

Hier...

L'année 2020 aura incontestablement été celle de tous les excès, présentant des mouvements jamais vus sur les marchés financiers et boursiers, mais également au sein de l'économie.

Le fait majeur de la première partie de l'année n'aura pas seulement été la violence de l'effondrement des marchés en février et en mars, mais également la rapidité et l'ampleur de la reprise des indices boursiers dès le début du mois d'avril.

Depuis son sommet du 20 février à 11'270 points, le Swiss Market Index (SMI) s'est ainsi écroulé de 3'620 points ou 32% en seulement 17 séances, pour atteindre son niveau le plus bas de l'année à 7'650 points au cours de la journée du lundi 16 mars.

Durant cette phase de réelle panique, nombreuses furent les séances au cours desquelles ce même SMI variait de 5% à 10% en quelques heures !

Ensuite, entre avril et mai, alors que l'économie mondiale était complètement à l'arrêt et une très grande partie de sa population en plein confinement, le SMI regagnait en quelques semaines les 2/3 du chemin préalablement perdu en repassant au-dessus des 10'000 points aux premières heures de juin.

(Voir le graphique du SMI ci-dessous dit « en chandelier » de janvier 2018 à décembre 2020).



En 2020, les marchés boursiers laisseront ainsi dans la mémoire des investisseurs et des professionnels de la finance le souvenir d'un violent aller-retour, celui d'un choc inédit d'une ampleur et d'une rapidité inouïes.

« Quand la maison brûle, on ne compte pas les litres d'eau pour éteindre l'incendie »

Gérald Darmanin, ministre français de l'Action et des Comptes publics

La principale raison de cette remontée impressionnante des bourses mondiales est sans nul doute le résultat des mesures de soutien hors-normes (un montant évalué à plus de 21'000 milliards de dollars) opérées de concert par les gouvernements et les banques centrales ; des autorités monétaires qui, par la même occasion, n'ont pas hésité à balayer d'un revers de main toute orthodoxie budgétaire.

A l'instar des marchés, l'économie (dite « réelle ») a également violemment rebondi, profitant elle aussi de ces nombreuses et importantes mesures d'aide. Ces dernières ont pris invariablement la forme d'injections de liquidités, de facilitations de crédit, d'achats de titres, de garanties, de subsides, de mesures budgétaires, voire comme aux USA, de l'envoi de chèques à la population.

Cependant, la reprise n'a pas été de la même ampleur pour tous et le tableau relativement encourageant que l'on peut dresser en ce début 2021 cache malgré tout des réalités très différentes tant géographiques que sectorielles.

Ainsi l'emploi et le secteur des services, habituellement plus résilients en période de récession, sont les plus touchés par la crise.

A contrario, le secteur manufacturier et les ventes au détail, qui avaient souffert en début d'année de la rupture des chaînes d'approvisionnement, montrent davantage de dynamisme. Les indices de ces secteurs ont globalement refait, voire dépassé leur niveau d'avant la crise, aidés en ce sens par la reprise vigoureuse de l'économie chinoise et par une relative solidité de son homologue américain.

Au niveau géographique également, l'importance de la production et de la consommation mondiale de biens dans le PIB chinois a certainement contribué à une reprise rapide de la croissance de l'Empire du Milieu.

Aux Etats-Unis, c'est avant tout le déploiement plus rapide des plans fédéraux qui a permis une meilleure résistance de l'économie américaine.

L'Europe quant à elle, très dépendante du secteur des services, éprouve davantage de difficultés à sortir de cette récession.

La grande ironie de l'histoire, c'est que l'on va probablement connaître en 2020 un seul pays dont la croissance du PIB sera positive : la Chine.

Cette surperformance de l'économie chinoise se reflète naturellement en bourse.

Ainsi l'indice CSI 300 (qui regroupe les 300 plus importantes valeurs cotées à Shanghai et Shenzhen) affiche un bond d'environ 22% en 2020. A titre de comparaison, le Dow Jones américain perd presque 2% tandis que l'EURO STOXX 50 accuse quant à lui une chute de 5% depuis le 1^{er} janvier.

(Voir ci-dessous l'évolution comparative des principaux indices d'actions en 2020, recalculés en CHF).

