



TYLER MORDY

CEO & CIO

Forstrong Global Asset Management Inc.

Points clés à retenir

- L'effet à long terme des faibles taux d'intérêt a produit une situation nette négative pour la croissance mondiale.
- Une normalisation des taux d'intérêt est cruciale à l'accumulation de capital, augmentant la productivité et, au bout du compte, produisant une plus forte croissance à long terme.
- Dans ce nouveau contexte de taux d'intérêt plus élevés, de meilleurs rendements peuvent aussi être obtenus — mais seulement si les investisseurs réorientent leur portefeuille loin des classes d'investissements qui nécessitaient des taux nuls pour prospérer et vers celles qui ont languï au cours des dix dernières années.

DEMANDEZ À FORSTRONG :

La fin de l'ère des taux d'intérêt ultra-faibles sera-t-elle défavorable de manière continue aux marchés financiers?

Comment décrire le plus fidèlement les perceptions du marché en 2022? Les investisseurs n'ont pas à chercher longtemps pour entrevoir un commerce florissant dans le genre de prévisions d'apocalypse. Parcourez la section et tous les grands titres semblent sortis tout droit d'un film Mad Max. Rationnement de l'énergie en Europe. Renouvellement de la tension dans le détroit de Taïwan. Fossé de plus en plus large entre les idéologies politiques aux États-Unis. Puis, ajoutez à l'intrigue les blocus, les attaques aux infrastructures et les embargos sur les matières premières et la catégorie semble particulièrement lugubre.

Il n'est pas étonnant que tous ces facteurs aient pesé lourdement sur les marchés financiers. Un sondage réalisé en juin 2022 a indiqué que les gestionnaires de portefeuille étaient davantage orientés à la baisse que pendant les dépressions de marché de mars 2009. Ce même mois avait aussi connu la plus haute volatilité du marché boursier depuis 1928.

Mais il existe également un soutien à ce mouvement pessimiste. Un conseil croissant de désastre lance maintenant des avertissements sur la fin de l'ère des taux d'intérêt nuls, cet Eden manifeste construit sur l'abondance de capital à bon marché et les rondes de financement faciles pour le secteur de la technologie.

Beaucoup jettent un coup d'œil nostalgique sur la dernière décennie perçue comme une sorte de nirvana économique. En effet, leur argument est incontestablement simple : si de faibles taux d'intérêt ont stimulé les prix des actifs alors, naturellement, des taux d'intérêt plus élevés devraient faire baisser les évaluations.

Bien que ce soit un argument attrayant, il existe peu de preuves à l'appui. Oui, l'effet initial des faibles taux d'intérêt est toujours un élixir agréable pour le grand public. Lors de la crise financière mondiale en 2008, Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale, féru de la Grande Dépression, était déterminé à ne pas répéter les échecs des années 1930, en coupant le taux des fonds fédéraux à 0 %. Il a également introduit un ensemble complet d'outils non conventionnels : notamment une orientation tournée vers l'avenir et des billions en achats d'obligations du gouvernement (Bernanke estimait à ce moment qu'elles étaient équivalentes à une autre tranche de 300 points de base de réduction des taux). Tout le monde connaît la suite de l'histoire : les marchés ont initialement grimpé sur les ailes du gouvernement.

