



L'imparable loi de l'évolution



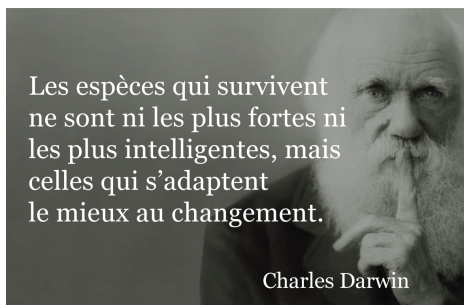
Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
3 Septembre 2020

Longueur
8 minute(s) de lecture

*A destination des investisseurs professionnels uniquement.
Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.*

En cette fin d'été, l'évolution de la pandémie demeure incertaine, parce que le virus qui en est responsable demeure à ce jour largement méconnu. Ce qui est certain, c'est que les personnes, entreprises, gouvernements ont commencé à s'adapter à cette incertitude, fût-ce tardivement. Ces changements de comportements empêchent un rebond de l'activité globale au-delà du rattrapage du troisième trimestre mais réduisent le risque d'un nouveau dérapage majeur de la situation sanitaire, et produisent une polarisation extrême des performances entre secteurs.



Au niveau macro-économique, un nouvel arrêt délibéré de 50% de l'activité mondiale n'est plus une option : quoi qu'il arrive, des solutions plus ciblées seront préférées qui éviteront un nouvel effondrement de la croissance. Commence donc une période d'activité économique globalement fragile et très inégale, mais bénéficiant du soutien de multiples perfusions budgétaires et monétaires dont les pouvoirs publics ne pourront réduire le débit que très précautionneusement.

Il est aussi décisif de gérer les crises que de ne pas se tromper sur les conséquences à long terme qu'elles entraînent

Au niveau micro-économique, la parfaite adaptation des entreprises qui offrent des solutions aux problèmes de mobilité, de sécurité sanitaire, de productivité leur ont permis de renforcer leur capacité bénéficiaire depuis le début de l'année. A contrario, d'autres secteurs vont devoir s'adapter en profondeur, au risque de disparition. Les lois de l'évolution n'évitent nullement les crises, mais nous rappellent que ce sont ces dernières qui provoquent, infléchissent ou au contraire ont un effet déstabilisateur sur les tendances conjuguées.

En tant qu'investisseur, il est aussi décisif de gérer les crises que de ne pas se tromper sur les conséquences à long terme qu'elles entraînent.



Le principal risque pour les marchés aujourd'hui n'est plus la pandémie



Il faut se souvenir qu'en début d'année les modèles épidémiologiques de l'université Imperial College de Londres, institution britannique éminemment respectable et respectée, redoutaient que la pandémie de Coronavirus provoque 2 000 000 décès aux États-Unis et 500 000 au Royaume-Uni. Les modèles étaient visiblement imparfaits...

Peut-être à cause de ce pessimisme, peut-être parce qu'il était politiquement dangereux pour les démocraties occidentales de tenter un traitement moins radical du risque que celui adopté par la Chine, le choix du confinement à grande échelle a été privilégié, au prix de l'effondrement économique que l'on sait. Six mois plus tard, le monde s'est résolu à apprendre à vivre avec le virus. Cela signifie qu'en attendant qu'un vaccin efficace soit découvert, testé, produit et distribué à très grande échelle, la menace sera présente, qui affectera les comportements, de façon plus ou moins atténuée. Le port du masque largement généralisé sera imparfait, et donc le nombre de cas de contamination recensés augmentera avec la multiplication des tests et le relâchement de la vigilance dans les populations jeunes – mais probablement sans provoquer une forte réaccélération du taux de mortalité.

Les secteurs de la restauration, des transports, de l'hôtellerie reviendront de l'enfer mais en claudiquant lourdement, et le secteur bancaire devra continuer de survivre en poursuivant la réduction de ses coûts. Le recours à l'e-commerce, aux plates-formes de visioconférence, définitivement reconnues comme solutions de communication efficaces pour les entreprises, aux solutions adossées au Web, se poursuivra en revenant sur un rythme d'adoption plus progressif.

Les marchés au premier semestre ont dû s'ajuster à un choc économique de dimension historique, suivi d'une réponse des pouvoirs publics non moins formidable. La gestion des risques a été décisive pour ne pas être emportés par ce spasme. Mais sous cette surface bouleversée, non moins capitale est la compréhension des différents degrés d'avancement des stratégies d'adaptation, qui désignent aux investisseurs les espèces menacées et celles, au contraire, renforcées. Ces tendances semblent aujourd'hui bien comprises. Le risque serait-il maintenant que les marchés les aient surjouées ?

