

Lettre n°18

Mutations capitalistes et Bourses : entre risques et opportunités

« Et rose elle a vécu ce que vivent les roses, l'espace d'un matin. » Malherbe

Quatre remarques liminaires :

Le précaire :

De plus en plus, la fortune boursière des sociétés est à l'image des roses évoquées par Malherbe dans son inoubliable poème de 1607. En 2007, Exxon était la plus grande entreprise américaine en Bourse, un parangon des multinationales américaines. Cette année, elle est évincée de l'indice Dow Jones des 30 grandes valeurs et remplacée par Salesforce. Une illustration, parmi de nombreux autres des changements de paradigmes du capitalisme. Si, avec justesse, **Camdessus**, ancien gouverneur du FMI, a pu écrire dans son livre « **Vers le monde de 2050** », « **Le monde change de mains** » pour souligner la perte d'influence du G7, 60% du PIB mondial en 1960, 30% aujourd'hui, l'identique s'applique aux valeurs phares de la Bourse. La rotation est rapide et l'investisseur doit l'intégrer car les pertes réelles ou d'opportunité peuvent vite être élevées.

Le volatil :

Polarisés sur les variations quotidiennes des actions, beaucoup oublient les lames de fond. Aussi nous a-t-il semblé opportun d'étudier les variations de cours depuis les plus hauts de 2007 car on intègre ainsi le krach de 2008, celui de cette année et le redressement depuis lors du marché, au moins aux Etats-Unis. Entre juin 2007 et fin septembre 2020, l'indice Eurostoxx600 baisse de 11% et l'indice américain S&P500 s'est apprécié de 111%. Démesurés sont les écarts par rapport à la moyenne des indices et chacun pourra saisir l'utilité de l'analyse sur 13, voire 20 ans.

Le temporaire :

En 2000, le top 5 américain comptait une industrielle, General Electric, une pétrolière, Exxon, une pharmaceutique, Pfizer, une bancaire, Citi et une tech Cisco, devant une valeur de distribution Walmart et devant Microsoft. Un reflet de la diversité des points forts américains.

Aujourd'hui, il n'y a que des valeurs de la technologie. En 2000, le top 5 capitalisait \$1630 milliards, en 2007, \$1710 milliards, aujourd'hui \$6900 milliards. Une concentration inédite.

Le patent :

Sans surprise, au ralentissement structurel de la croissance économique mondiale 5.2%/an entre 1960 et 1974, 2.8%/an entre 2008 et 2015, correspond une moindre croissance du chiffre d'affaires. Depuis 2009, la croissance moyenne du chiffre d'affaires des sociétés du S&P500 n'excède pas 4%, elle était de 7% en moyenne les quarante années précédentes.

Les rares sociétés, capables d'afficher une croissance de leur chiffre d'affaires proche de 20%/an, bénéficient d'une prime d'autant plus élevée qu'elles sont leaders dans leur secteur. Les « growth stocks », par opposition aux « value stocks » sont ainsi privilégiées par les investisseurs et se traitent à des PER ou des multiples de chiffre d'affaires sensiblement plus élevés que la moyenne.

On analysera successivement, la disgrâce des valeurs bancaires, le désamour pour les sociétés pétrolières, la faillite du secteur aérien, la défaveur des valeurs téléphoniques, l'infortune des valeurs industrielles en butte avec la concurrence chinoise, les avatars des valeurs industrielles aux prises avec les changements de technologie, les incidences des évolutions sociologiques sur toute une série de secteurs, du luxe aux cosmétiques, la chute de la distribution et la bonne performance des valeurs de consommation et enfin, la technologie et les valeurs de la 4ème révolution industrielle.

La disgrâce des valeurs bancaires :

Il y a d'abord eu la crise financière, celle des « subprimes », la faillite de Lehman Brothers, une fragilisation du secteur bancaire, la mise en œuvre d'une réglementation plus stricte, des exigences accrues de fonds propres, les normes imposées par Bâle III. A ces conséquences de la crise de 2008 s'ajoutent aujourd'hui les craintes d'une aggravation des mauvaises créances et d'une multiplication des faillites.

