REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

T4 2021

Par James Macpherson

En 2021, tandis que le monde se débattait avec la covid et ses multiples variants, les marchés financiers ont à nouveau enregistré d'excellentes performances grâce au maintien des programmes de relance colossaux mis en place par les banques centrales. La réponse des autorités face à la covid ces deux dernières années a donné lieu aux politiques de stimulation monétaire et budgétaire les plus importantes depuis 1945. Aux États-Unis, par exemple, le total des dispositifs de relance budgétaire adoptés et envisagés s'élève à 35% du PIB, soit un montant comparable au coût de la Seconde Guerre mondiale. Les taux d'intérêt réels s'établissent à -4%. Ici encore, il s'agit du niveau le plus bas depuis 1945. L'économie n'a jamais connu de récession lorsque les taux réels étaient négatifs. Toutefois, la question qui se pose désormais est de savoir si ces mesures de relance massives sont en train d'alimenter une inflation structurelle. L'inflation a atteint 6,8% aux États-Unis, son plus haut en 40 ans, et n'a cessé d'augmenter tout au long de l'année, ce qui remet en cause la thèse de la banque centrale selon laquelle l'inflation ne serait que transitoire. En 2022, la réponse à cette question sera cruciale. En effet, les marchés gorgés de liquidités montrent des signes d'excès importants, de sorte qu'une diminution rapide des mesures de relance les rendrait vulnérables. Par exemple, en novembre, le constructeur automobile Tesla était valorisé à 1 200 milliards de dollars, soit plus que les neuf autres plus grands constructeurs automobiles réunis, son fondateur, Elon Musk pesant, quant à lui, plus lourd qu'Exxon. Cette valorisation représentait également le double de celle de Berkshire Hathaway, la société de Warren Buffett, dont les bénéficiaires au cours des neuf premiers mois de l'année se sont élevés à 50 milliards de dollars, contre 36 milliards de dollars seulement pour Tesla. Un resserrement des liquidités pourrait avoir un impact dramatique sur des entreprises telles que Tesla, qui ont amplement profité de la souplesse des conditions ces dernières années. Or, l'évolution de ces conditions dépend en grande partie du futur de la pandémie et de l'inflation.

À mesure que les campagnes de vaccination progressent dans le monde, les espoirs de levée définitive des blocages économiques augmentent. La production des vaccins constitue une prouesse scientifique remarquable et très rentable pour certains (le vaccin Pfizer-BioNTech est aujourd'hui le produit pharmaceutique le plus vendu de l'histoire). Certes, des revers ont été enregistrés avec l'apparition du variant delta, et maintenant du variant omicron, mais, armée par les vaccins, la population devrait pouvoir vivre avec la covid et la phase pandémique de la crise est appelée à disparaître. Ce seuil approche plus rapidement dans les pays occidentaux que dans les pays émergents, mais dans ces derniers les progrès s'accroissent également. De nouveaux variants sont toujours possibles et de nouveaux revers ne peuvent être exclus, mais compte tenu des informations actuellement disponibles, il y a de bonnes chances que la covid soit maîtrisée dans le courant de l'année 2022. Quoi qu'il en soit, 2021 aura mis en évidence que là où la reprise n'a pas été entravée, elle a été soutenue. Ainsi, en cas de levée complète des restrictions grâce aux vaccins, on peut donc s'attendre à une libération de la demande insatisfaite qui attiserait davantage le débat sur l'inflation.

La thèse des banques centrales selon laquelle l'inflation est transitoire est presque certainement correcte en ce qui concerne la plupart des produits manufacturés, car, une fois les goulets d'étranglement et les perturbations des chaînes d'approvisionnement