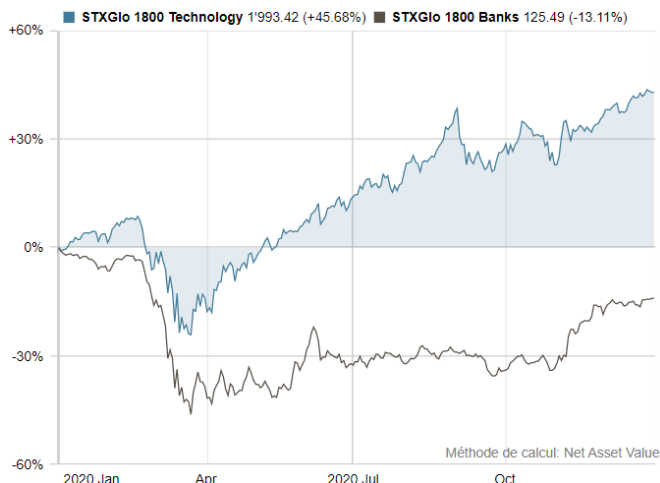
Performances des principaux indices d'actions en 2020 (en CHF)		
Suisse	SMI	0.6%
	SMIM	3.6%
Europe	EURO STOXX 50	-5.3%
Allemagne	DAX	3.7%
France	CAC 40	-7.3%
USA	Dow Jones	-1.6%
	NASDAQ	34.8%
Japon	NIKKEI	11.8%
Chine	CSI 300	22.1%

Une grande dispersion sur l'ensemble des classes d'actifs

Jusqu'en novembre (dénouement dans les élections américaines et annonce des résultats des taux d'efficacité des premiers vaccins), les performances boursières ont été concentrées sur les grandes valeurs emblématiques dites « de croissance », dont les géants du numérique aux États-Unis (GAFAM), les grandes valeurs du luxe en Europe, mais aussi l'ensemble du secteur des énergies renouvelables ou encore une multitude de petites sociétés actives dans l'e-commerce et les nouvelles technologies (y compris environnementales).

Au terme de l'année et malgré une rotation sectorielle vigoureuse en novembre, l'écart de performance entre les meilleurs secteurs (technologie de l'information et consommation discrétionnaire) et les moins bons (financières et énergétiques) est impressionnant.

(Voir le graphique ci-après comparant l'évolution en 2020 des indices mondiaux STOXX pour le secteur bancaire et celui de la technologie).



Cette polarisation extrême des performances entre secteurs gagnants et perdants a été un fait particulièrement marquant.

Pour bien naviguer sur cet océan de volatilité et d'incertitude, il fallait donc cette année plus que jamais gérer le risque « de marché » (ou mieux encore « de secteur » !) de façon active et être très discipliné dans la sélection des valeurs.

La disparité des performances boursières en 2020 en regard des divers secteurs d'activités se lit également dans les évolutions des différentes actions qui composent l'indice SMI.

(Voir ci-dessous).

Performances des actions suisses du SMI en 2020	
SMI	0.6%
ABB	5.7%
Alcon	7.4%
Cie Financière Richemont	5.3%
CS Group	-13.0%
Geberit	2.0%
Givaudan	23.1%
LafargeHolcim	-9.5%
Lonza Group	61.0%
Nestlé	-0.5%
Novartis	-9.0%
Partners Group	17.2%
Roche	-1.6%
SGS	0.7%
Sika	33.0%
Swiss Life Holding	-13.9%
Swiss Re	-23.3%
Swisscom	-6.9%
The Swatch Group	-10.6%
UBS Group	2.0%
Zurich Insurance Group	-5.9%

La récession de 2020 restera vraisemblablement dans les annales comme la plus soudaine, la plus inattendue et la plus brutale de l'histoire.

Cette image a posteriori et l'analyse des données économiques et financières qui s'y rattachent ne sont qu'un des reflets de cette année si particulière. Tous ces indicateurs masquent évidemment les nombreuses et dramatiques conséquences humaines et sociales de cette crise sanitaire. Il fallait quand même le mentionner dans cette rétrospective.

Aujourd'hui...

Aujourd'hui la situation politique américaine s'est éclaircie et l'arrivée de plusieurs vaccins efficaces pourrait s'avérer bénéfique à la poursuite de la reprise.

