

Un paradigme différent

Auteur



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

En résumé

- Le rendement du capital influence l'évaluation des actions.
- Les deux éléments qui, par le passé, ont contribué au rendement du capital lui nuisent aujourd'hui.
- La prudence est de mise.

C'est le rendement (du capital) qui compte

La valeur marchande des actions, qu'elles soient publiques ou privées, représente une série d'hypothèses sur le rendement futur du capital. Lorsque les prévisions de bénéfices changent, la valeur marchande s'ajuste en conséquence. L'ajustement peut être rapide sur les marchés publics ou lent sur les marchés privés, mais il est inévitable.

Le catalyseur de la remarquable période d'accumulation de richesse que les investisseurs ont connue depuis la fin de la crise financière mondiale a été la croissance importante du bénéfice net des entreprises, peu importe la région ou le style. Alors que certains titres ont nettement surpassé les autres, comme ceux des entreprises américaines de croissance à grande capitalisation, le rendement du capital et les cours boursiers ont été relativement élevés et les interruptions ont été minimales.

Hormis les trimestres dopés par les mesures de relance liées à la COVID-19, la surabondance de l'épargne à l'échelle mondiale et la diminution des investissements en instruments à taux fixe ont contribué à des années de stagnation économique qui ont pesé sur les revenus des entreprises. Pourtant, de nombreuses entreprises partout dans le monde ont été en mesure de produire des taux de rendement remarquables, en partie grâce à la baisse des coûts d'investissement et d'exploitation.

C'est ainsi que nous en sommes arrivés là, mais ce qui importe maintenant, c'est de savoir où nous allons. Depuis 2022, les coûts à la fois d'investissement et d'exploitation ont augmenté. Nous expliquons ci-dessous pourquoi nous ne nous attendons pas à ce qu'ils redescendent à leurs niveaux antérieurs et ce que cela pourrait signifier pour les actifs risqués.

Deux facteurs importants – et étroitement liés

La Banque d'Angleterre a réalisé un exploit étonnant en compilant l'historique des taux d'intérêt sur 5 000 ans. On apprend que c'est en 2021 que les taux ont atteint leur creux de tous les temps. Bref, ceux qui, comme moi, sont nés avant le début des années 1980 ont vu les taux à leur plus et à leur plus bas en 5 000 ans.

Trois ans plus tard, malgré un marché de l'emploi serré et un quart de million de nouveaux emplois créés chaque mois, les intervenants du marché prévoient toujours un assouplissement des politiques monétaires mondiales. Si c'est vrai, et je ne dis pas le contraire, le plus important est de savoir ce qu'il adviendra des courbes de taux et des taux à long terme.



Même si le taux du financement à un jour et les taux à court terme vont probablement baisser d'ici peu, trop d'investisseurs semblent miser sur un effondrement des taux à long terme et une résurgence des faibles coûts d'investissement. À mon avis, toute réduction des taux à court terme est plus susceptible d'entraîner des courbes de taux plus favorables que des baisses abruptes des coûts d'emprunt à long terme. Plus important encore, je crois qu'il est peu probable que les coûts d'emprunt, que ce soit pour les consommateurs, les entreprises ou les entités gouvernementales, reviennent aux creux historiques, car la demande globale est trop élevée, la main-d'œuvre trop rare et le besoin d'investissement de capitaux trop important.

On me demande souvent, lorsque je fais part de ce point de vue, si les décideurs ne voudront pas manipuler les courbes de taux en cas de tensions sur les marchés. Bien sûr. Cependant, vouloir faire quelque chose et avoir la capacité de le faire sont deux choses. Il était beaucoup plus facile de manipuler les courbes de taux lorsque l'épargne était élevée, les dépenses, basses, la main-d'œuvre, abondante (c.-à-d. que son pouvoir de négociation était faible) et la croissance et l'inflation, faibles.

Qu'est-ce qui a changé?

Aujourd'hui, ce qui a changé, c'est que l'épargne des ménages est maintenant consacrée à la nourriture, au logement et à l'énergie, et que les entreprises dépensent pour simplifier les chaînes d'approvisionnement (nous y reviendrons) dans un contexte où la main-d'œuvre est coûteuse et peu abondante. Toutes ces dépenses favorisent la croissance – et l'inflation. En outre, l'inflation est aujourd'hui non seulement plus élevée, mais aussi plus volatile que dans le paradigme de croissance lente et d'inflation faible, tandis que les déficits budgétaires sont beaucoup plus importants qu'ils ne l'étaient il n'y a pas si longtemps. Cette situation a conduit à ce que les contraintes des politiques monétaires soient dictées par le marché obligataire, comme nous l'avons vu au Royaume-Uni lors de la crise de l'investissement guidé par le passif il y a 18 mois. Cet état de fait est important pour les actifs risqués, car le taux de rendement minimal pour générer un bénéfice net positif a beaucoup augmenté.