L'héritage des faibles taux

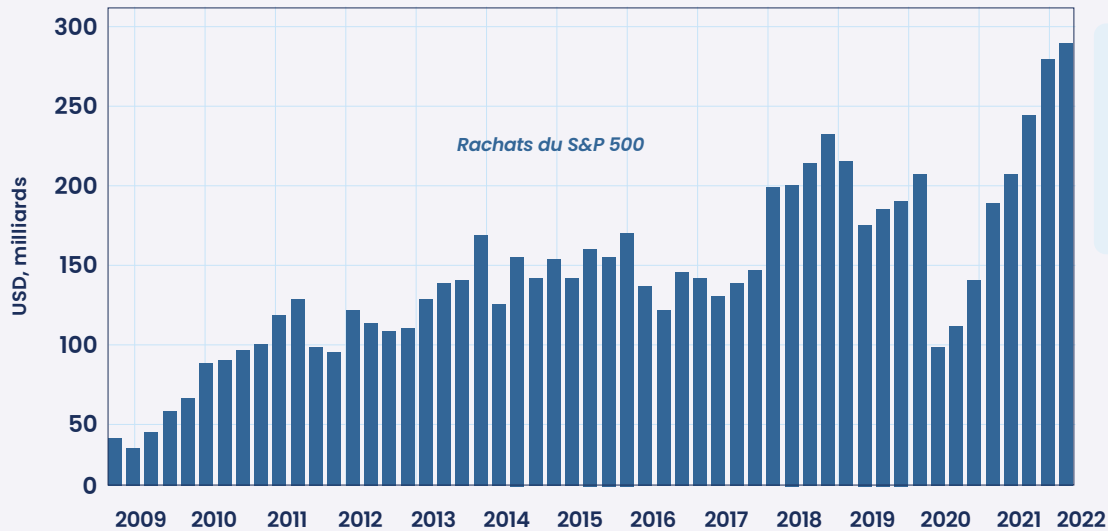
Mais l'effet à long terme des faibles taux, en particulier s'ils restent faibles sur de longues périodes, s'est toujours traduit par une croissance moins importante. Pourquoi? Avant tout, parce que de faibles taux entravent le processus de destruction créatrice. Ne cherchez pas plus loin que l'économie japonaise, où les taux sont restés à zéro pendant des années et où des compagnies moribondes peu rentables ont survécu sur de

fraîches rondes de dettes, pompant simultanément des ressources essentielles de compagnie plus dynamiques. Depuis le début des années 1990, l'économie japonaise a fait face à une série de « décennies perdues » continues. Une autre raison est sans doute la période des années 2020.

Les faibles taux font également baisser le revenu des retraités et des épargnants qui sont alors forcés de subir les rendements négatifs réels de leurs instruments à taux fixe (ce que Keynes a appelé « l'euthanasie du rentier » en termes colorés). Le résultat net est un déséquilibre vers la richesse et un rétrécissement de la classe moyenne — des tendances qui empêchent une croissance économique inclusive et fondée sur une large base.

Mais surtout, de faibles taux dissuadent les gens d'épargner et d'investir. L'accumulation du capital est essentielle pour relever la productivité et la croissance à long terme. Pensez que les années 2010 ont été la décennie des rachats massifs de compagnies. Cela a du sens. Pourquoi les compagnies, même celles qui regorgent d'argent, s'engageraient-elles dans de véritables investissements d'affaires lorsque la croissance est incertaine et le capital pratiquement gratuit? À court terme, les dirigeants d'entreprise peuvent atteindre leurs cibles trimestrielles en matière de bénéfices beaucoup plus facilement avec une stratégie d'ingénierie financière que par des initiatives d'investissement à long terme. Comme ce fut le cas, un cycle de dépense en immobilisations se traduisant par une augmentation des salaires et de la croissance n'a jamais pris racine. À la place, la reprise après la crise financière de 2008 a été la plus anémique depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Marché haussier en ingénierie financière



Sources:
Macrobond, S&P
Dow Jones Indices,
Forstrong Global
Asset Management

Pire encore, l'investissement qui a eu lieu a été dirigé principalement dans des distractions en matière de productivité : jeux numériques, réseaux sociaux et autre technologie internet grand public. Bien entendu, certains de ces éléments sont des commodités de la vie moderne, mais il ne s'agit pas là de percées industrielles. Comparez cette situation aux premiers épisodes du capitalisme qui ont généré des avancées dans les domaines de l'électricité, des infrastructures essentielles et d'autres innovations qui ont favorisé la productivité dans toutes les industries.

Et pourtant, au cours des dix dernières années, Silicon Valley a attiré de nombreux talents. Les personnes engagées dans des entreprises de technologie en démarrage ont fait fortune, malgré le fait qu'elles travaillaient pour des compagnies qui n'ont jamais été rentables et qui n'ont créé aucune valeur pour le public. Tout ceci, bien sûr, s'est

accompagné d'un coût à long terme. Par exemple, dans le domaine de l'extraction de ressources, il y a actuellement une pénurie d'ingénieurs des mines. Les nouveaux projets prennent plus de temps à se réaliser. La nouvelle technologie visant à accélérer l'extraction et à la rendre plus efficiente a également été maigre.

