

Quelle catégorie fait fausse route : les actions ou les obligations?

Auteur



Robert M. Almeida Jr.
Gestionnaire de portefeuille et
stratège en placements mondiaux

En résumé

- Soit les taux de rendement réels sont trop élevés aux États-Unis, soit les évaluations boursières sont nettement supérieures à leur juste valeur.
- Et si les évaluations boursières reflétaient la promesse de l'intelligence artificielle (IA)? L'histoire montre que les entreprises établies ne sortent pas toujours gagnantes.
- Dans ce nouveau paradigme, l'acteur le moins fort échouera et cédera ses parts de revenus et ses sources de bénéfices aux plus aptes.

Un grand investisseur a déjà affirmé que « tout placement est axé sur la valeur ». Il avait raison, puisque payer des titres trop cher s'est avéré un obstacle de taille à surmonter. La difficulté consiste à évaluer la véritable « valeur » compte tenu de la vaste gamme de variables qui peuvent influencer sur l'avenir d'une entreprise, qu'elle soit nouvelle ou ancienne, en particulier dans un monde en plein changement.

J'écris rarement à propos des évaluations boursières, comme les ratios cours/bénéfice prévisionnels ou des 12 derniers mois, la principale raison étant qu'il ne s'agit pas de mesures de la valeur. Elles ne servent qu'à comparer la valeur relative entre des groupes d'actifs financiers. Ce sont des ratios mathématiques à court terme qui sont surutilisés par des investisseurs n'ayant pas la capacité ou le temps nécessaire pour bien comprendre le fonctionnement interne complexe et la valeur d'une entreprise.

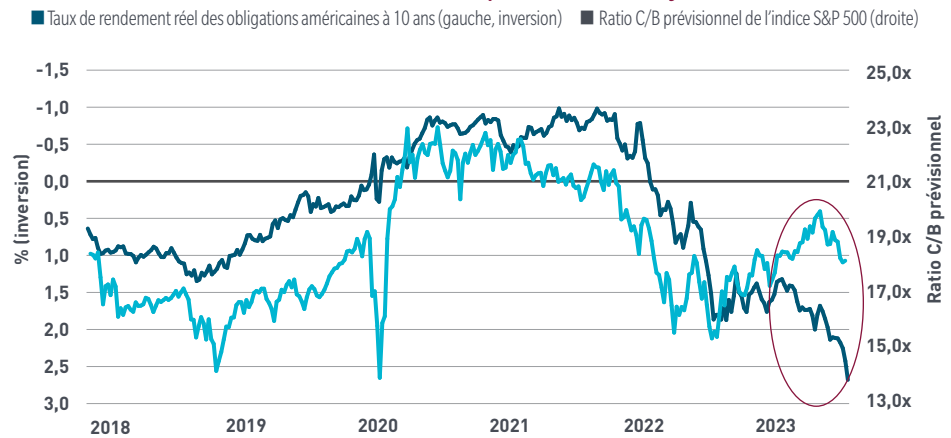
Qu'il s'agisse de placements publics ou privés, ou d'actions ou de titres de créance, tous les actifs à risque doivent rémunérer les investisseurs non seulement pour la possibilité d'une perte en capital, mais aussi pour le temps. Le capitalisme ne fonctionne que lorsque les épargnants et les investisseurs sont récompensés pour avoir immobilisé leur argent. Les taux d'intérêt représentent le prix du temps et sont intégrés à la valeur de *chaque* actif risqué. C'est ce qui explique la relation entre les taux d'intérêt et les évaluations des actifs.

Cette relation est rompue

La ligne bleu foncé, mesurée par l'axe de gauche, est le taux de rendement (inversé) des obligations du Trésor américain à 10 ans protégées contre l'inflation. Nous l'utilisons comme indicateur des taux réels prévus aux États-Unis. La ligne bleu pâle, mesurée par l'axe de droite, représente le ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois de l'indice S&P 500.



Figure 1 : Soit les taux de rendement réels sont trop élevés , soit les évaluations boursières sont nettement supérieures à leur juste valeur.



Source : Bloomberg. Données hebdomadaires du 5 janvier 2018 au 6 octobre 2023. Les ratios C/B prévisionnels sont les ratios des 12 prochains mois. Le taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans est calculé à partir des obligations du Trésor américain à 10 ans protégées contre l'inflation. L'indice **S&P 500** mesure le rendement des 500 plus grandes sociétés américaines ouvertes sur le marché boursier des États-Unis.

La relation est simple. Lorsque les taux d'intérêt baissent, la valeur des flux de trésorerie futurs augmente et fait grimper les évaluations boursières. C'est ce que montre le graphique. Les mesures de confinement pendant la pandémie ont permis aux banques centrales de se prémunir en vue d'une répression financière accrue. Les taux de rendement réels sont passés d'environ 1 % (avant la pandémie) à un chiffre négatif et les actifs risqués ont réagi positivement.

La relation va aussi dans l'autre sens. Après l'embuscade inflationniste de 2022, les évaluations boursières se sont effondrées afin de rémunérer les investisseurs pour la compétitivité croissante des taux de rendement sans risque.

Notre cercle souligne l'échec de cette relation générale. Soit les taux de rendement réels sont trop élevés à un niveau plus normal sur le plan historique de 2 %, soit les évaluations boursières sont nettement supérieures à leur juste valeur. Autrement dit, le marché obligataire envoie des signaux très différents de ceux du marché boursier.