Les valeurs de croissance sont-elles devenues dangereuses ?

Depuis plus de dix ans maintenant, le traitement des suites de la crise de 2008 par des moyens exclusivement monétaires avait eu pour conséquences une reprise économique globale médiocre et une décline historique des taux d'intérêt. En conséquence, les entreprises capables de générer une croissance robuste de leurs résultats malgré ce contexte avaient bénéficié d'un parcours boursier enviable, leurs valorisations profitant non seulement de leur avantage de croissance bénéficiaire mais aussi de taux d'actualisation de leurs bénéfices toujours plus bas. Ce phénomène s'est mécaniquement renforcé du fait du séisme économique du premier semestre 2020, qui rend les perspectives de croissance macro-économique globale encore plus incertaines, et conforte celles d'un maintien durable de taux d'intérêt très bas.

Dans le contexte très nouveau d'un souci aigu de sécurité sanitaire, qui ne s'éteindra pas facilement, certains segments de la sphère technologique ont même vu leur avantage concurrentiel renforcé, et l'explosion du taux d'endettement moyen des entreprises a mis davantage en exergue la santé financière des leaders technologiques. Au contraire de ce qui les caractérisait lors de bulle Internet il y a vingt ans, leurs bilans sont aujourd'hui souvent extrêmement solides et leur rentabilité est très supérieure à la moyenne des entreprises cotées (plus de 25% de marge opérationnelle en moyenne pour les valeurs technologiques américaines, contre moins de 10% pour l'indice S&P500 hors tech et financières). Par conséquent, la forte surperformance depuis le début de l'année des valeurs de croissance, situées souvent dans la sphère technologique mais pas exclusivement, ne devrait pas être sujet à controverse.

La forte surperformance depuis le début de l'année des valeurs de croissance ne devrait pas être sujet à controverse

Est-elle excessive ? Nous ne le pensons pas. À titre d'exemple, le multiple de résultats du compartiment des valeurs technologiques de l'indice mondial MSCI présente aujourd'hui une prime d'environ 30% par rapport à l'indice global, ce qui est très proche de sa moyenne historique depuis 25 ans (25% de prime) et très largement en deçà de la prime de 120% qui prévalait en 1999-2000. Autre exemple, très éclairant : le ratio qui compare le prix d'une action à son taux de croissance des résultats attendu à long terme est aujourd'hui à peu près le même (entre 2X et 2,5X) pour les fameux « GAFAM » que pour le reste de l'indice S&P (c'était loin d'être le cas il y a vingt ans, quand le prix payé pour la croissance attendue était beaucoup plus réduit pour les valeurs non technologiques).

Cette faible discrimination opérée aujourd'hui par le marché pour la « valorisation de la croissance » est un point essentiel pour deux raisons. D'abord parce qu'il montre que, s'il on tient compte du potentiel de croissance à long terme, le secteur technologique n'est pas surévalué par rapport au reste du marché. Ensuite parce qu'il constitue aussi une opportunité de valeur ajoutée majeure pour la gestion active. En effet, compte tenu des incertitudes macro-économiques, atteindre un niveau de confiance élevé dans des estimations de long terme est difficile. Seule une connaissance et une analyse approfondie de chaque entreprise, de son univers concurrentiel, des ruptures technologiques en jeu, etc. le permet. L'influence encore accrue prise par la gestion passive et le rôle récent joué par des plates-formes de trading pour particuliers aux États-Unis dans certains parcours boursiers météoriques multiplient les anomalies de valorisation, et du même coup les opportunités de gestion active différenciée.

La nature de la crise économique de 2020 et de son traitement rendent le pronostic de sa destinée présomptueux. En particulier, les soutiens gouvernementaux hors normes apportés directement aux entreprises et aux particuliers seront-ils suffisamment prolongés pour éviter une accélération du nombre de défaillances, notamment parmi les entreprises de taille moyenne, qui pourrait alors entraîner l'économie dans une rechute récessive en 2021 ? La question vaut pour l'Europe comme pour les États-Unis, où déjà devenue très sensible politiquement, et ajoute à l'incertitude croissante du prochain scrutin présidentiel dans deux mois. A contrario, une percée médicale sur le traitement ou la prévention du Covid, le passage du Rubicon par les banques centrales vers une monétisation entièrement assumée de déficits budgétaires sans précédent, peut-être un déversement au moins partiel vers l'économie réelle du taux d'épargne historique des ménages, toutes ces circonstances pourraient converger, fût-ce temporairement, en l'espoir d'un arrachement ultime à dix années de léthargie macro-économique et d'anticipations inflationnistes au plancher. Il faut donc demeurer prêt à agir de nouveau avec toute la flexibilité nécessaire en cas de besoin, car les lois de l'évolution valent pour tous, à commencer par les gérants d'actifs. En attendant, l'impératif est de maintenir des portefeuilles actions constitués titre par titre de véritables convictions de long terme, complétés, pour l'équilibre de la construction d'ensemble, par des actifs reliés aux efforts de relance économique, comme le crédit, et à leur avatars (déséquilibres budgétaires, création monétaire), comme les mines d'or.