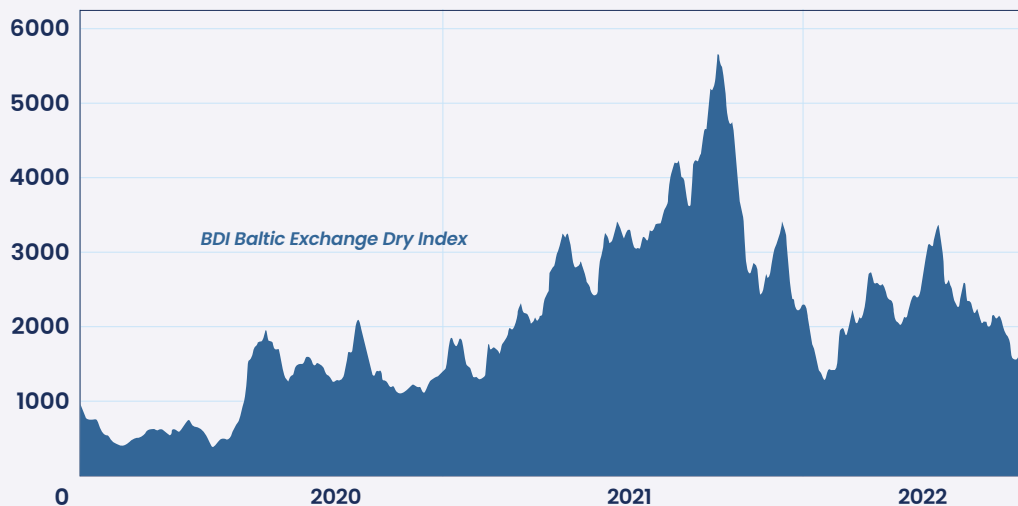
Le monde fait face en ce moment à d'énormes déficits en marchandises essentielles. De nombreux autres champs axés fortement sur la recherche ont également souffert, alors que des rondes infinies de capital-risque financé à faible taux a poussé les talents les plus brillants vers le développement de jeux et l'optimisation de publicités (et, tristement, dans la construction d'algorithmes de cybermonnaie).

La revanche de l'économie réelle

Mais voilà qu'arrive maintenant un revirement de l'intrigue. L'inflation est de retour et le mouvement de recul vis-à-vis des taux d'intérêt nuls s'accompagne d'un important marché à la baisse, écrasant les prix des actifs de tous types. Les classes d'investissements qui ont prospéré sur de faibles taux, comme les compagnies de technologie non rentables ont vu des milliards disparaître à mesure que les capitaux fébriles fuyaient le secteur.

Qu'arrive-t-il ensuite? Afin de prévenir un carnage encore plus important du marché et des taux en ascension constante, l'inflation doit commencer à se modérer à partir d'ici. Mais tenez compte de ce qui se passe en temps réel : l'inflation liée aux problèmes d'approvisionnement causés par la pandémie se résout d'elle-même. Les carnets de commandes et les délais de livraison diminuent. Les coûts d'expédition chutent également rapidement. L'économie mondiale se rééquilibre rapidement à mesure que le processus de reprise s'élargit et que les sous-secteurs variés s'ajustent.

Les frais de livraison se normalisent (enfin)



Sources:
Macrobond, Baltic
Exchange, Forstrong
Global Asset
Management

Même en nous tournant vers la grande toile géopolitique — une source clé de l'inflation cette année — les chaînes logistiques s'adaptent. Mais ne nous méprenons pas : les gouvernements mondiaux montrent que d'astucieuses manœuvres multimodales politiques peuvent assurer l'essor du commerce transfrontalier. Par exemple, l'Agence internationale de l'énergie a admis avec réticence que les récentes sanctions des pays

occidentaux contre la Russie ont eu un effet limité sur sa production de pétrole. Les surplus actuels du pays ont gonflé pour atteindre un chiffre record de 138,5bn USD dans la première moitié de 2022, alors que les flux d'énergie ont rapidement été réacheminés vers d'autres pays comme l'Inde et la Turquie. Ou encore, pensez que parmi les tensions croissantes entre les États-Unis et la Chine, les confinements liés à la COVID et les importantes

barrières tarifaires continues, les exportations chinoises ont continué à accaparer une part du marché mondial, soulignant l'attrait de la compétitivité mondiale du pays.