Aussi, sans surprise, la performance des valeurs du secteur bancaire est la pire qui soit. Unicredit en Italie, Commerzbank et Deutsche Bank en Allemagne, Crédit Suisse et UBS en Suisse, Société Générale ou Natixis en France, Barclays en Grande Bretagne, ont enregistré des performances situées entre -85% pour la moins mauvaise et -98% pour la pire, en d'autres termes, une division par dix de leurs cours.

Ce pessimisme du marché est manifestement excessif car la BCE apporte une aide avec des refinancements à -1%, les banques européennes ont deux fois plus de fonds propres qu'en 2008 et elles sont souvent valorisées en deçà de leur « book value », Société Générale, par exemple détient Euros 68 milliards de fonds propres mais capitalise en bourse Euros 9.3 milliards.

Aux Etats-Unis, non seulement la réglementation a été moins implacable mais elle a été allégée. En outre, le nombre d'acteurs est moindre, les banques n'ont pas eu à supporter les taux négatifs comme dans la zone Euro ou en Suisse et la reprise après la crise de 2008 a été plus rapide. Aussi, les performances diffèrent. Certes Citigroup a baissé de 92% mais le recul de Morgan Stanley n'excède pas 34%, JP Morgan a tiré son épingle du jeu avec +78% et les grandes gagnantes ont été les sociétés de cartes de crédit, Mastercard notamment en hausse de 2072%.

Parmi les valeurs financières, les assureurs ont mieux résisté. Certes Axa a baissé de 50% mais Allianz est à 0, Swiss Life et la Baloise sont à +7%.

Le désamour pour les valeurs pétrolières :

En 2007, le prix du baril atteignait \$150 et les spécialistes de Goldman Sachs anticipaient \$300, ce qui retentissait sur la valorisation des bénéfices futurs des compagnies pétrolières et leurs cours boursiers. Aujourd'hui, le prix du baril de Brent est de \$42 après avoir été négatif l'intervalle de quelques heures au printemps et être resté quelques semaines à \$15.

Au cours actuel, l'industrie des pétroles de schiste aux Etats-Unis n'est plus compétitive. La production américaine de brut a déjà baissé cette année de 13 millions de b/j à 11 millions et diminuera encore l'année prochaine.

Beaucoup de champs pétroliers dans le monde, dans l'offshore profond par exemple, ne sont plus rentables, les dépenses d'exploration-production ont régressé de plus de 50% ces dernières années et pourraient encore diminuer cette année de 25%, de \$530 milliards à \$410 milliards. Comme l'aurait dit **Walter Benjamin** « **Que les choses suivent leur cours, voilà la catastrophe** » car les perspectives de renouvellement des réserves, clé pour la valorisation des sociétés pétrolières, s'étiolent.

Ajoutons à la faiblesse des prix, l'opprobre jeté sur cette industrie par les partisans des énergies renouvelables, la pression exercée sur les banques ou les gestionnaires de fonds pour un arrêt des crédits ou des investissements dans les sociétés du secteur.

Autant de facteurs pour expliquer la chute des valeurs. Dans les services pétroliers, des icônes boursières comme Schlumberger ont abandonné 78% de leur valorisation, à l'instar d'un Halliburton -65% ou en Europe d'un Saipem, -94%. Les « Majors », hier valeurs fonds de portefeuille, souvent peu endettées, Royal Dutch et British Petroleum ont perdu respectivement 59% et 56% et, même Total, en dépit d'investissements dans les énergies renouvelables a baissé de 48%.

Avec la reprise économique venant, l'équilibre offre-demande sera rétabli et aussi escomptons-nous une appréciation des cours des sociétés à l'horizon des douze prochains mois. Pour corroborer cette vue, des sociétés comme Total, riches de leurs cash-flows, ont la capacité et la volonté d'investir massivement dans les autres énergies, solaire, gaz liquide..., pour assurer leur avenir.