La mondialisation constitue un autre facteur. La mondialisation et le stockage juste à temps étaient d'extraordinaires catalyseurs de croissance des bénéfices, car l'entreposage de marchandises est coûteux. Des stocks disponibles moindres se traduisent par un fonds de roulement plus élevé et des activités d'exploitation et des bénéfices plus efficaces. La fabrication à faibles coûts, en particulier en Asie, a permis à de nombreux conglomérats occidentaux de réduire leurs coûts de main-d'œuvre. L'impartition des activités de fabrication s'est traduite par une diminution des investissements en immobilisations pour les multinationales. Toutes choses étant égales par ailleurs, lorsque l'intensité capitaliste diminue, les bénéfices augmentent. Cependant, la mondialisation a permis aux entreprises des marchés développés de posséder moins d'immobilisations corporelles, mais elle a également marqué le début d'une décennie de stagnation économique dans les années 2010. La mondialisation n'est donc pas sans risque. D'ailleurs, la pandémie, la guerre entre la Russie et l'Ukraine et les conflits au Moyen-Orient ont mis en évidence un plus grand nombre de ces risques.

L'évolution de la mondialisation

La paix mondiale était une condition préalable au stockage juste à temps et à la mondialisation. Les navires sont devenus plus gros et pouvaient transporter davantage de conteneurs, car les alliances conclues après la Seconde Guerre mondiale avaient permis de rendre les océans plus sûrs. Les entreprises devaient être sûres que les marchandises arriveraient à temps, et c'est ce qui se produisait. À mesure que la confiance s'est accrue et que les avantages des économies d'échelle se sont multipliés, le pourcentage de marchandises échangées par voie maritime à l'échelle mondiale a plus que doublé. Parallèlement, les coûts d'expédition ont reculé et les bénéfices ont monté en flèche.



Ces coûts demeurent peu élevés, mais sont en hausse. Plus inquiétant encore, une pandémie mondiale, deux guerres chaudes et une guerre froide ont ébranlé la certitude qu'une pièce indispensable arrivera « juste à temps ». Par ailleurs, l'arbitrage relatif à la main-d'œuvre avec l'Asie a pris fin parce que la fabrication en Asie n'est plus bon marché et qu'il est difficile d'embaucher du personnel presque partout.

La mondialisation n'est pas terminée, et le stockage juste à temps non plus. Je soutiens toutefois que les chaînes d'approvisionnement deviendront moins complexes, qu'elles coûteront plus cher, ou les deux.

Il est temps d'être sélectif

Les sociétés, comme les économies et les marchés financiers, sont cycliques. L'histoire nous apprend que les périodes difficiles produisent des gens endurcis. Et ces personnes endurcies par l'adversité créent des périodes de prospérité. Ces périodes de prospérité, à leur tour, créent des personnes plus « tendres ». Enfin, ces personnes tendres finissent par créer des périodes difficiles, ce qui complète le cycle.

À mon avis, la réponse des politiques à la crise financière mondiale et à la pandémie a créé délibérément un environnement commercial facile, qui a généré des rendements élevés pour les détenteurs de capitaux. La vie, les affaires et les investissements ne sont pas faciles. Pourtant, la réponse extrême des politiques a rendu les investissements faciles récemment.

Conclusion

- Nous sommes d'avis que le principal moteur du rendement du capital au cours des dernières années a été la baisse des coûts, et non la croissance.
- Les coûts ont cessé de baisser. Ils augmentent alors que la croissance ne suit pas le rythme.
- Les primes de risque des actions et des obligations de sociétés sont relativement faibles et laissent peu de place à l'erreur.

Les rendements des portefeuilles dépendront probablement davantage des données fondamentales à mesure que les dynamiques susmentionnées se concrétiseront. Selon nous, les entreprises en mesure de tirer leur épingle du jeu dans le nouveau paradigme de hausse des coûts devraient largement surpasser celles qui ne sont pas encore prêtes.

