

REVUE TRIMESTRIELLE DES INVESTISSEMENTS

T1 2022

Par James Macpherson

«Il nous faut augmenter la production de pétrole et de gaz immédiatement»

Elon Musk, 5 mars 2022

À peine sortie de la crise du Covid, l'économie mondiale a été rattrapée par une autre crise provoquée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Outre le traumatisme humain, cet incident a de multiples répercussions économiques, la principale étant l'aggravation de la crise énergétique. Mais l'offre de plusieurs autres matières premières a également été impactée. En effet, la Russie est une superpuissance de la production de matières premières qui fournit 11% du pétrole mondial, 17% du gaz naturel, 40% du palladium, 15% du platine et du rhodium, 15% de l'aluminium, des volumes importants de nickel pour batteries et 65% du néon (un gaz rare utilisé pour la production de semi-conducteurs). La Russie et l'Ukraine représentent 28% du commerce mondial du blé. La Biélorussie a 40% de la potasse mondiale et la Russie fournit 66 % du nitrate d'ammonium (utilisé dans les engrais). Bon nombre de ces marchés étaient déjà tendus avant la guerre et la perte d'un fournisseur aussi important créera d'énormes perturbations à mesure que le monde tente de réorganiser ses approvisionnements. Les pressions inflationnistes sont manifestes et s'ajoutent à une inflation déjà à son niveau le plus élevé des quarante dernières années. À ces pressions s'ajoutera l'augmentation des dépenses militaires, qui pèsera davantage sur les budgets publics et aggravera l'inflation. Les guerres sont toujours inflationnistes. Avant l'invasion, plusieurs segments des marchés financiers étaient déjà en difficulté, les banques centrales ayant indiqué que les taux d'intérêt allaient augmenter durant le reste de l'année. Les obligations s'étaient effondrées à mesure que l'inflation augmentait tandis qu'aux États-Unis, les entreprises technologiques peu rentables enregistraient une chute vertigineuse. La plus spectaculaire fut causée par l'avertissement sur résultats de Meta (anciennement Facebook) le 3 février, qui valut à l'entreprise une perte de valeur de 250 milliards de dollars sur la journée. Le fait que cette perte représente la valeur totale combinée de toutes les sociétés du S&P 500, à l'exception des vingt plus importantes, est un bon indicateur du degré de concentration du marché. Pourtant, cette spécificité du marché est également source d'opportunités. L'intérêt obsessionnel pour la technologie ces dix dernières années a laissé de larges pans du marché dans l'ombre, de sorte qu'un grand nombre d'entreprises intéressantes présentent désormais des valorisations raisonnables. Toutefois, le contexte de forte inflation, auquel s'ajoutent un choc géopolitique et un choc des matières premières, a plongé tous les marchés dans l'incertitude. À terme, la conséquence la plus grave pourrait être la remise en cause du statut de monnaie de réserve du dollar américain. En effet, après le gel unilatéral des réserves russes, les pays disposant d'importants excédents réfléchiront à deux fois avant de placer leurs réserves sur le marché obligataire américain. Les États-Unis ont bénéficié jusqu'ici de milliers de milliards en dépôts de pays tels que la Chine, l'Inde, l'Arabie saoudite, les Émirats arabes unis et le Koweït, qui lui ont permis de gérer d'énormes déficits à faible coût, mais si leur inviolabilité était remise en question, ces réserves pourraient bien partir ailleurs. Une situation qui devrait exercer une pression haussière sur les taux américains et une pression baissière sur le dollar.