Le tissu de la mondialisation s'est avéré densément tissé et il a résisté aux tentatives d'effilochage complet. Les marchés sous-estiment toujours la rapidité et la flexibilité de la réponse mondiale en matière d'approvisionnement et de production. Cela contribuera à tirer les prix vers le bas pour la période à venir.

Qu'en est-il de l'inflation entraînée par la demande? Nous anticipons ici des conditions plus délicates. Oui, la croissance se modère, ce qui aura pour effet d'abaisser la demande globale. Mais la grande surprise cet été, contrairement aux craintes de récession largement répandues, a été que la croissance mondiale est restée relativement résiliente, en dépit de la montée des taux.

Pourquoi? Dans les années 2010, la nécessité pour les consommateurs de réparer les bilans a exigé des taux d'intérêt beaucoup plus faibles. Une période prolongée de réduction de dettes, de nettoyage des excès et de réparation générale du système financier était nécessaire. Nous n'avons simplement pas aujourd'hui les mêmes déséquilibres économiques et financiers. L'économie se trouve sur un plancher beaucoup plus ferme et plusieurs dynamiques diffèrent : un robuste marché de la main-d'œuvre, des bilans plus sains chez les consommateurs et un système bancaire bien capitalisé. Les hausses des taux d'intérêt ont atterri sur une économie en pleine ébullition, et non pas en équilibre précaire sur le bord d'une récession.

La hausse de la demande convainc maintenant les dirigeants qu'il vaut la peine de déployer du capital - le signe que les entreprises individuelles ont de nouveau confiance dans leurs propres perspectives (même si elles continuent de faire preuve de pessimisme concernant l'économie mondiale et les plus taux plus élevés). En effet, les pénuries ont tranquillement lancé une reprise robuste des placements de capitaux. C'était l'ingrédient principal absent de la reprise post-2008 et qui est essentiel à la capacité d'optimisation, à la productivité et, finalement, à la stabilisation de l'inflation. Cela entraînera tôt ou tard des gains plus importants et des taux d'intérêt plus hauts de manière durable, et ce, même si la croissance ralentit pour les prochains trimestres et que les banquiers centraux ne peuvent assurer un « atterrissage en douceur » (ne vous y attendez pas).

Implications en matière d'investissement

Ne vous méprenez pas : l'inflation reste une véritable menace. La voie des hausses de la banque centrale pourrait causer encore plus de carnage sur le marché. Mais si, en réaction à la montée des taux d'intérêt, la plus grande partie du marché à la baisse s'était déjà produite? Un important ajustement du marché s'est déjà produit dans la première moitié de 2022, établissant les prix selon des attentes de bénéfices plus faibles et d'inflation plus élevée. Après les niveaux extrêmes de pessimisme enregistrés en juin, il ne serait pas rare pour les marchés de grimper le proverbial « mur d'inquiétude » à partir d'ici. En matière de potentiel de surprises positives, la barre est basse.