Stratégie d'investissement

Actions

Au cours de l'été, les investisseurs ont poursuivi leur recherche de croissance en investissant dans le secteur qui offre le plus de visibilité : la technologie au sens large. La hausse de ces valeurs dites de croissance séculaire a ainsi continué de soutenir la performance de nos stratégies actions pendant cette période estivale.

Cependant, la valorisation des valeurs technologiques soulève, à juste titre, des questions de la part des investisseurs. Au sein de nos portefeuilles, nous restons très attentifs au risque de « bulle ». Tout d'abord, nous prenons des profits réguliers sur les meilleurs contributeurs à l'image des fintechs et du e-commerce. Par ailleurs, nous restons fidèles à notre philosophie d'investissement en partant du postulat que le prix d'une valeur contient déjà l'ensemble des informations disponibles publiquement, donc nous n'investissons que dans des entreprises sur lesquelles nous sommes capables de formaliser une vue divergente de celle du consensus. Si cette philosophie peut nous conduire à passer à côté de certaines opportunités de court terme, elle a fait ses preuves sur le long terme. Enfin, notre exposition aux valeurs de croissance reste diversifiée que ce soit en termes de régions, secteurs ou entreprises. Dans l'ensemble, nous restons cependant convaincus que ces entreprises méritent une prime du fait de leur capacité unique à accroître leurs résultats, indépendamment du cycle, grâce aux tendances séculaires sur lesquelles leur croissance repose. Au cours de cette crise, elles ont de plus démontré leurs caractéristiques défensives, à l'image des nouveaux leaders de la publicité Google et Facebook mais également Salesforce qui, malgré la baisse de l'investissement, a prouvé que les entreprises continuaient d'investir dans le digital. L'environnement de taux bas créé par les banques centrales est un soutien supplémentaire pour ces titres. Cependant, nous ne sommes pas à l'abri de pressions reflationnistes de court terme créées par la découverte d'un vaccin, l'amélioration des chiffres macro-économiques ou une hausse des anticipations d'inflation. C'est pour cette raison que nous maintenons une exposition aux valeurs aurifères qui s'apprécierait en cas de recrudescence des anticipations d'inflation, ainsi que sur certains titres plus sensibles au cycle économique.

Obligations

Si le crédit a continué à bien se comporter pendant l'été, les emprunts d'État dits « cœurs » ont connu quelques tensions. Plusieurs facteurs derrière ce mouvement : le record du nombre d'émissions, le changement de la Réserve fédérale qui fait du seuil de 2% d'inflation non plus une limite haute mais un objectif moyen dans la durée,

l'amélioration des données macro-économiques et enfin les espoirs d'un vaccin. Dans ce contexte, notre portefeuille conserve une sensibilité relativement faible.

En Europe, si nous ne pensons pas que la duration représente un moteur de performance majeure, la solidarité récente entre les membres de la zone euro est une évolution majeure par rapport aux crises précédentes. Cette réponse politique de la zone euro à la crise du Covid-19 reste particulièrement favorable aux emprunts d'État périphériques de la zone. Avec une marge de crédit autour de 140 points de base pour les obligations à 10 ans, les emprunts souverains italiens restent une source de rendement dans un environnement de taux très bas et de liquidité abondante.

Concernant les emprunts souverains américains, nous conservons pour l'instant une position sur les trente ans visant à tirer parti de la réduction du spread entre les États-Unis et l'Allemagne. Enfin sur les souverains émergents, nous restons investis sur des situations spécifiques, comme la Roumanie et le Mexique.

Nous continuons de voir des profils rendements/risques attractifs au sein du marché du crédit. Notre exposition reste concentrée autour de trois thèmes principaux : des émetteurs de qualité présentant un écartement excessif de leur marge de crédit, les emprunts financiers et les entreprises affectées par la crise du Covid-19, notamment dans le tourisme.

Informations légales importantes

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.