Si le marché obligataire a raison, qu'est-ce qui échappe au marché boursier?

Le paradigme des dernières décennies, caractérisé par des capitaux abondants et abordables, une main-d'œuvre bon marché et de faibles dépenses en immobilisations qui ont propulsé les marges bénéficiaires à des sommets records, a pris fin. Extrapolant peut-être de manière fallacieuse, des investisseurs en actions supposent que ces facteurs favorables aux bénéfices se maintiendront.

Toutefois, la triste réalité est qu'ils représentent maintenant des obstacles aux bénéfices. Le crédit est devenu rare et cher. Même si l'endettement net des sociétés semble raisonnable en regard des bénéfices des 12 derniers mois, les investisseurs devraient envisager leur effet de levier en fonction de bénéfices normalisés, et non records. De plus, même si de nombreux titres de créance sont venus à échéance durant la pandémie, les événements de crédit découlent rarement des échéances et sont habituellement liés à des structures de capital non durables. À l'approche de 2024, les investisseurs commenceront à intégrer des coûts en capital nettement plus élevés à leurs modèles de flux de trésorerie disponibles. Les dettes élevées accumulées sur de nombreuses années ont servi à accroître les flux de trésorerie existants plutôt qu'à investir dans de nouvelles sources de revenus. Ces dettes devront probablement être remboursées à des coûts beaucoup plus élevés et avec moins de revenus.



La main-d'œuvre aussi est maintenant rare et représente une dépense importante qui aura un impact sur les bénéfiques futurs. Cette année, les États-Unis enregistrent en moyenne une faillite chaque jour ouvrable ou deux, car les sociétés croulent sous le poids de leur dette ou échouent simplement parce que leur modèle d'affaires n'est pas viable dans un monde où les capitaux sont limités. Les coûts de la main-d'œuvre devraient se normaliser à mesure que l'équilibre est rétabli, mais ce pourrait être un long processus. D'ici là, les dépenses en main-d'œuvre pèseront sur les rendements.

Et si le marché obligataire faisait fausse route?

Peut-être que l'écart d'évaluation est stimulé par l'IA, dont le marché obligataire sous-évalue les effets?

Même si c'est une possibilité, le passé a montré que les gains de productivité s'estompent ultimement en raison de la concurrence. Même si les sociétés profitent d'une hausse initiale des bénéfices grâce aux nouvelles technologies et que la main-d'œuvre est en mesure de produire davantage avec moins, les nouveaux venus qui ont de nouvelles idées sur le marché changent souvent la dynamique du secteur, et ces gains diminuent.

Les perturbateurs et les innovateurs ont tendance à tirer parti des nouvelles technologies et à usurper la proposition de valeur des entreprises déjà établies. Selon nous, même si l'IA peut provoquer un changement graduel de la façon dont les sociétés fonctionnent, elle pourrait permettre l'émergence de tout un nouveau groupe d'entreprises qui viendrait mettre en péril certaines des sociétés existantes qui polluent les indices de référence. C'est pourquoi nous sommes fermement convaincus de la valeur future de la gestion active.

Au cours de la prochaine période de tensions financières, les banques centrales reviendront-elles à la répression financière et à la socialisation des pertes?

Bien que tout soit possible, cela nous semble peu probable. Il est utile ici de différencier les désirs et les contraintes. Autrement dit, les décideurs pourraient « vouloir » réduire les taux, mais le peuvent-ils réellement?

Comparativement aux épisodes précédents, la plupart des économies avancées sont confrontées à des ratios dette/PIB élevés et à des déficits budgétaires qui montent en flèche. Cette situation pourrait imposer de nouvelles contraintes aux décideurs, car les investisseurs en obligations sont de toute évidence de retour après des années de léthargie. Les gouvernements, tout comme les actifs risqués, doivent rivaliser pour obtenir le capital des épargnants et, eux aussi, sont maintenant à la merci du marché obligataire.

Conclusion

Pour une myriade de raisons, les marchés boursiers tardent généralement à prendre en compte les résultats financiers indésirables. Ceux et celles qui lisent fréquemment nos commentaires se souviendront des remarques antérieures à ce sujet. Même si les taux, à court ou à long terme, nominaux ou réels, peuvent fluctuer à la hausse ou à la baisse dans une certaine mesure, le paradigme a changé, et nous estimons qu'il est très peu probable que les taux reviennent à leurs creux antérieurs.

Le nouveau paradigme sera différent du précédent. Les entreprises les moins performantes ont réussi à survivre en raison des coûts réduits. Mais les coûts ne sont plus réduits et continuent d'augmenter, ce qui crée des tensions. Dans ce nouveau paradigme, l'acteur le moins fort échouera et cédera ses parts de revenus et ses sources de bénéfices aux plus aptes.

Les investisseurs qui peuvent comprendre quelles entreprises offrent une valeur réelle et lesquelles n'en offrent pas se retrouveront dans une position enviable par rapport à l'ensemble du marché. ▲



Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

« Standard & Poor's^{MD} » et S&P « S&P^{MD} » sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'occasion d'effectuer un placement dans ces produits.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.

Veillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et est destiné à un usage institutionnel seulement. Au Canada, le présent document est réservé aux clients institutionnels.

Note à l'intention des lecteurs du Canada : Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :** Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social se situe au S. à r. l. 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.