Photo : Adobe

ÉCONOMIE

On en est là, un point c'est tout

Par *Jules Stevens* — Senior Portfolio Manager

Les cours de boursiers sont influencés par de nombreux facteurs : microéconomiques, macroéconomiques, politiques, météorologiques, systémiques, sanitaires, etc. On parle, bien entendu, du court terme. À long terme, dans un système capitaliste, la croissance des bénéfices sous-jacents est le seul facteur déterminant.

Ce serait un '*behavioural bias*'[1] de penser que l'on puisse prévoir, à court terme, tous ces facteurs et leur impact : c'est, en effet, impossible. En janvier 2022, les marchés boursiers américains étaient encore à un niveau record en raison de bonnes perspectives économiques. Quelques semaines plus tard, ces perspectives ont dû être revues à la baisse en raison des facteurs suivants :

1. Anticipations d'inflation plus élevée et donc, anticipation de taux d'intérêt directeur plus élevés

2. Guerre en Ukraine

3. Ralentissement de la croissance chinoise après un sévère blocage dû aux politiques « zéro Covid » du parti communiste chinois.

Le facteur 3 est devenu presqu'obsolète.

La visibilité sur le facteur 2, s'est, quant à elle, améliorée. En effet, outre la tragédie humaine en Ukraine, l'impact économique semble se limiter à une augmentation très douloureuse de certains prix de denrées alimentaires ainsi que des prix de l'énergie. La crainte d'une nouvelle escalade du conflit en dehors de l'Ukraine a toutefois pratiquement disparu. Le problème semble donc pouvoir être sous contrôle. Prenons aussi en considération qu'en plus d'une demande physique fondamentale de gaz, de pétrole, de blé, etc., il existe également une demande financière spéculative. Si l'année dernière, le marché était en équilibre à un niveau de prix de 100, une augmentation de 20 % de la demande due à la spéculation financière peut faire grimper le prix jusqu'à (je dis bien) 150. Dès que la demande spéculative supplémentaire disparaît, le prix peut à nouveau chuter brusquement. Nous sommes actuellement dans la tempête parfaite pour faire grimper les prix du pétrole, du gaz, du blé.

On en est là, un point c'est tout : la situation actuelle n'aurait pas pu être prédite en janvier 2022, et maintenant que nous en sommes là, il ne sert à rien de s'en prendre à soi-même ou à un quelconque gestionnaire. Ces périodes d'incertitude se produisent avec la régularité d'une horloge : crise du Covid-19 en mars 2020, mauvaise communication sur la hausse des taux d'intérêt en décembre 2018, etc. Les entreprises de qualité dans lesquelles nous investissons survivent à ces tempêtes. Elles peuvent même en bénéficier si la tendance à la croissance à laquelle elles participent est stimulée, ou, si leurs concurrents disparaissent ou sont rachetés en raison de l'impact économique. Mais en termes cycliques, cela conduit - temporairement - à des perspectives moins favorables qu'auparavant.

Le premier facteur, l'inflation, est de loin le plus important. L'impact de la hausse des taux d'intérêt est - par conséquent - énorme et mérite une réponse structurée.

[1] La traduction française de ce terme est «biais comportemental » mais ça sonne mal à l'oreille.

IMPACT DE LA HAUSSE DES TAUX DIRECTEURS

Du point de vue des États-Unis :

1. Jusqu'à quel niveau le taux directeur devrait-il être relevé afin de ramener les pressions inflationnistes au fameux "around 2 %" ? Et ainsi assurer une politique monétaire neutre.

Toutes les prévisions d'un futur taux directeur américain de la Fed compris entre 1,5% et 2,5% semblent bonnes pour le moment. En dessous de cette fourchette, nous serions en mode « stimulation », càd. au-dessus du mode restrictif.

Mais il reste à savoir si la fourchette de 1,5 % à 2,5 % fonctionnera. Peut-être que ce sera 1 à 2 %, peut-être 2 à 3 %, ou autre chose ? Les États-Unis ont actuellement un taux de chômage de 3,6 % et un taux d'inflation de 8,3 %. L'inflation est une conséquence de la surexploitation de la capacité économique : il n'y a donc plus besoin d'une stimulation par les taux d'intérêt. La FED veut d'ailleurs, à juste titre, l'éliminer progressivement. Personne ne sait où se situe le niveau neutre des taux d'intérêt, qui ne fournit ni stimulus ni contrainte. Il n'existe pas de formule précise pour cela, hormis la tentative bien intentionnée de la règle de Taylor[2].

2. Il faut alors se poser la question suivante : **en supposant qu'une augmentation du taux directeur de 0 à 2,5 % en 2023 soit suffisante, quel impact cela aura-t-il sur nos investissements ?**

Pour les obligations à long terme, où le rendement requis augmente dans le même ordre de grandeur, c'est une catastrophe : cela va de soi.

