

► Lettre Trimestrielle

Julien Devaux

Genève, le 13 octobre 2023

Chers amis, chers investisseurs,

Les marchés ont finalement eu tendance à stagner, lors d'un troisième trimestre atone, voire maussade. Comme à leur habitude, les cours ont fluctué à la hausse comme à la baisse. Les taux d'intérêts ont baissé, puis augmenté. Le pétrole est monté. L'or n'a rien fait.

Il est intéressant de noter que les investisseurs se sont enfin focalisés sur la situation économique compliquée en Chine, sujet sur lequel nous nous sommes déjà régulièrement exprimés. Nous n'allons donc pas nous répéter, mais nous constatons simplement que le taux de chômage des jeunes chinois a soudainement, et tout aussi mystérieusement, disparu de la page officielle des statistiques de l'emploi en Chine, ce qui devrait en dire long sur la situation difficile dans laquelle se trouve le pays.

Cela ne veut pas dire que la Chine est sur le point de s'effondrer, mais que son taux de croissance ralentira considérablement dans les années à venir. Étant donné qu'il s'agit de l'acheteur marginal de presque toutes les matières premières sur terre, il nous semble difficile de croire à un super-cycle haussier des matières premières sur lequel certains investisseurs s'extasient déjà.

L'autre sujet de préoccupation principal reste l'inflation. Alors que les rendements des obligations d'État à long terme ont continué à augmenter, le sentiment généralisé est que l'inflation, ainsi que les taux d'intérêts élevés, sont là pour rester. Pour rebondir sur le thème précédent, il nous semble pourtant difficile de voir comment l'inflation pourra rester durablement élevée si la Chine ralentit sensiblement. Rappelons également, qu'en 2020, tout le monde pensait que les taux d'intérêts à 0% resteraient une constante immuable...

Il est vrai, par contre, que le marché de l'emploi est encore très fort et les décideurs politiques s'en inquiètent. A priori, un faible taux de chômage est pourtant préférable, mais la préoccupation tient du fait qu'un faible taux de chômage se traduirait automatiquement par une inflation plus élevée à mesure que les salaires augmentent. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit dans les années 1970.

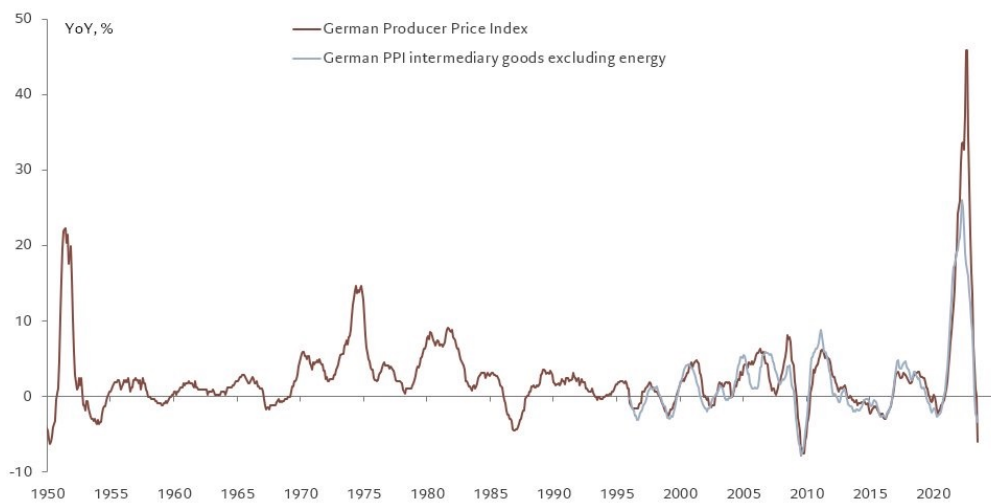
Pour que ce mécanisme de transmission se produise, les salaires doivent toutefois augmenter plus rapidement que la croissance de la productivité et, aussi complexe que puisse être le calcul de la productivité effective, cela ne semble pas être le cas, pour l'instant.

Nous avons surnommé le phénomène de hausse de salaire auquel nous assistons aujourd'hui « la revanche de la classe moyenne ». De 2009 jusqu'à l'épidémie du Covid, la croissance économique a été lente et la croissance des salaires inexistante. Ce sont surtout les plus aisés qui ont été les bénéficiaires principaux de cette période particulière. La valorisation globale des actifs financiers a effectivement progressé de manière significative et quasiment sans interruption durant toute la période.



Sans en nier les bienfaits, il semble important de souligner que cette accumulation de richesse, concentrée dans les classes les plus aisées, est un moyen particulièrement inefficace de soutenir la croissance économique. En effet, la propension des plus riches à augmenter leurs dépenses, proportionnellement à la croissance de leur patrimoine, est nettement plus faible que pour le reste de la population. Nous entendons par là que la majeure partie de la richesse supplémentaire créée par l'appréciation des actifs financiers est principalement économisée (par exemple en restant investie) et donc, non dépensée. Inversement, à mesure que la classe moyenne s'enrichit, grâce à des salaires plus élevés, sa propension à dépenser, est plus importante (consommation de base, restaurants, voyages) ce qui stimule de manière plus significative l'économie et donc la croissance.

Selon notre lecture, cette revanche de la classe moyenne sera, à terme, une bonne chose, et non pas un phénomène à craindre ou à réduire, comme certains banquiers centraux l'appellent de leurs vœux par le biais d'un chômage plus élevés.



