

Perspectives MFS : C'est la deuxième souris qui prend le fromage

SEPTEMBRE 2021

par Rob Almeida, stratège en chef, MFS Investment Management

Remarque : Cet article est basé sur les travaux de MFS Investment Management, sous-conseiller américain de Placements mondiaux Sun Life; il est donc rédigé d'un point de vue américain.

En bref

- Les marchés sont tirillés par des courants contraires, d'où la nécessité de se concentrer sur l'essentiel et d'ignorer le bruit du marché.
- Les bénéfices correspondent à la différence entre les revenus et les coûts; or, à notre avis, la croissance des revenus est actuellement vulnérable et les coûts vont probablement monter.
- Nous nous attendons à ce que les actifs financiers onéreux qui affichent une performance fondamentale décevante soient réévalués à la baisse, tandis que les actions et les obligations des sociétés qui répondent aux attentes pourraient être difficiles à trouver et ainsi commander une prime de rareté.

Les marchés financiers sont toujours ballottés par des courants contraires, mais ceux-ci semblent particulièrement forts à l'heure actuelle. Par exemple : Les bénéfices des entreprises sont extrêmement vigoureux, mais la croissance économique ralentit. La demande de biens et de main-d'œuvre dépasse l'offre, mais les taux des obligations souveraines des pays développés donnent l'impression d'une conjoncture économique très morose. Enfin, la demande d'actifs risqués de la part des investisseurs atteint un sommet pluridécennal, mais le coût de l'assurance est exceptionnellement élevé parce que bon nombre d'investisseurs couvrent leurs portefeuilles.

Quand les choses se compliquent, je trouve utile de les simplifier. Or, dans sa plus simple expression, l'investissement consiste à échanger des capitaux contre des flux de trésorerie futurs. Le coût des capitaux est fixé par ceux qui le fournissent, en fonction du risque du placement et de la probabilité d'obtenir les flux de trésorerie promis. Évidemment, l'exercice est difficile puisque nul ne peut connaître l'avenir. Les investisseurs ne peuvent que conjecturer sur le potentiel de succès ou d'échec d'un projet à la lumière d'une gamme de résultats possibles.

Est-ce plus difficile d'investir aujourd'hui?

La technologie a démocratisé l'information et la société est plus renseignée que jamais. Nous avons un accès infini et instantané aux actualités. Cependant, je me demande si cette évolution a rendu les investisseurs plus aptes à évaluer correctement les risques. Comme John Naisbitt l'écrit dans Megatrends, « nous nous noyons dans l'information mais nous sommes affamés de connaissances. »

Bien qu'une manchette économique ou politique puisse être digne d'attention et importante, elle n'a souvent aucun rapport avec la santé à long terme d'une entreprise et ses flux de trésorerie. Par exemple, la réduction du rythme actuel des achats d'actifs d'une banque centrale influencera-t-elle vraiment les perspectives bénéficiaires d'une chaîne hôtelière mondiale sur cinq ou dix ans? De même, le maintien prolongé du taux sans risque d'un pays au niveau plancher sauvera-t-il un détaillant traditionnel non concurrentiel de la menace croissante du commerce en ligne?

Il est devenu beaucoup plus difficile de distinguer ce qui compte de ce qui est anodin. À mon avis, les investisseurs qui réussissent à long terme sont ceux qui savent repérer une information significative au milieu du bruit du marché. Précisons que ce n'est pas le temps de réaction à une donnée qui fait la différence, mais plutôt la capacité d'ignorer ce qui n'est pas important et d'intégrer ce qui l'est vraiment. S'il ressort d'un examen attentif qu'une donnée nouvelle modifie l'orientation probable des bénéfices, c'est alors qu'il faut agir.

Comment en sommes-nous arrivés là?

Vu la multitude des courants contraires et le niveau de bruit sur le marché, il vaut la peine de passer brièvement en revue les événements qui ont mené à la situation actuelle.

- En réaction à la crise de liquidités provoquée par le confinement en 2020, les entreprises ont éliminé leurs coûts non essentiels.
- Quand les marchés du crédit ont dégelé après les interventions exceptionnelles des banques centrales, l'endettement et le bilan des sociétés ont explosé.
- En 2021, la combinaison des paiements directs aux consommateurs, de la demande comprimée, des vaccins et de la réouverture de l'économie a provoqué une augmentation correspondante des revenus des sociétés à l'échelle mondiale.