Pour les actions, le résultat est tout aussi douloureux, cependant, l'on peut faire passer la pilule grâce à la croissance des bénéfices. Le tableau ci-dessous en fait l'illustration. Il suppose un taux directeur américain de la Fed à 1,75% au 31/12/2022 et à 2,5% au 31/12/2023, soit une augmentation par rapport à 2022 de 0,75%. Nous prenons la valorisation du 31 décembre 2021 et vérifions ensuite quelle croissance de bénéfices est nécessaire à la date du 31 décembre 2023 pour absorber l'augmentation du taux d'intérêt de 0 % à 2,5 % pour une valorisation comparable à celle du 31 décembre 2021.

La valorisation des valeurs de croissance comme Microsoft, Amazon est à un C/B de 30 au 31/12/2021.

Pour arriver au prix du 31/12/2023, càd. :

- **avoir atteint le prix du 31/12/2021**
- **et, avoir pu absorber l'augmentation du taux d'intérêt de 0 % à 2,5 %, ces actions doivent enregistrer une croissance annuelle des bénéfices de 32,30 % en 2022 et 2023.**

Tableau 1 : Impact d'une augmentation du taux directeur de + 1,75 % en 2022 et de + 0,75 en 2023.

C/B	Taux (%)	Taux et Croissance exigés (%)				Croissance annuelle (%)	Impact des cours depuis 2021 après réalisation Prévision de croissance (%)		
2020	2021	2022	Δ	2023	Δ		2022	2023	
10	10,00	11,75	*17,5 %*	12,50	*25,0 %*	11,8	(5,70)	0,00	Value
15	6,67	8,42	*26,3 %*	9,17	*37,5 %*	17,3	(8,99)	0,00	
20	5,00	6,75	*35,0 %*	7,50	*50,0 %*	22,5	(12,53)	0,00	
25	4,00	5,75	*43,8 %*	6,50	*62,5 %*	27,5	(16,27)	0,00	
30	3,33	5,08	*52,5 %*	5,83	*75,0 %*	32,3	(20,21)	0,00	Croissance
35	2,86	4,61	*61,3 %*	5,36	*87,5 %*	36,9	(24,32)	0,00	
40	2,50	4,25	*70,0 %*	5,00	*100,0 %*	41,4	(28,58)	0,00	

* Tous les chiffres sont exprimés au 31 décembre de l'année concernée.

Les États-Unis ont actuellement un taux de chômage de 3,6 % et un taux d'inflation de 8,3 %. L'inflation est une conséquence de la surexploitation de la capacité économique : il n'y a donc plus besoin d'une stimulation par les taux d'intérêt. La FED veut d'ailleurs, à juste titre, l'éliminer progressivement.

Photo: Microsoft

[2] Selon la règle de Taylor, avec le taux d'inflation actuel de 8,3"%, le taux directeur devrait être porté à 10"%. Cela ferait plus de mal que de bien.

Ce n'est pas un scénario impossible pour les actions de croissance, mais il ne semble pas non plus très attrayant. C'est pourquoi le marché boursier américain des valeurs de croissance, le Nasdaq, est déjà en baisse de 21% en 2022.

Notez qu'ici, nous ne regardons pas au-delà de 2023. **Si la hausse des taux d'intérêt à la fin de 2023 est limitée à 2,5 % et qu'il n'y a pas de récession, la croissance annuelle supérieure des bénéfices après 2023 est un bonus par rapport à ce calcul rudimentaire. Ce scénario est loin d'être improbable et son impact n'a pas été pris en compte.**

La valorisation des actions « value » se situe, quant à elle, à un C/B de 10 au 31/12/2021.

Pour arriver au 31/12/2023, càd :

- **avoir atteint le cours de l'action au 31/12/2021**
- **et, avoir pu absorber l'augmentation du taux d'intérêt de 0 à 2,5 %**
- **ces actions doivent afficher une croissance des bénéfices de 11.8 % en 2022 et 2023.**

Ce n'est certainement pas une scénario impossible pour les actions « value » - ce qui explique pourquoi la performance des « value » en 2022 est tellement moins mauvaise que celle des valeurs de croissance.

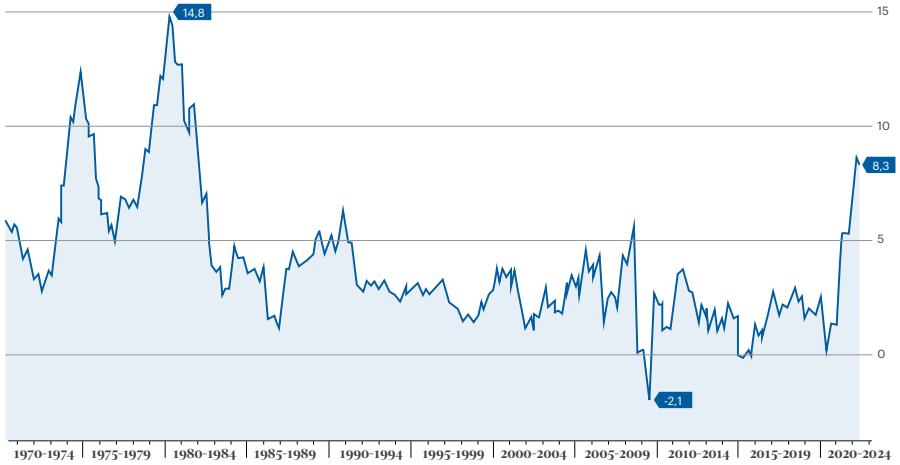
Encore une fois, nous ne regardons pas plus loin que 2023. Tout ce qui vient après 2023, tant positif que négatif, n'est pas inclus dans les prévisions.