À mesure que le cycle sociétal, économique et de marché s'achèvera, l'environnement d'exploitation commerciale facile, qui a cours actuellement, changera. L'adversité s'accroîtra, mais le nouveau paradigme ne permettra probablement pas aux décideurs d'atténuer le choc cette fois-ci. C'est pourquoi je pense que la prudence est de mise en ce qui concerne les portefeuilles que vous détenez. ▲



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 de cette société à responsabilité limitée se situe au 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*; **Bahrein** – Ce document n'a pas été approuvé par la Central Bank of Bahrain, qui n'assume aucune responsabilité à l'égard de son contenu. Il n'y aura aucune offre publique dans le Royaume de Bahrein et le présent document ne doit être lu que par le destinataire et ne doit pas être transmis, fourni ou montré au public en général. La Central Bank of Bahrain n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des déclarations et des renseignements contenus dans le présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive à la fiabilité accordée à la totalité ou à une partie du contenu du présent document. Le conseil d'administration et la direction de l'émetteur acceptent la responsabilité des renseignements contenus dans le présent document. Au meilleur des connaissances et des convictions du conseil d'administration et de la direction, qui ont tous pris toutes les précautions raisonnables pour s'assurer qu'il en soit ainsi, les renseignements contenus dans le présent document sont conformes aux faits et n'omettent rien qui soit à même d'avoir une incidence sur la fiabilité de ces renseignements; **Koweït** – Ce document ne doit pas être largement diffusé au public au Koweït. Les renseignements n'ont pas été autorisés à des fins d'offre par la Kuwait Capital Markets Authority ou tout autre organisme gouvernemental pertinent du Koweït. Aucune offre privée ou publique à l'égard des renseignements n'est présentée au Koweït, et aucune entente relative aux renseignements ne sera conclue au Koweït. Aucune activité de marketing, de sollicitation ou d'incitation n'est utilisée pour offrir ou commercialiser les renseignements au Koweït; **Oman** – Pour les résidents du Sultanat d'Oman : les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas une offre publique de titres dans le Sultanat d'Oman, comme le prévoit la Commercial Companies Law of Oman (décret royal 4/74) ou la Capital Market Law of Oman (décret royal 80/98). Ces renseignements sont diffusés de façon limitée strictement aux entités constituées en personne morale qui correspondent à la description des investisseurs avertis (article 139 des dispositions réglementaires de la Capital Market Law). Le destinataire reconnaît être un investisseur averti qui possède de l'expérience en affaires et en finances et qui est en mesure d'évaluer les avantages et les risques d'un placement; **Afrique du Sud** – Le présent document n'a pas été approuvé par le Financial Services Board et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente publique en Afrique du Sud; **Émirats arabes unis** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres aux Émirats arabes unis et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Les renseignements ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs exemptés des Émirats arabes unis qui appartiennent à l'une des catégories suivantes d'investisseurs qualifiés non physiques : 1) un investisseur capable de gérer ses placements lui-même, notamment : a) le gouvernement fédéral, les gouvernements locaux, les entités gouvernementales et les autorités ou les sociétés détenues en propriété exclusive par ces entités; b) les entités et organisations internationales; ou c) une personne autorisée à exercer une activité commerciale dans les Émirats arabes unis; à condition que le placement soit l'un des objets de cette personne; ou 2) un investisseur représenté par un gestionnaire de placement inscrit auprès de la Securities and Commodities Authority (individuellement un « investisseur qualifié non physique »). Les renseignements et les données n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Central Bank of the UAE, la Securities and Commodities Authority, la Dubai Financial Services Authority, la Financial Services Regulatory Authority ou toute autre autorité compétente en matière d'octroi de permis ou tout autre organisme gouvernemental des Émirats arabes unis (les « autorités »). Les autorités n'assument aucune responsabilité à l'égard des placements que le destinataire désigné effectue à titre d'investisseur qualifié non physique en fonction de l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Arabie saoudite** – Le présent document ne peut être distribué dans le royaume sauf aux personnes autorisées en vertu des Investment Funds Regulations publiés par la Capital Market Authority. La Capital Market Authority ne fait aucune déclaration quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité du présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive, ou découlant de la fiabilité accordée, à toute partie du présent document. Les acheteurs éventuels des titres offerts aux présentes doivent effectuer leur propre contrôle diligent pour vérifier l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Qatar** – Ce document/fonds n'est offert qu'à un nombre limité d'investisseurs qui sont disposés et aptes à mener une enquête indépendante sur les risques associés à un placement au titre de ce document/fonds. Le document ne constitue pas une offre publique et est réservé à l'usage du destinataire désigné; il ne doit pas être remis ou montré à toute autre personne (mis à part les employés, les agents ou les consultants dans le cadre de l'examen du destinataire). Le fonds n'a pas été et ne sera pas enregistré auprès de la Qatar Central Bank ni en vertu des lois de l'État du Qatar. Aucune opération ne sera conclue dans votre territoire et toute demande de renseignements concernant le document/fonds doit être adressée à votre personne-ressource à l'extérieur du Qatar.