A l'inverse des valeurs pétrolières, Air Liquide, valeur infrangible, positionnée sur les gaz industriels et l'hydrogène, s'est appréciée de 168% depuis 2007 et les valeurs de « clean energy » bénéficient depuis quelque temps d'un engouement et profiteraient d'une élection de Joe Biden.

La faillite du secteur aérien :

Le secteur a toujours été fragile car les marges y sont faibles. Aussi, la chute récente du trafic, 50% dans le monde depuis le début de l'année, oblige les Etats à renflouer le secteur et, très tôt en avril, nous avons déconseillé d'investir dans ce dernier.

En début d'année, l'IATA anticipait \$29 milliards de bénéfices pour le secteur, aujourd'hui, elle redoute \$100 milliards de pertes en 2020. Selon le cabinet spécialiste Oliver Wyman, des 27500 avions de la flotte mondiale, 20000 étaient à l'arrêt début mai et 10000 devraient encore l'être fin 2020. Pour ne prendre qu'un exemple parmi les grandes compagnies, Air France a perdu 91% de sa valeur boursière depuis 2007. Sur la période, les sociétés « low cost » s'en tirent mieux et ont gagné des parts de marché, d'où le moindre recul d'EasyJet, -16%, et l'appréciation de Ryanair +112%. Là encore, le marché américain, plus concentré, s'en tire mieux et le recul de United Airlines est limité à 15% sur la période.

Il est encore prématuré d'investir dans ce secteur car une deuxième vague de plans d'aide et de recapitalisation devrait s'imposer.

Derrière la crise du secteur aérien, se profilent les difficultés de l'aéronautique et la chute récente des producteurs d'avions et de moteurs. Si Airbus, depuis 2007 affiche une hausse enviable de 178%, sa baisse depuis le début de l'année approche 50%. Selon Wyman, déjà cité, 20% des commandes devraient être annulées, 40% reportées et la flotte en 2030 ne serait plus de 39000 mais de 34000. On attendra encore avant de réinvestir.

La défaveur des valeurs téléphoniques :

Les valeurs de ce secteur ont connu leur heure de gloire en 2000 et ont été alors parmi les premières victimes du krach. Entre le 27 mars 2000 et juin 2007, Orange avait abandonné 86% de sa valeur, Deutsche Telekom 84%, Swisscom 33%.

Depuis, 2007, le recul s'est poursuivi. La pression sur les marges, la multiplicité des opérateurs, le coût des licences, exemple récemment de la 5G pour Euros plus de 5 milliards en Allemagne et 2.8 milliards en France, et des investissements de réseau aident à comprendre la baisse de plus de 80% de Telecom Italia et de Telefonica, celle d'Orange, 60% et on ne pourra que saluer la performance d'Iliad, dernier entrant, +120%.

L'infortune des valeurs industrielles aux prises avec la concurrence chinoise :

Dans de nombreux segments de l'industrie, la concurrence des pays émergents, d'entreprises publiques chinoises parfois subventionnées, ont ébranlé les leaders européens. Arcelor et Thyssen Krupp ont abandonné près de 90% de leur valorisation. Lafarge, un temps numéro 1 mondial du ciment, a fusionné avec Holcim mais a perdu 64% de sa valeur. A un moindre degré, Alstom perd 26%. Mais, dans ces différents secteurs, les gros acteurs sont désormais chinois car la Chine réalise plus de 50% de la production mondiale d'acier et de ciment.

Quelques fleurons européens s'illustrent et on mentionnera Siemens +20% et surtout, Thales +41%, Schneider, +90%, Legrand +148% et Seb +204%, autant de sociétés bien adaptées aux mutations de l'environnement concurrentiel international.

Les plus brillantes ont été les valeurs technologiques à même de capitaliser sur leurs atouts et on citera, Atos et Cap Gemini en hausse d'un peu plus de 100% et surtout, les « stars », Ingenico +582% et Dassault Systèmes, +604%, une des toutes premières performances européennes.