- La convergence de la compression des dépenses, du plus grand endettement et de la hausse massive des revenus des entreprises a presque fait doubler les bénéfices à l'échelle mondiale. Les marges ont renoué avec les hauteurs d'avant la COVID et les bénéfices ont rebondi bien au-delà des sommets de la fin de 2019.
- Les marchés financiers ont commencé à escompter cette explosion des bénéfices au milieu de 2020 et les primes de risque (le rendement attendu d'un investissement dans un actif en sus du taux de rendement sans risque) ont graduellement baissé jusqu'aux creux historiques que nous observons aujourd'hui. Par conséquent, toutes ces bonnes nouvelles sont intégrées dans les cours, ce qui signifie à mon avis que les risques dépassent de loin les récompenses à court terme.

Que nous réserve l'avenir?

Les bénéfices correspondent à la différence entre les revenus et les coûts; or, à notre avis, la croissance des revenus est actuellement vulnérable et les coûts vont probablement monter.

Nous pensons que la croissance des revenus va ralentir à mesure que l'économie retombe sur terre. Toujours futé, le marché le sait déjà. L'incertitude ne porte pas sur la direction que vont prendre les revenus de chaque société, mais sur l'ampleur de leur ralentissement. Il faudra comprendre quelles sociétés risquent de voir leurs revenus subir la pire décélération et lesquelles ont le plus de chances de se montrer résilientes.

Dans un contexte inflationniste comme celui de la dernière année, presque toutes les entreprises ont pu hausser leurs prix, d'où la croissance impressionnante de leurs revenus. Cependant, cette hausse ne témoigne pas d'un pouvoir de fixation des prix. Il s'agit simplement d'une mesure qui s'impose pour suivre la progression des coûts. Ces jours-ci, tout le monde augmente ses prix, et les consommateurs acceptent plus aisément cette hausse en grande partie parce qu'ils ont de l'argent à dépenser grâce aux politiques de relance adoptées face à la pandémie. Les investisseurs ont donc plus de mal à distinguer les sociétés qui profitent de forces cycliques de celles qui peuvent exiger des prix plus élevés en raison de la forte demande pour des produits et services que leurs clients jugent supérieurs et pour lesquels ils sont prêts à payer.

Autrement dit, les marchés perdent en efficacité dans une conjoncture comme la nôtre. Ce n'est qu'après coup que se révèle le véritable différentiel de croissance des flux de trésorerie disponibles, critère qui intéresse vraiment les investisseurs. Les marchés deviennent volatils quand ils sont forcés de corriger des prévisions erronées de flux de trésorerie. Actuellement, les investisseurs courent un risque sérieux de détenir des actifs financiers soutenus par une croissance des flux de trésorerie illusoire parce que la vigueur récente des bénéfices reposait sur les mesures de relance plutôt que sur un vecteur plus durable.

Considérations liées aux coûts

En ce qui a trait aux coûts, notre réflexion se déploie sur deux axes.

Premièrement, les responsables financiers des entreprises ont rapidement élagué tous les coûts non essentiels durant la crise. Or, même si nous mettons plus de temps que nous le souhaitons à sortir de la pandémie, la majorité de ces dépenses vont finir par revenir et grever l'état des résultats. Il reste à savoir à quelle vitesse va s'opérer ce retour des coûts hérités.

Deuxièmement, il faut tenir compte des coûts liés aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Pendant des années, des sociétés moins concurrentielles ont pu dissimuler des marges d'exploitation et des flux de trésorerie inférieurs à la moyenne en se livrant à des pratiques non durables au détriment d'autres parties prenantes. Mais cette époque est sans doute révolue. Et les pressions qui changent la donne ne viennent pas tant des organismes de réglementation et des groupes d'intérêts que des investisseurs eux-mêmes. Aujourd'hui, les fournisseurs de capitaux discrétionnaires exigent des changements, qui seront parfois coûteux. Certaines sociétés pourront supporter ce fardeau, mais d'autres auront du mal à s'en sortir. Signe que l'ère des passe-droits est terminée, bien des banques européennes ont récemment cessé d'offrir un financement à court terme aux sociétés polluantes de services publics. Vu le niveau d'endettement des entreprises, j'estime que les facteurs ESG posent un risque important qui est sous-estimé, notamment par les porteurs d'obligations de sociétés.

Des perspectives décevantes

Je ne prétends pas qu'un marché baissier ou une correction se profile à l'horizon. Je n'ai pas de don de voyance, pas plus que les autres stratèges (quoique certains en pensent!). De toute façon, ce n'est pas ainsi que nous envisageons les placements.

Nous nous attendons à ce que les actifs financiers onéreux qui affichent une performance fondamentale décevante soient réévalués à la baisse. Quand les valorisations sont élevées, le marché tolère peu les résultats inférieurs (même légèrement) aux prévisions. À l'inverse, les actions et les obligations des sociétés qui répondent aux attentes pourraient être difficiles à trouver et ainsi commander une prime de rareté.

Ajoutés au piètre rapport risque-rendement actuel de nombreux actifs financiers, ces facteurs confèrent aux décisions de placement discrétionnaires une valeur qu'elles n'ont pas eue depuis très longtemps. Le contexte est propice aux investisseurs patients et avisés.

Après tout, comme le veut l'adage, c'est la deuxième souris qui prend le fromage.

Renseignements importants

MFS et MFS Investment Management font référence à la MFS Gestion de placements Canada limitée et à la MFS Institutional Advisors, Inc. Cet article a été publié pour la première fois aux États-Unis par la MFS en septembre

2020 et est publié au Canada par Gestion d'actifs PMSL inc. (avec son autorisation). Le présent document est fourni à des fins informatives uniquement et ne doit en aucun cas tenir lieu de conseils particuliers d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable ni en matière d'assurance et de placement. Il ne doit pas être considéré comme une source d'information à cet égard et ne constitue pas une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières.

Les placements dans des fonds communs de placement peuvent donner lieu à des courtages, à des commissions de suivi, à des frais de gestion et à d'autres frais. Veuillez consulter le prospectus du fonds. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement antérieur ne constitue pas une indication de leur rendement futur.

Les opinions exprimées dans ce commentaire sont celles des auteurs et peuvent être modifiées à tout moment. Les points de vue exprimés sur des sociétés, des titres, des industries ou des secteurs du marché particuliers ne doivent pas être considérés comme une indication d'intention de négociation à l'égard de tout fonds commun de placement géré par Gestion d'actifs PMSL inc. ou sous-conseillé par la MFS. Ces points de vue ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement ni une recommandation d'achat ou de vente. Le contenu de cet article provient de sources jugées fiables, mais aucune garantie expresse ou implicite n'est donnée quant à son caractère opportun ou à son exactitude. Ce document peut contenir des énoncés prospectifs concernant l'économie et les marchés, leur évolution future, ainsi que des stratégies ou des perspectives. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas les rendements futurs. Ils sont de nature spéculative et aucune décision ne doit être prise sur la foi de ces derniers. Ils sont soumis à des incertitudes et à des risques intrinsèques, de sorte que les prévisions et les projections pourraient ne pas se matérialiser. Les événements et les résultats réels pourraient différer sensiblement de ceux qui sont indiqués ou prévus dans ce document, en raison d'un certain nombre de facteurs importants. Les opinions exprimées dans ce commentaire sont celles des auteurs et peuvent être modifiées à tout moment.

Le logo MFS® est une marque de commerce de The Massachusetts Financial Services Company, utilisée avec son autorisation.

Placements mondiaux Sun Life est le nom commercial de Gestion d'actifs PMSL inc., de la Sun Life du Canada, compagnie d'assurance-vie et de la Fiducie de la Financière Sun Life inc.

Gestion d'actifs PMSL inc. est le gestionnaire des fonds communs de placement de la Sun Life, des Solutions gérées Granite Sun Life et des Mandats privés de placement Sun Life.

© Gestion d'actifs PMSL inc. et ses concédants de licence, 2021. Gestion d'actifs PMSL inc. est membre du groupe Sun Life. Tous droits réservés.