Alors oui : les années seront difficiles sur les marchés boursiers, surtout pour les actions de croissance. C'est la raison pour laquelle le moindre arrêt de croissance chez ADBE, Netflix, Paypal et consorts a provoqué une telle dégringolade.

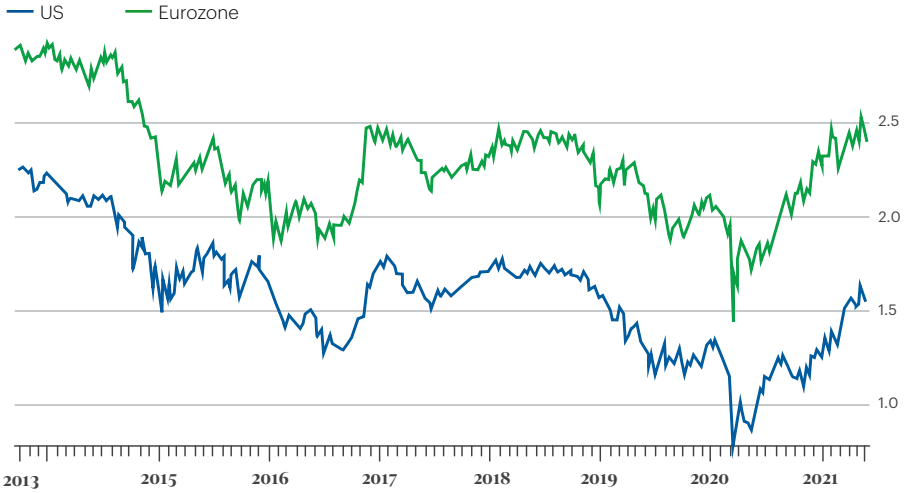
VALUE OU CROISSANCE ?

Il n'existe pas de stratégie gagnante unique sur le marché boursier. Aucun style ne conduit systématiquement à la surperformance. En fonction de sa patience, de sa rationalité et, surtout, de sa perspicacité entrepreneuriale, l'on opte pour l'une ou l'autre stratégie. Et l'on s'y tient.

Graphique 1 : Inflation Etats-Unis - indice des prix à la consommation (IPC)
Source : Bloomberg, données du 2 juin 2022



Graphique 2 : les attentes en matière d'inflation 5-year swap rates (%)
Source : FT, données du 1 Juin 2022



Le niveau d'inflation est primordial. Il est maintenant de 8,3 % et se situe à son niveau le plus élevé depuis 1982.
Si la moitié de cette inflation est induite par des facteurs exogènes tels que la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, l'autre moitié est due à des facteurs endogènes. Les banques centrales ont tiré les leçons de leur attitude de laisser-faire des années 70 : elles pensaient que les causes exogènes de l'inflation pouvaient être ignorées : l'effet de hausse des prix du pétrole n'avait pas besoin d'être traité. Au lieu de relever les taux d'intérêt et d'essayer de juguler l'inflation, elles ont même pensé qu'il valait mieux mettre en place des mesures de relance pour contrecarrer l'effet cyclique néfaste de la hausse du prix du pétrole, afin que les sources exogènes d'inflation disparaissent. Rien ne s'est avéré moins vrai. Tenant compte de tout cela, il est maintenant raisonnable de supposer que les banques centrales respecteront leur politique anti-inflationniste. **Ainsi, les prévisions d'inflation à moyen terme pourraient rester modérées : 2,5 % aux États-Unis et 1,5 % dans l'Union européenne, et ces mêmes chiffres considérés pour une période de 5 ans. Dans ces circonstances, avec une hausse des taux américains à 2,5 % et une hausse des taux européens à 1,5 %, nous sommes probablement déjà proches du niveau neutre.**

Reste à savoir si (1) un taux d'intérêt américain de 2,5 % représente le niveau de taux d'intérêt neutre et (2) si cela est suffisant pour faire remonter l'inflation à 2 % ? •

STEVENS &
DE MUNTER

LUXEMBOURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIQUE
142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm.lu

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Stevens & De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand- Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Stevens & De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Stevens & De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Stevens & De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Stevens & De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2022 Stevens & De Munter. All rights reserved.