Les avatars des valeurs industrielles aux prises avec les changements de technologie :

Les ventes d'automobiles, à l'échelle mondiale, c'était 90 millions en 2019, ce sera 15 à 20% de moins en 2020. Il y a un peu plus d'un siècle, l'automobile supplantait les voitures à cheval et aujourd'hui l'automobile est elle-même confrontée à des défis, la voiture électrique, la voiture sans pilote qui attire de riches acteurs

nouveaux issus de la tech, la saturation du marché dans les pays occidentaux, le moindre attrait des jeunes pour la possession de voitures, le potentiel des grands marchés émergents à condition de surmonter la concurrence des producteurs locaux (voir les difficultés de Renault ou Peugeot en Chine)... Ainsi, depuis 2007, la valorisation de Renault a perdu 81%, PSA 63%, Porsche 55%. Les constructeurs allemands s'en tirent mieux, à l'image de VW+89% et même BMW +21%, voire Volvo, +14%, qui compte un actionnaire chinois à son capital.

Les équipementiers ou/et les fournisseurs de pièces de rechange, résistent également. On pense à Michelin -2%, Faurecia -18% mais surtout Valeo, +97% et Autozone aux Etats-Unis, en forte croissance.

Les incidences des évolutions sociologiques : vieillissement, hausse des inégalités et développement des classes moyennes dans les pays émergents :

Vieillesse et hausse du niveau de vie profitent au secteur de la santé et partout on observe, en pourcentage du PIB, une augmentation des dépenses dans ce secteur. Et, ce n'est pas la récente crise du Covid qui inversera cette tendance. Aux Etats-Unis, les dépenses de santé atteignent 18% du PIB et en Europe, 11% du PIB. Tout au plus, pourra-t-on redouter des initiatives récurrentes, la dernière en date de Trump, sur un plafonnement ou une baisse du prix des médicaments ou encore des décisions sur un abaissement de la durée de vie des brevets.

En profitent, les laboratoires capables de lancer des nouvelles molécules et des fournisseurs d'équipement pour la santé. Ainsi, depuis 2007, Glaxo est à +16%, Sanofi +21%, Novartis +33%, Getinge +49%, Vifor +207%. Aux Etats-Unis, on mentionnera Bristol Myers +91%, Medtronic +89% et récemment Gilead +200%.

Les plus petites sociétés sont à privilégier car plus sensibles à l'innovation et ainsi Lonza s'est apprécié de 412%, Biomérieux de 490% et Novo Nordisk, spécialiste de l'insuline contre le diabète, de 653%.

Les valeurs de cosmétiques bénéficient également de l'élévation du niveau de vie, qu'il s'agisse de l'Oréal +210% ou d'Estée Lauder +791%. Essilor, +14% répond à une logique similaire.

Le secteur du luxe bénéficie à la fois de l'essor des classes moyennes en Asie et de l'enrichissement du 1% dans les pays développés. Deux tendances durables qui expliquent les performances de Richemont +54%, Tiffany +123%, Kering, +370%, LVMH, +412% et surtout Hermès, +615% qui suscite la convoitise de ses concurrents.

La chute de la distribution et la bonne tenue des valeurs de consommation :

Depuis 2007, le concept hypermarchés, voire supermarchés a beaucoup perdu au profit des magasins de proximité et cela se ressent sur les cours des grands groupes du secteur : Tesco, -50%, Casino et Carrefour -71%.

En revanche, les produits de consommation tirent leur épingle du jeu, les brasseurs, Carlsberg +55% ou Heineken +76%, comme les grands groupes, Nestlé et Unilever, +127% ou aux Etats-Unis, Coca +84%, Colgate +124% et Procter +115%.

Quelques sociétés de niches, bénéficiant de la mode, affichent des performances exceptionnelles, on pense à Nike aux Etats-Unis +780% et Adidas en Europe, +519%. Est-ce durable ?