Par ailleurs, au moment où nous écrivons ces lignes, deux des plus importants verrous identifiés par les investisseurs viennent finalement de sauter. Celui du Brexit d'abord, grâce à l'accord signé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne la veille de Noël. Celui du plan de soutien aux Etats-Unis ensuite, négocié par les parlementaires démocrates et républicains et paraphé de guerre lasse par Donald Trump entre Noël et le jour de l'An.

Mais en toile de fond, c'est toujours le chassé-croisé vaccination-contamination qui domine.

Il ne faut pas s'en cacher, le redémarrage économique mettra du temps à réparer le dommage colossal infligé en 2020 à une économie mondiale déjà en faible croissance structurelle.

Cette même économie mondiale pourra certes encore compter sur des politiques monétaires et budgétaires bienveillantes, mais toutes ces mesures de soutien n'auront évidemment pas la même ampleur qu'en 2020. Le retour vers une inévitable forme de normalité dans l'interventionnisme étatique va poser la question de la future trajectoire des politiques publiques. A mesure que les circonstances exceptionnelles s'éloigneront, les partisans de la tempérance budgétaire feront à nouveau valoir leurs arguments.

Le relais de croissance doit donc être pris par les entreprises et les consommateurs.

S'il est légitime de penser que les vaccins auront un impact favorable sur la confiance et les dépenses de consommation, la reprise devra toutefois s'adapter à la diminution graduelle des effets de soutien à l'économie comme nous venons de le dire plus haut.

En 2021, ce seront les bénéfices des entreprises qui devront guider les marchés, plutôt que les multiples de valorisation qui ont déjà pris de l'altitude en 2019 mais aussi en 2020.

En effet, au-delà de l'anomalie de ces derniers mois, il faut garder à l'esprit que c'est la croissance bénéficiaire à long terme des entreprises qui demeure le juge de paix de la performance boursière.

Or, dans un environnement de taux d'intérêt très bas, d'activité économique encore restreinte et de déséquilibres budgétaires aggravés, cette croissance pourrait demeurer structurellement fragile.

L'évolution des taux d'intérêt ; à surveiller comme « le lait sur le feu »

Il est d'usage d'avancer que la bourse précède l'économie de 6 mois. Cette belle envolée des marchés en cette fin d'année signifie donc que l'économie sera à nouveau sur les rails au début du troisième trimestre ; ce qui semble logique. Oui mais...

...C'est précisément au cours ce redémarrage que les dures réalités vont refaire surface. Le niveau insoutenable de la dette pour des pays comme la France, l'Espagne et l'Italie va nécessiter un « parcage » de cette dette liée au COVID ; et cela promet d'ores et déjà de belles empoignades avec les pays du nord de l'Europe, beaucoup mieux gérés.

Croire que les taux d'intérêts (et l'inflation), si bas depuis si longtemps, ne sont pas près de remonter est un pari risqué selon nous. Et, en même temps, croire que la dette n'est pas un problème car les Etats peuvent emprunter gratuitement ou presque est aussi une gageure sur laquelle il vaut mieux ne pas trop miser.

Les trillions injectés durant cette crise du COVID devront économiquement et financièrement avoir un impact tôt ou tard sur l'inflation.

Ce sont donc les taux d'intérêt qui vont sans doute sonner la charge. Aux Etats-Unis tout d'abord avec des Treasury Notes à 10 ans qui pourraient flirter avec le niveau de 1.5% (actuellement à 0.9%, mais encore au-dessous de 0.5% au cours de l'été). Pas la fin du monde peut-être, mais un signal suffisamment important qu'une certaine « normalisation » pourrait, petit à petit s'installer. A surveiller donc comme « le lait sur le feu » au cours des prochains mois...

L'Europe n'en est pas là, mais voir des taux américains à la hausse sans que ceux en Euro ne suivent la même tendance, ce serait une première.



Demain...

Dans un tel environnement, notre stratégie d'investissement continuera de privilégier les actions d'entreprises de première qualité à croissance bénéficiaire visible, au bilan solide et au modèle d'affaires concurrentiel.

Notre philosophie « Buy & Hold » relativement défensive et notre approche davantage axée sur la « valeur » (Value Investing) que sur la « croissance » a toujours fait la part belle à ce genre de société de qualité. Nous nous en félicitons encore une fois à l'issue de cette année si difficile en termes de sélectivité des placements en actions.