causés par la covid résorbés, leurs prix se stabiliseront. Pour autant, d'autres facteurs pourraient s'avérer plus complexes. La covid a mis en évidence la fragilité des chaînes d'approvisionnement en flux tendu qui prédominent désormais dans le commerce mondial, notamment lorsque la production d'un composant clé se fait à l'autre bout du monde. La montée des revendications nationalistes et les problèmes de sécurité d'approvisionnement ont incité les pays à rapprocher les productions de leur territoire, un phénomène intrinsèquement inflationniste, puisque l'argument principal en faveur de la délocalisation des productions était celui des coûts. Un autre élément est l'adoption par le Congrès, le 5 novembre, d'une loi sur les infrastructures représentant un total de 1 200 milliards de dollars. Les États-Unis en ont manifestement besoin, car les investissements publics dans les structures autres que de défense sont tombés à 1,6% du PIB, leur niveau le plus bas depuis 1948, et l'âge moyen des actifs fixes publics a atteint 28,8 ans, un record absolu. Le thème de la décarbonation dont le coût a été estimé entre 60 000 et 80 000 milliards de dollars constitue également un formidable levier d'investissement. Les Démocrates aux États-Unis et les Verts en Allemagne défendent activement cette cause, mais toutes ces largesses, prises ensemble, alimenteront encore l'inflation. Une autre source d'inflation résultant de facteurs politiques est la volonté des gouvernements de redistribuer les revenus aux ménages les plus modestes. La prise d'assaut du Capitole en janvier a été un signal d'alarme pour les responsables politiques indiquant à quel point la situation s'était dégradée et à quel point les revenus les plus modestes avaient besoin de soutien. Ces groupes ont tendance à dépenser leur argent plutôt qu'à le thésauriser. Or ces dépenses stimulent la croissance et exacerbent l'inflation des produits de base. Le coût des denrées alimentaires, par exemple, augmente rapidement. L'indicateur du petit-déjeuner (composé de café, de lait, de sucre, de blé, d'avoine et de jus d'orange) publié par le *Financial Times* en octobre était supérieur de 63% à son niveau de fin 2019 et en hausse de 26% par rapport à fin juin. De novembre à novembre, le coût des intrants agricoles a explosé, les phosphates grimpaient de 87%, la potasse de 129% et l'azote de 114%. En octobre, John Deere a accordé une augmentation de salaire immédiate de 10% à ses 10 000 travailleurs syndiqués et a accepté d'ajuster les salaires chaque trimestre en fonction de l'inflation. Autre signe de l'augmentation du pouvoir de négociation, le nombre de grèves aux États-Unis l'année dernière est passé de 7 en janvier à 58 en octobre. Les accords d'augmentation de salaire se généralisent donc et cette inflation salariale pourrait s'avérer difficile à contenir, surtout avec des niveaux de chômage aussi bas. Les forces politiques et économiques poussent les salaires à la hausse et ce phénomène ne fera qu'augmenter avec le redémarrage des économies. Enfin, il convient de noter que les hausses de salaire ont tendance à être définitives et il est très rare que les salaires soient baissés. Le marché de l'emploi en plein essor ne fait que renforcer ces pressions.

Un des grands bénéficiaires de l'augmentation des dépenses d'infrastructure et du thème de la décarbonation est le secteur des matières premières. La hausse des prix des matières premières est génératrice d'inflation. Or celle-ci a été fortement exacerbée par le lobbying environnemental. Il existe, en effet, une forte pression, découlant d'excellentes raisons environnementales, pour réduire l'utilisation des combustibles fossiles et les remplacer par de l'énergie provenant de sources renouvelables telles que

l'énergie solaire et éolienne. Toutefois, l'incapacité à stocker l'énergie provenant de ces sources renouvelables rend le monde dépendant des combustibles fossiles, qui fournissent encore 85% de l'énergie mondiale. La production de pétrole et de gaz a été cruellement sous-investie, tandis que les énergies renouvelables ne parviennent pas à combler le vide. Les compagnies pétrolières et gazières ont été très réticentes à investir dans le développement de nouvelles capacités, compte tenu de l'hostilité à l'égard du secteur, mais aussi pour apaiser les actionnaires qui préfèrent que les importants flux de trésorerie leur soient reversés sous forme de dividendes. Les budgets d'exploration mondiaux sont passés de 100 milliards de dollars il y a dix ans à 50 milliards aujourd'hui. Les pressions environnementales ont gravement limité la réponse de l'offre qui aurait normalement dû résoudre la pénurie. De ce fait, la flambée spectaculaire des prix du gaz a provoqué un effondrement des réseaux électriques dans diverses régions, de l'Iran à la Californie, en passant par le Royaume-Uni, le Japon ou encore la Chine. Il en résulte une crise énergétique dans laquelle la plupart des investisseurs ne peuvent pas investir, de peur d'être attaqués par le lobby vert. Au-delà des combustibles fossiles, le problème s'étend à d'autres secteurs à forte intensité de capital, comme l'exploitation minière, le ciment et le transport maritime. Il faudra des années pour rééquilibrer la situation et la tâche sera d'autant plus ardue qu'il est difficile de mobiliser des capitaux en raison des facteurs environnementaux et de la rareté des investisseurs disposés à intervenir dans ces secteurs. C'est ainsi que le pouvoir sur ces marchés se déplace de plus en plus vers les pays qui se soucient moins de production propre, comme la Russie et l'Arabie saoudite et que paradoxalement, la campagne visant à assainir le secteur aura eu pour effet de le pousser vers les acteurs les moins réglementés. Une autre source d'inquiétude est liée au pic des cours du pétrole qui menace. En effet l'histoire montre qu'il n'est pas rare qu'un marché émergent s'effondre en raison du stress économique imposé par les prix élevés de l'énergie.

Si la demande progresse, les prix du pétrole et du gaz repartiront à la hausse, mais de nombreux matériaux essentiels à l'évolution des énergies renouvelables continueront sans doute à augmenter aussi. La production d'énergie à partir de sources renouvelables est gourmande en matières premières. Les sommes considérables mobilisées pour améliorer la production d'énergie renouvelable dépendent de l'approvisionnement en cuivre, en lithium, en nickel, en manganèse, en graphite et autres matériaux essentiels. Il est difficile, au vu de la demande, de penser que leurs prix ne vont pas augmenter. Par ailleurs, les régulateurs contribuent également à la hausse des prix. Une des décisions prises à l'issue de la COP 26 porte sur une réduction de 30% des émissions de méthane d'ici 2030. Rien qu'au Texas, la mise en conformité des puits coûtera 4 milliards de dollars, mais plus grave encore, elle mobilisera environ 256 000 heures de travail. En début d'année, Grupo Mexico, l'un des plus grands producteurs de cuivre, a annoncé qu'il n'ajouterait aucune nouvelle capacité de production avant 2028, le temps de mettre ses activités existantes en conformité avec les normes environnementales. L'affectation des ressources ailleurs qu'à la production renforce les pressions haussières sur les prix. Ces pressions devraient se maintenir jusqu'à ce que les électeurs obligent les gouvernements à agir si les hausses de prix deviennent trop préjudiciables.

Les marchés chinois ont connu une mauvaise année en 2021, les investisseurs s'inquiétant du ralentissement du marché immobilier et du risque de conflit avec Taïwan. La démocratie dynamique de Taïwan dérange les dirigeants chinois, de plus en plus léninistes, mais tant que Taïwan ne déclare pas son indépendance, une confrontation militaire semble trop risquée pour la Chine. En revanche, la question de l'immobilier est plus préoccupante. L'immobilier a été le secteur par lequel le parti communiste a stimulé l'économie et l'a aidée à atteindre les objectifs de croissance ambitieux fixés dans ses plans quinquennaux. L'évolution, voulue par la Chine, d'un modèle axé sur les investissements et les exportations à un modèle porté par la consommation intérieure exige une transition difficile. Le désamorçage des bulles immobilières et bancaires constitue un exercice que peu de pays sont parvenus à réaliser sans heurts. Toutefois, le contrôle exercé par la Chine sur son système financier lui confère un avantage dont d'autres pays ne bénéficient pas. La vaste économie chinoise devrait encore offrir de nombreuses opportunités d'investissement, mais, pour que le marché se redresse, les investisseurs voudront probablement que les dirigeants chinois leur montrent plus clairement que les capitaux privés sont toujours les bienvenus.

La menace d'une inflation plus persistante que ce qu'envisagent les banques centrales et le durcissement nécessaire des politiques monétaires rendent les obligations peu attractives. Le fait que depuis 2014, les porteurs d'obligations allemandes à 10 ans n'ont eu aucun rendement donne à réfléchir. La plupart des actions paraissent bon marché au regard des rendements obligataires très bas, mais si les taux commencent à augmenter, il faudra tout réévaluer, les actions se comportant comme des substituts d'obligations seraient dévalorisées, et le segment le plus vulnérable serait sans doute celui des sociétés-concepts bien notées. Les taux d'intérêt nuls permettent aux investisseurs d'être patients avec les entreprises présentant de bonnes perspectives à long terme, car leur financement est très bon marché, mais lorsque les taux d'intérêt augmentent, les investisseurs exigent une rentabilité immédiate et les entreprises dont les bénéfices sont multipliés par 50 ou 100 se voient confrontées à un environnement bien plus difficile. La partie vraiment spéculative du marché, constituée d'entreprises générant peu de bénéfices et parfois même peu de chiffre d'affaires, sera la plus durement touchée. Les opportunités sont donc à chercher dans les segments de marché plus cycliques qui semblent sous-évalués. La performance des indices a été tirée par les valeurs défensives et de croissance qui se sont bien comportées au cours des dix dernières années dominées par les politiques d'austérité. Si la croissance fait son retour, le champ des possibles devrait s'élargir. La croissance des salaires des ménages plus modestes dynamisera les détaillants et leurs chaînes d'approvisionnement. Ces entreprises ont traversé une décennie difficile qui a vu la concurrence se réduire, de sorte que la combinaison d'une forte croissance de l'emploi et des salaires les place en bonne position pour tirer parti de la reprise. La relocalisation des productions exigera la reconstruction de toutes les infrastructures nécessaires aux différentes activités, offrant ainsi de multiples opportunités d'investissement. Les diverses évolutions des infrastructures et les tendances à la décarbonation créent également une nouvelle demande. Les industries du tourisme, du divertissement et du transport aérien seront également les premières bénéficiaires de la réouverture des économies. À mesure que les pays émergents se redressent, leurs

marchés devraient également enregistrer de meilleures performances. Une stratégie de type *barbell*, composée de ces idées et des méga-capitalisations technologiques américaines, semble la plus adaptée jusqu'à ce que les perspectives d'inflation soient plus claires. Les géants américains de la technologie méritent toujours une place dans le portefeuille du fait de leur rentabilité indiscutable. Apple, par exemple, a réalisé au moins 80 milliards de dollars de bénéfices par trimestre en 2021 et son bénéfice total pour l'année sera équivalent au PIB de pays comme Hong Kong, l'Afrique du Sud et Israël. Au seuil de 2022, les banques centrales sont confrontées à un dilemme. Si elles instaurent trop de mesures de relance, l'inflation risque de s'envoler, elles seront en revanche peu disposées à renoncer à la reprise qu'elles ont engendrée depuis la crise de covid. Bien des choses dépendent de la rapidité avec laquelle le monde prend le dessus sur le virus. Lorsque de mauvaises nouvelles sont annoncées, les marchés ont tendance à dégainer d'abord et à se poser des questions ensuite, ce qui est source de volatilité pour les investisseurs. Par contre, s'il apparaît clairement que les vaccins sont en train de venir à bout du virus et que nous développons une immunité, alors la croissance devrait être très forte. Il faudra alors veiller à ce que la flambée des prix de l'énergie ne vienne pas tout chambouler, éviter les obligations et orienter les portefeuilles d'actions vers les secteurs cycliques et de reprise. En ce qui concerne les devises, la vigueur récente du dollar américain pourrait s'estomper, celui-ci se dépréciant par rapport à l'euro et au yen, ainsi que par rapport aux devises des marchés émergents largement soutenues par les matières premières.

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. NS Partners 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 NS Partners 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 NS Partners