La technologie et les valeurs de la 4ème révolution industrielle :

Point besoin de rappeler la jeunesse de ces sociétés, Amazon créée en 1994, Google en 1998, Facebook en 2005 et un âge moyen des entreprises du Nasdaq de 15 ans. Point besoin d'être trop disert sur ces secteurs car chacun est très informé de ces développements. Point besoin de rappeler la grande différence avec la bulle technologique de 2000, à savoir la richesse des cash flows des leaders actuels et leur absence d'endettement. Point besoin de rappeler leur position sinon de monopole, tout au moins de monopsonie. Selon **Philippe Delmas**, dans son livre « **Un pouvoir implacable mais doux** », Facebook a 70% des réseaux sociaux, Google, 65% des recherches en ligne et ainsi, en 2018, ces deux sociétés collectaient la moitié des recettes publicitaires en ligne. Les marges nettes des sociétés leaders dépassent 25%, un pourcentage rarement atteint dans

l'industrie traditionnelle. **Peter Thiel**, l'homme qui a fait fortune avec Paypal **estime le capitalisme incompatible avec la compétition** car, s'il y a guerre des prix, il n'y a pas accumulation du capital.

Cette année le top 5 s'est apprécié de près de 40%, le reste du S&P, ne l'occultons pas, de moins de 5%. On rappellera juste quelques performances depuis juin 2007 : Qualcomm's +162%, Microsoft +564%, Apple 2460%, Amazon 4300% et Netflix 15250%, sans oublier, également dans la communication Comcast 234% et Disney 252%. Autant de sociétés américaines car on le sait, la technologie représente 28% de la capitalisation du S&P500 mais seulement 15% de l'indice EuroStoxx européen.

Pour l'avenir proche, les segments privilégiés resteront le e-commerce, les sciences de la vie, le matériel médical robotisé, la robotisation et les paiements digitaux.

Quatre conclusions : Schumpeter : « Le nouveau ne sort pas de l'ancien, mais, à côté de l'ancien lui fait concurrence jusqu'à le ruiner » dans Capitalisme, Socialisme et Démocratie.

Les mutations : dans la ligne de Schumpeter, le passé n'augure pas de l'avenir, les leaders d'aujourd'hui peuvent disparaître, l'histoire l'enseigne, les producteurs d'avions à hélice n'ont pas été les inventeurs des avions à réaction et l'innovation dans un secteur vient souvent d'entrants.

La concentration boursière : elle n'a jamais été telle. Si, dans les années 70, les 5 premières capitalisations représentaient 10% du marché américain, en 2000, 18%. Aujourd'hui, c'est 28% du S&P500. La rotation des sociétés figurant parmi les leaders est rapide. Chaque année, 5% du S&P 500 change. Du top 5 actuel, seul Microsoft figurait en 2000 au 7ème rang. L'accélération du rythme des évolutions est indubitable, les prochaines années promettent d'être riches en mutations. On pense à l'accélération de la transition énergétique, au développement de la 3D, à la multiplication du nombre des robots, à l'intérêt pour les plus petites séries et à la diffusion du numérique.

Les dividendes : les pourcentages de chute des cours peuvent être tempérés par l'importance des dividendes, \$1400 milliards en 2019, dont \$500 milliards aux Etats-Unis, l'équivalent approximatif de 4% de la capitalisation mondiale. C'est vrai dans le pétrole mais pas dans d'autres, comme les banques ou l'aérien. Ainsi Total, mentionné plus haut, avant dividende a baissé de 48% mais après addition des dividendes, est en hausse de 6%. De même, dans l'assurance, Zurich baissant de 14% avant et s'appréciant de 43% après. Dans la pharmacie, les dividendes ont amplifié la hausse des cours, exemple de Roche, +39% sur la période et +80% si on compte les dividendes. Également, dans les télécoms, exemple de Swisscom, +13% et +76%.

Les valeurs de croissance : elles restent une thématique attractive dans un environnement macroéconomique hanté par la faible croissance. Les valeurs de croissance étant rares, le poids inédit du top 5, comme leur performance, exagérée aux yeux de certains, de 360% ces cinq dernières années en rapport du 45% réalisé par les 495 autres, s'explique. Les valorisations de ces leaders sont moindres aujourd'hui qu'en 2000 et la qualité de positionnement et de bilan de ces sociétés supérieures.

Genève, le 6 octobre 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion