

## Lettre n°6

### Que faire en Bourse ?

*« Jamais l'humanité n'a réuni tant de puissance à tant de désarroi, tant de soucis et tant de jouets, tant de connaissances et tant d'incertitudes » Paul Valéry en 1932*

1932, c'était encore les graves conséquences de la crise de 1929 et le propos de Paul Valéry dans son discours sur l'histoire sonne encore d'actualité. Quelles conséquences politiques, sociales, économiques et boursières de la gestion de la crise du Covid 19 ? Il est tôt pour envisager toutes les implications car la durée ou la résurgence éventuelle de la propagation du virus ne sont pas encore connues, mais on peut réfléchir aux incidences pour la structuration des portefeuilles.

#### Sous l'angle économique : quels enseignements retenir dans l'allocation géographique des portefeuilles ?

La hiérarchie des puissances ne devrait pas être changée. Les pays les moins endettés, les plus industriels resteront les plus solides. On pense à la Suisse, à l'Allemagne, à la Suède, à la Corée du Sud. En tête, la Suisse, avec un ratio de dette publique de 26% du PIB avant l'émergence de cette crise, à comparer avec 58% pour l'Allemagne, 99% pour la France, plus de 100% pour les Etats-Unis et 240% pour le Japon, a beaucoup de latitude pour soutenir les secteurs en difficulté temporaire et relancer l'économie. Aucun doute, pour les investisseurs, le Franc Suisse gardera son caractère de valeur refuge.

Deuxième remarque, l'attrait des pays développés par rapport aux pays émergents va perdurer : d'une part, les pays de l'OCDE ont l'immense avantage de financements à taux zéro pour financer des mesures de soutien et de relance alors que tel n'est pas le cas dans les pays émergents. Ensuite, nombre de pays émergents ont eu à subir, comme à chaque crise, des sorties massives de capitaux, un affaiblissement de leurs devises et, déjà 85 d'entre eux ont dû faire appel au soutien du FMI qui évalue leurs besoins à \$2500 milliards, un montant que les pays développés ne procureront pas à court terme. Enfin, ces pays n'ont pas d'Etat Providence pour amortir la crise et, selon l'OIT (Organisation Internationale du Travail), 60% des travailleurs sont dans le secteur informel, sans contrat de travail. Ne prenons que deux exemples, l'Inde, pauvre en capital avec un déficit budgétaire, avant cette crise de 7.5% du PIB, obligée d'accroître l'aide alimentaire car une allocation de chômage partiel serait inopérante. L'Afrique ensuite, dispose d'un avantage, la jeunesse, moins de 50 millions d'habitants sur une population de 1.2 milliards sont âgés de plus de 65 ans contre 150 millions en Europe. Au-delà, l'Afrique souffre à la fois de la faiblesse du nombre de médecins, 1 médecin pour 10 000 habitants contre plus de 35 dans l'Union Européenne, d'une difficulté à organiser le confinement, d'une dette de la partie subsaharienne, 59% du PIB contre 40% en 2010 jugée excessive par le FMI, d'une chute des recettes suite à l'effondrement des cours des matières premières, pétrole, cuivre, cobalt..., et d'une forte hausse des prix alimentaires susceptible de provoquer des émeutes. Ainsi, le thème de la convergence pays émergents-pays développés que nous avons maintes fois présenté comme un mirage subit un nouveau coup.

Troisième remarque, sans redouter la fin de la mondialisation, sans concevoir un protectionnisme, néfaste pour la compétitivité, le pouvoir d'achat et l'inflation, on peut néanmoins penser à des relocalisations et des investissements locaux dans des secteurs jugés stratégiques. A nouveau, les perdants seront des pays émergents très tournés vers l'exportation, les gagnants seront les pays aux économies avancées.

Quatrième remarque, certaines économies, telles la Corée du Sud, voire Singapour, devraient bénéficier d'un redressement plus rapide.

Cinquième remarque, la capacité de rattrapage des Etats-Unis : seulement classés au 33<sup>ème</sup> rang de l'indicateur de santé mondiale, pauvres en lits d'hospitalisation, malgré un record de dépenses de santé à 18% du PIB, les Etats-Unis seront les derniers à sortir de la crise du coronavirus. Dans l'intervalle, la faible protection de

l'emploi provoquera une explosion du chômage. Avec 10 millions de chômeurs en plus en deux semaines, le taux de chômage pourrait déjà atteindre 10% alors qu'à 3.5% le mois dernier, il était au plus bas des cinquante dernières années avec 5.8 millions chômeurs pour une population active de 164 millions. Mais ne minimisons pas la capacité de rebond des Etats-Unis. Souvenons-nous qu'entre 1941 et 1945, ils avaient pu, dans le contexte d'une économie de guerre, multiplier par 10 le nombre d'avions de combats entre 1941 et 1945 et accroître la flotte de porte-avions de 6 à 95 (ils en disposent de 10 aujourd'hui). Si avec 330 millions d'habitants, les Etats-Unis ne représentent que 4% de la population mondiale, ils réalisent plus de 40% des dépenses de recherche dans la santé et pourraient bien être les premiers à mettre au point un vaccin. Oublions Trump et retenons la capacité du secteur privé, de Bill Gates avec sa fondation à Ford avec la production de respirateurs, en passant par la reconversion des imprimantes 3D pour la production de masques, à relever le défi.

Sixième remarque, la forte croissance de l'endettement de nombre d'entreprises à cause de cette crise pourrait décourager l'investissement, pénaliser la croissance future et occasionner des faillites.

*En résumé*, une surpondération des économies avancées d'Asie, la Corée du sud, Singapour, Taiwan et la Chine, une méfiance à l'encontre des pays émergents, une surpondération des économies industrielles fortes et plus largement des pays européens décidés à mobiliser d'énormes moyens pour protéger et relancer et une confiance dans la capacité américaine à rebondir.

### Sous l'angle boursier : une évolution de la composition des portefeuilles.

La liquidité des portefeuilles, on n'a cessé de le répéter, est une clé de la gestion de patrimoine car elle permet de restructurer les portefeuilles et de se positionner sur des thèmes désormais plus porteurs.

Tel n'est pas le cas avec le Private Equity. L'investisseur va souffrir plusieurs années et il ne pourra pas réorienter son portefeuille. Beaucoup de start-up, en panne de trésorerie, peuvent disparaître et pénaliser la performance globale des fonds. Les leviers d'endettement utilisés pour dynamiser la performance des fonds s'avèrent problématiques. Enfin, il est vain d'escompter que telle valeur non cotée vaudra plus qu'une société cotée. Au moment d'une cession, la notion de « peer group », la référence à la valorisation des entreprises cotées dans un même secteur persistera. Les difficultés du japonais SoftBank, premier fonds technologique du monde avec \$100 milliards d'actifs, de lourdes dettes, des participations comme UBER, WeWork, l'acteur du co-working, soulignent que, même dans des secteurs a priori porteurs, le refinancement est malaisé et Softbank a dû se résoudre à annoncer la vente de \$40 milliards d'actifs dans les douze prochains mois. En d'autres termes, si le private equity permet de s'abstraire de la volatilité, il n'offre guère d'alternative aux cycles et pour beaucoup d'investisseurs récents dans le private equity, l'espoir de gains va se traduire par des pertes différées et des sorties anticipées, impossibles ou coûteuses.

Deuxièmement, il sera vain d'escompter, d'attendre un retour aux valorisations du jour d'avant. Après l'éclatement de la bulle technologique en 2000, les valeurs de télécommunications, les valeurs de médias n'ont jamais retrouvé leurs cours d'avant. Elles avaient perdu 70% ou plus de leur capitalisation et vingt ans après, les cours d'avant n'ont pas été retrouvés. Dans l'intervalle, de nouvelles sociétés ont ravi les premières places des classements par capitalisation. Amazon n'a été créé qu'en 1994, Google en 1998, Alibaba en 1999, Facebook en 2005 et rappelons que l'âge moyen des entreprises du Nasdaq est de 15 ans.

