Chine a annoncé la fermeture de 13% de ses capacités de production d'acier et d'autres mesures similaires verront probablement le jour au sein de secteurs très polluants, comme le verre, le ciment, le polysilicium et l'aluminium, ce qui aura pour conséquence de supprimer les unités de fabrication à bas coût utilisées ces trente dernières années, exerçant donc de nouvelles tensions inflationnistes. De plus, le grand public commence à boycotter les entreprises imposant de mauvaises conditions de travail (pratiques ou salariales). La blockchain rend possible la transparence des processus de production jusqu'à la source, et conduit à des changements de comportement. Si ces derniers sont les bienvenus d'un point de vue humanitaire, ils entraînent également un renchérissement structurel des bases de coûts. Une forte hausse s'observe également au niveau des prix alimentaires, domaine dont la demande n'a pas été particulièrement affectée par les confinements. Ainsi, entre le 1er janvier et le 31 mai, les prix du porc (très consommé en Chine) ont bondi de 106%, contre 105% pour le maïs, 86% pour le soja, 67% pour le café, 61% pour le sucre et 31% pour le blé, et si la tendance se poursuit, elle se reflètera dans les salaires. On commence d'ailleurs à le voir avec les revalorisations salariales d'au moins 10% effectuées durant le trimestre par plusieurs grandes entreprises comme McDonalds, Chipotle, Bank of America et Under Armour. Il n'est pas certain que l'inflation devienne plus persistante, mais le fait est que sur les trois grandes tendances désinflationnistes des dix dernières années, à savoir la mondialisation, la déréglementation et la technologie, deux sont en train de s'inverser actuellement. Les tensions haussières sur les prix n'ont jamais été aussi élevées depuis la chute du Mur de Berlin. La question qui comptera vraiment désormais concerne le niveau de taux d'intérêt auquel la partie longue du marché obligataire finira par se stabiliser. En effet, les rendements à dix ans et trente ans seront déterminés sur la base des anticipations de croissance et d'inflation des investisseurs. Si le rendement à 10 ans des bons du Trésor américain s'établit à près de 3%, l'inflation sera probablement digérée sans trop de mal par le marché actions. En revanche, s'il grimpe jusqu'à 4% ou 5%, les valorisations de nombreux actifs paraîtront erronées. Par défaut, environ la moitié des actifs des investisseurs sont investis en obligations et l'autre moitié en actions de croissance de grande qualité. Ce schéma, qui prévaut depuis vingt ans, serait alors invalidé et d'importants bouleversements auraient lieu sur les marchés sous l'effet des changements d'allocation. Par exemple, les 16.000 milliards de dollars d'obligations à rendement négatif présenteraient de grossières anomalies de valorisation.

Que doivent donc faire les investisseurs? Le marché obligataire est maintenant dépouillé de tout potentiel haussier et l'inflation est un poison pour les obligations. Les investisseurs se sont repliés en masse sur les actions, mais les valorisations reflètent pleinement le rebond prononcé de l'année dernière. De nombreuses entreprises ont néanmoins publié des résultats exceptionnels pour le premier trimestre, justifiant ainsi le prix de leur action. Certains résultats ont été proprement ahurissants. Le chiffre d'affaires d'Amazon s'est envolé de 44% sur un an et Microsoft a dégagé 18 milliards de dollars de flux de trésorerie disponible sur le trimestre. Les méga-capitalisations du secteur technologique ne manquent pas d'attrait, mais elles font face à un durcissement de la réglementation et de la fiscalité, dans un environnement politique beaucoup plus radical. Pour les entreprises de croissance au rythme plus modéré, l'avenir dépendra dans une large mesure de l'inflation, qui, en cas d'accroissement, pourrait conduire le marché à revoir à la baisse leurs valorisations. Les meilleures perspectives se situent peut-être du côté des titres *value* négligés par le marché depuis la crise de 2008. L'exemple parfait est celui du secteur des matières premières. Les questions

environnementales figurent actuellement au cœur des préoccupations de l'opinion publique et des responsables politiques. La transition des économies par l'abandon des énergies fossiles au profit de sources renouvelables se déclinera pendant plusieurs années, et non quelques trimestres. Ce thème est aussi un grand consommateur de métaux. Les matières premières sont en train de devenir l'un des principaux bénéficiaires des thématiques ESG, qui créent de la demande et réduisent sensiblement l'offre. Plusieurs métaux, dont le cuivre, sont essentiels dans l'électrification du réseau énergétique: selon le Manhattan Institute, un parc éolien d'une puissance de 100 MW nécessite 30.000 tonnes de minerai de fer, 50.000 tonnes de béton et 900 tonnes de plastiques non recyclables, et une centrale photovoltaïque a besoin de 150% de plus de ciment, d'acier, d'aluminium et de verre qu'un parc éolien. Peu d'investissements ont été consacrés récemment à de nouvelles mines, dont la mise en service prend plusieurs années. De nombreux gisements de métaux essentiels se situent dans des pays confrontés à la montée du nationalisme des ressources naturelles, si bien que les entreprises exploitant des mines dans des territoires moins hostiles bénéficient de bonnes perspectives. De même, les sociétés minières qui améliorent leurs notations ESG deviennent ainsi éligibles aux sommes considérables destinées à être investies dans des actifs vertueux. Par ailleurs, si la reprise et les tensions inflationnistes persistent, des secteurs *value* comme la finance et la grande distribution pourraient tirer leur épingle du jeu. Le rebond économique se généralisant, les investisseurs internationaux vont probablement alléger leur exposition aux États-Unis au profit de l'Europe, du Japon et des marchés émergents. Quoi qu'il en soit, l'exposition aux actifs *value* devra obéir à une grande sélectivité en raison de la dette importante de nombreuses entreprises décotées et des défis technologiques continus qui menacent les anciens modèles économiques. Une sélection des titres de toute première qualité sera indispensable.

Depuis la crise sanitaire, les marchés financiers sont lourdement dépendants du soutien des banques centrales, et l'avenir sera déterminé dans une large mesure par l'action de la Fed. Il est à craindre que l'abandon de tous les plans de relance laisse la reprise économique affaiblie. C'est peut-être ce que signalent actuellement les marchés obligataires. Toute menace pour la croissance serait inquiétante, au regard de l'énorme quantité de dette accumulée sans grand questionnement quant à son remboursement ultérieur, le tout dans la perspective d'augmentations des impôts et des salaires. D'autre part, la crédibilité de la Fed sera de plus en plus mise à l'épreuve si l'inflation reste obstinément élevée au second semestre. Une sélection de titres active demeure un critère essentiel, mais les secteurs les plus appropriés semblent se cantonner au choix entre le numérique et ses dessous: autrement dit, il convient de privilégier les entreprises à l'origine de la révolution technologique et celles qui offrent les matières premières qui la rendent possible.

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