L'épisode actuel d'inflation est donc, selon nous, toujours principalement dû à l'épidémie de Covid et aux dépenses budgétaires massives qui en ont résulté. Certains indicateurs tendent à indiquer qu'il touche néanmoins à sa fin. Par exemple, l'indice allemand des prix à la production.

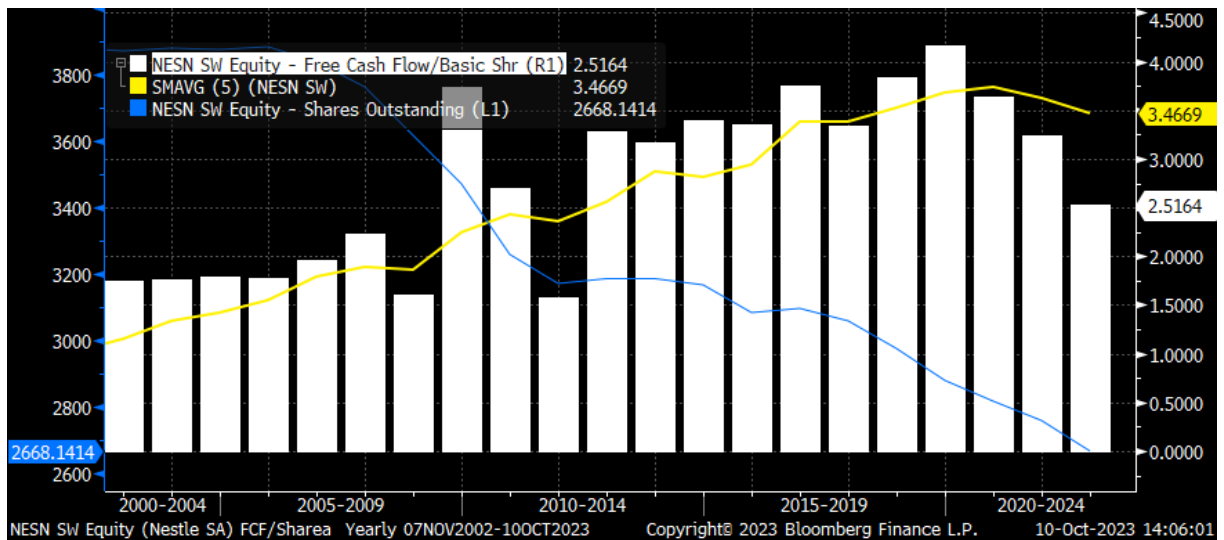
Enfin, rappelons à nouveau que les prix n'ont pas besoin de baisser pour stopper l'inflation. Les hausses de prix, qui ont déjà eu lieu, ne seront probablement jamais inversées. Cela n'est pas nécessaire pour réduire l'inflation ; les prix doivent seulement arrêter de croître pour se stabiliser. Si les prix ne bougent plus pendant douze mois, l'inflation, dans un an, sera par définition nulle.

Enfin, dernier sujet que nous souhaitons aborder dans cette revue trimestrielle : les flux de trésorerie (free cash flow, en anglais). Comme la plupart d'entre vous le savent, le flux de trésorerie disponible par action et sa croissance, année après année, forment le critère le plus important lorsque nous évaluons une entreprise. Il existe de nombreux autres outils et mesures d'évaluation que nous examinons, mais si les flux de trésorerie disponibles par action n'augmentent pas, il n'y a aucune raison particulière pour que le cours de bourse ne s'apprécie réellement.



Il n'y a rien de révolutionnaire dans cette théorie, et nous ne prétendons pas avoir un avantage décisif avec cette approche, mais nous pensons que cet élément a tendance à être régulièrement négligé par rapport à d'autres mesures, telles que les ratios cours/bénéfices, par exemple. Pourtant, comme le dit Bill Janeway (l'un des pionniers du capital à risque) : « tôt ou tard, le bonheur de l'entreprise correspondra simplement à un flux de trésorerie positif ». Bill Janeway utilise cette métaphore pour décrire les entreprises en phase initiale de croissance qui, à un moment donné, ont généré des flux de trésorerie disponibles positifs au lieu de compter constamment sur de nouvelles injections de capitaux. Cette analyse nous semble tout aussi valable pour les entreprises matures.

Il est d'ailleurs surprenant de voir que bon nombre de sociétés cotées ont un flux de trésorerie disponible par action en baisse, et qu'elles continuent, pour certaines, d'être jugées comme des sociétés de très haute qualité. Certains nous demandent pourquoi nous n'investissons pas dans Nestlé. Bien qu'il y ait d'autres raisons, le tableau ci-dessous explique clairement pourquoi :



Cela ne veut pas dire que le cours de l'action Nestlé ne peut pas augmenter davantage, mais cela semble relativement peu probable, à moins que le flux de trésorerie disponible par action (ici en blanc) ne recommence à augmenter significativement. Notez qu'il est primordial d'analyser les flux de trésorerie disponibles par action. Bien entendu, toutes les entreprises ne peuvent pas continuer à croître, mais, à défaut, elles peuvent, par exemple, racheter leurs propres actions, en l'absence de meilleures opportunités. L'allocation du capital entre les trois principaux choix que sont le réinvestissement dans l'entreprise, le versement de dividendes ou le rachat d'actions est, à notre avis, l'une des missions les plus importantes d'un PDG.

Si l'on ajoute à ce critère, un faible endettement, une position de leader, de fortes marges et des capacités de réinvestissement, parmi la multitude de sociétés cotées, seules quelques-unes correspondent véritablement à ce que nous recherchons. Et ce sont celles sur lesquelles nous continuerons à nous concentrer.

Avec nos salutations les meilleures,

L'équipe CaridaB Group