On peut se demander si l'aéronautique, l'aviation, les croisières, l'hôtellerie ... enregistreront les mêmes taux de croissance et donc bénéficieront des mêmes ratios de valorisation de cours/bénéfices.

Certains secteurs, le streaming de musique, spécialité de Vivendi qui détient aussi Canal Plus, les jeux vidéo avec Ubisoft ou Gameloft, les séries télévisées avec Netflix, profitent de la conjoncture actuelle mais la question est de savoir si un tel mouvement est pérenne.

Dans le même temps, des secteurs encore émergents, le télétravail, le téléenseignement et la télémédecine, profitent de la situation de confinement et devraient bénéficier d'une accélération de leur croissance. Pour ne prendre qu'un exemple, la société américaine Zoom s'est appréciée de quelque 100% cette année et vaut \$40 milliards... Également, la robotique, l'impression 3D vont bénéficier de développements grâce aux relocalisations.

Ajoutons à la liste des investissements à conserver ou à renforcer, des secteurs plus traditionnels, comme la santé, les pharmaceutiques (Roche, Sanofi, Gilead Sciences), les sociétés d'équipement médical (Getinge, Hamilton Medicare), les biotech bénéficieront de soutiens, d'encouragement et de valorisations boursières plus généreuses. Si la santé est aujourd'hui mesurée dans le calcul des PIB comme un coût (les salaires versés), chacun se rend compte qu'elle est facteur de productivité et mérite une considération particulière, à l'instar de l'éducation qui ne doit pas être négligée.

D'autres secteurs suscitent des interrogations : quelle dynamique pour l'immobilier de bureau si le télétravail dans le secteur tertiaire se développe ? Au minimum, on assistera à une recomposition des bureaux, moins de bureaux individuels et moins de salles de réunion si les téléconférences poursuivent leur dynamique. Ensuite, on peut s'interroger sur l'immobilier résidentiel. Un développement du télétravail, c'est la possibilité offerte à certains de quitter les centres urbains coûteux au mètre carré pour gagner des périphéries et des campagnes à même d'offrir plus d'espace. D'ores et déjà, les investisseurs dans les fonds immobiliers doivent s'interroger sur les potentialités de tels placements.

Enfin, un mot de l'énergie, indispensable à la croissance des économies. Les cours ne pourront pas rester là où ils sont. Aux cours actuels du brut, les investissements en exploration-production et les investissements dans les énergies alternatives ne sont pas rentables. Les valorisations boursières sont vouées à rebondir mais, dans l'intervalle, nombre de sociétés américaines endettées vont disparaître.

Ne terminons pas sans préciser que la suppression temporaire des rachats d'actions, \$800 milliards aux Etats-Unis l'année dernière et celle des dividendes de beaucoup de sociétés, \$1400 milliards distribués dans le monde en 2019 dont \$500 milliards aux Etats-Unis, c'est potentiellement l'équivalent de 4 à 5% de la capitalisation, un attrait en moins pour les marchés.

**Conclusion : « Il est toujours bon de regarder vers l'avenir mais on peut difficilement regarder plus loin qu'on ne voit ». Churchill**

Un nouveau cycle s'amorce, un nouveau paradigme va être défini et, à l'aune de ces potentialités, de ces reconversions et des disparitions d'activités, les portefeuilles devront être recomposés. Et, dans cet esprit, nous sommes à votre disposition pour réfléchir et investir. On n'a pas évoqué l'ensemble des thématiques ou des secteurs mais on y reviendra dans de prochaines notes. On a voulu souligner que le monde de demain différera du monde d'hier.

Genève, le 6 avril 2020



Bruno Desgardins  
Directeur de la Gestion