Il a toujours été entendu que la sortie du Covid se ferait de manière disparate, compte tenu des mutations du virus et du déploiement inégal des vaccins parmi les populations. Pourtant, au début de 2022, le redémarrage économique avançait à grands pas. Cela ne pouvait qu'entraîner un regain d'inflation, compte tenu des dispositifs de relance colossaux mis en place par les autorités et de la perturbation des chaînes d'approvisionnement. On espérait néanmoins que cette inflation serait transitoire. Finalement elle s'est avérée plus persistante et atteint près de 8 % aux États-Unis, tandis que l'Allemagne a enregistré une inflation des prix à la production de 25 % et l'Italie de plus de 40 %. L'inflation en Occident (où elle est nettement moins problématique qu'en Asie) est sortie d'une tendance baissière de quarante ans. Ses principaux moteurs sont les denrées alimentaires et l'énergie, mais l'inflation des salaires est également en hausse. La vigueur des embauches et la diminution du nombre de travailleurs résultant des départs en retraite anticipée ou des personnes souffrant de problèmes de santé liés au Covid ont entraîné une hausse des salaires. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les facteurs environnementaux, tels que la réduction par la Chine de son utilisation de charbon thermique bon marché pour réduire la pollution, ont exercé une pression supplémentaire. La dernière fois que l'inflation a atteint le niveau actuel de 7,5%, en 1978, le ratio dette publique/PIB des États-Unis était de 32%. Ce ratio est désormais à 130% pour une dette publique de 30 000 milliards. Or, les recettes fiscales ne s'élevant qu'à 2 000 milliards de dollars, une hausse trop importante des taux d'intérêt pourrait s'avérer dangereuse et plus l'inflation est forte, plus il sera difficile de maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas. Concrètement, une hausse de 1,5 % des taux alourdirait la charge des intérêts américains de 450 milliards de dollars. Avant même que l'inflation ne devienne un problème, le niveau peu attractif des rendements réels a fait que les obligations émises par le gouvernement ont dû être achetées par la Réserve fédérale. Ce processus d'assouplissement quantitatif a nettement profité aux prix des actifs. Au début de 2009, lorsque le programme d'assouplissement quantitatif fut lancé, le marché boursier américain était évalué à 60% du PIB américain. À la fin de 2021, il représentait plus de 200% du PIB, tandis que le bilan de la Fed s'était élargi de 8 000 milliards de dollars. Les marchés obligataires et d'actions semblent exagérément tendus au regard de l'inflation, et si cette dernière persiste, ils risquent tous deux une correction importante. Dans ce contexte, le drame russo-ukrainien ne pouvait tomber plus mal, car il est susceptible de générer d'importantes revendications salariales, les consommateurs peinant à faire face à l'augmentation du coût de la vie. Selon certaines estimations, la hausse des prix de l'énergie pourrait entraîner une augmentation de 50 à 100% de la facture énergétique du ménage européen moyen. De plus, la perte probable des moissons ukrainiennes entraînera une hausse des prix des denrées alimentaires. On notera que l'essentiel du blé ukrainien est destiné au Moyen-Orient et à l'Afrique du Nord. Or, les Printemps arabes, il y a dix ans, furent provoqués par des pénuries alimentaires qui menacèrent ensuite la sécurité des approvisionnements énergétiques du Moyen-Orient. Le risque de spirale infernale est bien réel et les gouvernements prieront pour que les récoltes soient bonnes cette année. Ils pourraient être tentés d'intervenir pour atténuer la pression financière sur les ménages plus modestes, mais cela ne ferait qu'exacerber le problème, car les subventions atténuent le signal de prix, de sorte que la demande de pétrole à plus de 100 dollars sera plus forte qu'elle ne devrait l'être.

Les crises énergétiques et des matières premières ont été aggravées par la dynamique environnementale. Les politiques «net zéro» ont diabolisé l'industrie pétrolière et gazière si bien que le budget consacré au remplacement des réserves de combustibles fossiles a été réduit au total de 1 000 milliards de dollars au cours de la dernière décennie. À titre d'illustration, Rystad estime que les quantités de pétrole et de gaz découvertes en 2021 ont été les plus faibles depuis 1946 et que les réserves ne sont plus remplacées. Autre problème, le réservoir de main-d'œuvre qualifiée nécessaire au fonctionnement de cette industrie s'est considérablement réduit, les jeunes étant moins nombreux à se lancer dans ce secteur. Le lobby vert semble ainsi avoir involontairement conféré un avantage concurrentiel significatif au secteur des matières premières, rendant celui-ci extrêmement rentable. Avant le drame ukrainien, le monde tablait déjà sur une crise énergétique généralisée sur les cinq prochaines années, l'Occident étant de plus en plus dépendant pour ses approvisionnements en énergie de pays peu amicaux. À l'heure actuelle, le grand problème des énergies renouvelables est qu'elles ne peuvent être stockées. Lorsque le soleil se couche ou que le vent tombe, l'approvisionnement s'interrompt, ce qui a provoqué l'effondrement de nombreux réseaux électriques l'année dernière. Les répercussions de la hausse des prix de l'énergie sont nombreuses. Le prix de produits à forte intensité énergétique tels que l'urée, utilisée dans les engrais, a triplé l'année dernière. Les agriculteurs doivent choisir entre payer ces prix ou réduire leur utilisation d'engrais, avec à la clé un effondrement des rendements céréaliers. Ce problème ne peut être résolu par les banques centrales qui ne peuvent imprimer de l'énergie ou de la nourriture et le manque d'offre de ces matières premières fondamentales pourrait faire grimper l'inflation encore plus haut.

Dans ce contexte plutôt sombre, il ne faut pas perdre de vue les opportunités. La question centrale est de savoir si la croissance peut se maintenir. La pandémie a montré que les décideurs politiques peuvent soutenir la croissance s'ils le souhaitent et qu'ils essaieront probablement de protéger les consommateurs, du moins ceux dont les revenus sont plus modestes. S'ils soutiennent la croissance, les marchés d'actions en profiteront, ceux-ci accueillant volontiers toute forme de stimulation. De plus, les consommateurs abordent cette crise en bonne forme, les économies importantes réalisées durant la pandémie leur assurant une marge de sécurité. L'emploi est en bonne santé et les salaires sont en hausse. La Chine a commencé à stimuler son économie et, en l'absence de récession profonde en Occident, elle devrait bien se porter. En termes sectoriels, le grand bénéficiaire de l'actualité récente est le secteur de l'énergie, qu'il s'agisse des combustibles fossiles ou des énergies renouvelables. Le vague objectif de neutralité carbone d'ici 2050 a été remplacé par la nécessité de tout faire pour atteindre la sécurité et l'indépendance énergétiques d'ici l'hiver 2022. Ceci est important, en particulier pour l'Europe et des ressources considérables seront consacrées à cette question. La solution à long terme en matière de sécurité énergétique et de changement climatique consiste à construire des centrales nucléaires et davantage d'infrastructures renouvelables, ce qui profitera à des secteurs comme les machines-outils et les semi-conducteurs, ainsi qu'à des métaux comme le cuivre, le lithium et le cobalt. Mais à court terme, les producteurs de combustibles fossiles en tireront profit, car l'engagement absolu en faveur du «net

zéro» est irréalisable et monde sera contraint de se tourner vers ces producteurs pour combler le vide laissé par la Russie. Pour financer ce projet à long terme, l'UE dispose d'un fonds de relance de 750 milliards d'euros, ainsi que du Pacte vert pour l'Europe, qui prévoit le déploiement de plus de 1 000 milliards d'euros. La montée en puissance de l'investissement sera considérable. Il en résultera une période prolongée de forte demande pour les matières premières. Ce projet profitera aux entreprises qui ont été ignorées dans le marché haussier obsédé par la technologie des dix dernières années. Ces entreprises n'ont pas été en vedette, mais présentent une activité solide et des valorisations raisonnables. La hausse des salaires obligera également les entreprises à investir davantage pour accroître leur productivité, ce qui devrait favoriser une reprise pluriannuelle des dépenses d'investissement par rapport aux faibles niveaux actuels. Cette inflation marquée des salaires obligera les entreprises à accroître leurs ventes suffisamment vite pour compenser l'augmentation des coûts. De nombreuses entreprises n'y parviendront pas, mais celles qui y parviendront prospéreront. La sélection de valeurs est donc primordiale et la réplique d'indices pourrait s'avérer moins rémunératrice. En témoigne la réorganisation récente de l'indice Dow Jones en août 2020. Au 31 mars 2022, les entreprises écartées de l'indice ont réalisé les performances suivantes : Exxon +106%, Pfizer +44% et Raytheon +62%. Tandis que Salesforce, Amgen et Honeywell intégrées dans l'indice à leur place ont enregistré une performance de -22%, -5% et +17% respectivement.

Sur le plan géographique, l'un des marchés les plus intéressants est le Japon. Le pays abrite bon nombre des entreprises qui bénéficieront de ce nouvel environnement et ses entreprises cotées font l'objet d'une révolution à la faveur de laquelle les actionnaires sont désormais bien mieux traités. La rentabilité des capitaux propres des entreprises japonaises dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 millions de dollars s'est améliorée pour se rapprocher des niveaux américains. Au cours des vingt dernières années, les entreprises japonaises ont multiplié leurs versements de dividendes par sept, passant de 20 à 140 milliards de dollars. Depuis son creux en 2012, le marché a progressé de 240% et les bénéfices ont augmenté de 300%. Il s'est donc dévalorisé à un moment où la plupart des marchés voyaient leurs valorisations augmenter. En comparaison, le marché américain a progressé de 500% sur la même période, alors que les bénéfices n'ont augmenté que de 200%. Le marché sous-détenu par les investisseurs internationaux se caractérise par des bénéfices importants, une génération de trésorerie record et une gouvernance d'entreprise en amélioration. Enfin, les entreprises de private equity sont désormais plus actives sur ce marché, ce qui pousse les entreprises à être plus performantes.

L'actualité choquante en Ukraine a fragilisé les marchés et le niveau d'incertitude est considérable. Il est peu probable que cette anxiété se réduise. Elle pourrait même augmenter. Au-delà des questions politiques, la principale préoccupation économique devrait concerner la manière dont les banques centrales vont répondre à la montée des anticipations d'inflation tout en maintenant les taux à leurs niveaux extrêmement bas. Cependant, les crises sont toujours porteuses d'opportunités. La plupart des entreprises devraient rencontrer des difficultés, mais des opportunités sélectives se présenteront sur

le segment des matières premières, au Japon et parmi les entreprises capables d'améliorer leur productivité ou encore parmi celles qui permettront un approvisionnement énergétique plus efficace dans le monde. Les obligations restent peu intéressantes. On notera que depuis le début de la guerre, elles se sont affaiblies alors que la plupart des actions ont regagné le terrain qu'elles avaient perdu à l'annonce de l'invasion. Il est rare que les actions offrent un refuge plus sûr que les obligations et ce phénomène illustre bien la confiance des investisseurs dans la fiabilité des bénéfices des plus grandes entreprises technologiques ainsi que dans les nouvelles opportunités. Ces actions pourront vraisemblablement poursuivre sur leur lancée, tant que les rendements obligataires n'augmenteront pas trop. Sur le plan des devises, le dollar américain devrait conserver son statut de refuge, face à une croissance européenne pénalisée par la guerre.

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