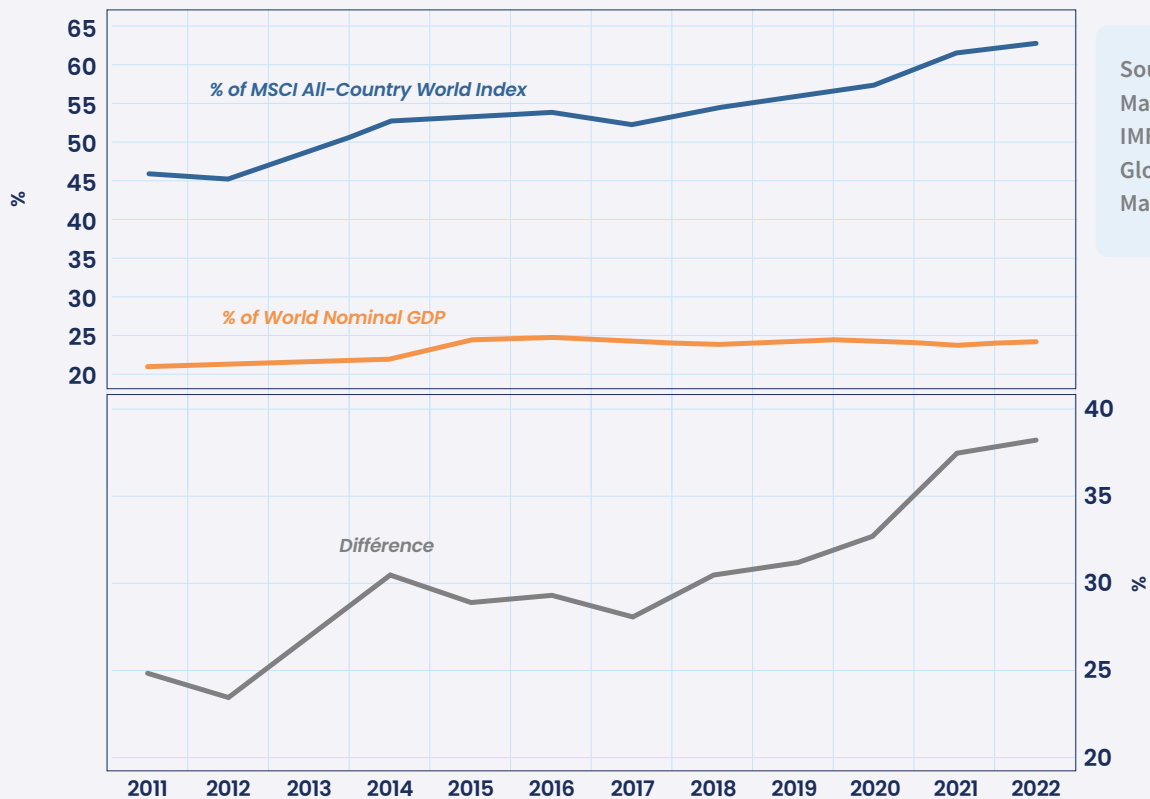
Et pourtant, il existe une dynamique évidente dans le positionnement actuel du marché. Les investisseurs,

toujours entichés de l'étroite direction des dix dernières années, continuent « d'acheter le creux de la vague » des titres de sociétés en croissance américaines et de technologie et, de manière étonnante, des obligations gouvernementales occidentales.

Le vrai problème est que la plupart des investisseurs restent ancrés dans la période de stagnation séculaire après 2008. Autrement dit, la plupart ne croient tout

simplement pas qu'il est possible de s'échapper de l'emprise des faibles taux d'intérêt. Ainsi, les capitaux flottants mondiaux restent dans le pays perçu comme étant le plus sûr – les États-Unis, une région où une rupture de dix ans dans les années 2010 a mené à d'importantes évaluations et une part gonflée de capitalisation boursière mondiale de plus de 60 %, alors qu'elle était d'à peine 45 % antérieurement (et, un niveau dépassant largement ses 25 % de PIB mondial).

États-Unis : une divergence durable ?



Sources:
Macrobond, MSCI,
IMF, Forstrong
Global Asset
Management

Comparativement, de nombreuses classes d'investissement qui se sont débattues avec une faiblesse chronique de la demande et un désastreux pouvoir d'établissement des prix dans l'ère de faible inflation, sont prêtes pour un surrendement : les titres de valeur internationaux qui sont négociés sur des multiples beaucoup plus bas et des rendements de l'action beaucoup plus élevés, les actions d'exportation des ressources des marchés en émergence et les secteurs mondiaux avec pouvoir d'établissement des prix (banques, industries, soins de santé).

Les investisseurs devraient ressentir un soulagement. Ayant erré dans un paysage désertique de faibles rendements depuis dix ans (comme un figurant dans un film Mad Max), le monde se normalise. De meilleurs rendements nous attendent — mais seulement si les investisseurs réorientent leur portefeuille loin des classes d'investissements qui nécessitaient des taux nuls pour prospérer et vers celles qui ont languï au cours des dix dernières années.