Pour les mois à venir, nous privilégions encore et toujours cette même approche « Value » qui a largement fait ses preuves à long terme et nous maintenons notre biais domestique fort en surpondérant les grandes actions suisses du SMI et une sélection de valeurs secondaires helvétiques de première qualité.

Confiants néanmoins dans les perspectives à venir, nous conservons ou intégrons au sein de nos mandats des valeurs internationales plus sensibles à la poursuite d'une réouverture de l'économie et d'un certain « retour à la normale ».

Dans ce contexte, nous maintenons aussi notre confiance aux valeurs du secteur des assurances, totalement délaissées en 2020 ; ne serait-ce également que pour le rendement des dividendes de ces sociétés.

A titre de diversification sectorielle, nous restons positifs sur le secteur de la technologie, car l'engouement pour ce segment date d'avant la crise et restera un thème clé durant les mois à venir.

Mais c'est potentiellement le secteur de l'énergie qui pourrait surprendre les investisseurs en 2021.

En effet, alors qu'une reprise synchronisée de l'activité mondiale pourrait être bénéfique à la demande, c'est peut-être la situation de l'offre qui sera la plus à même de créer les conditions du rebond de l'or noir.

En effet, le « Green New Deal » a engendré un tarissement très net en infrastructures pétrolières, à tel point que la demande dépasserait l'offre de 3 à 4 millions de barils par jour en milieu d'année 2021 ! De telles conditions pourraient même créer un risque de crise énergétique, déclenchant un fort rebond du pétrole et des valeurs énergétiques liées à ce secteur.

En juillet dernier, nous avons conclu ce même commentaire boursier en affirmant que « le pire de la correction boursière est derrière nous » et en recommandant de « demeurer investi en actions, plutôt que de rester sur la touche ».

Aujourd'hui notre conviction est moins évidente et notre avis plus nuancé.

Certes, 2021 pourra compter sur des marchés boursiers bien orientés, ne serait-ce encore et toujours qu'en raison du lancinant manque d'alternatives intéressantes.

Il n'en demeure pas moins que, au risque de nous répéter, le potentiel de hausse des bourses dépendra de la solidité des bénéficiaires, mais aussi du risque de réévaluation à la baisse de valorisations désormais élevées.

Un scénario « idéal » de poursuite de la hausse des marchés ne pourra donc se réaliser que si, et seulement si, la croissance est franchement au rendez-vous et que les taux ne remontent pas trop rapidement ; ou autrement dit que les bons du Trésor américain à 10 ans restent en-dessous de 1,5%. Une forte hausse pénaliserait des valorisations boursières élevées.

Comme déjà dit plus haut, les taux vont donc jouer le rôle d'arbitre principal.

L'évolution de l'économie, des taux et des valorisations est toujours le fondement même de toute décision d'investissement. Ce sera encore davantage et même plus que jamais le cas au cours des prochains mois.

Le « pire » scénario serait quant à lui engendré, à contrario, par un tassement de cette même activité économique et par une croissance très modeste provoqués par un fort recul de la confiance des acteurs économiques en raison d'une nouvelle vague de coronavirus ou d'un choc géopolitique. Cette situation mettrait ainsi fin à la période de hausse des marchés débutée dès la mi-mars 2020. Alors, les valorisations élevées ne se justifieraient plus du tout.

Mais comme le disait Paul Claudel, « Le pire n'est pas toujours sûr »...

Bitcoin

Un mot encore sur le **bitcoin**, cette cryptomonnaie dont tout le monde parle en ce moment en raison de la frénésie qu'elle suscite. Adossé à aucun actif ni à l'économie d'aucun pays, le prix du bitcoin reste un phénomène social en parallèle à une « histoire » technologique. C'est un actif à risque qui bénéficie du même terreau fertile que l'or : une certaine défiance envers les monnaies nationales et des taux d'intérêt réels négatifs. Il attire les personnes qui veulent vite devenir riches en achetant un billet de loterie.

Nonobstant ces faits, on sait aussi que le bitcoin a facilité les transferts financiers par et pour la criminalité internationale et que son « coût de production » est un affront à une certaine prise de conscience environnementale des échanges économiques et financiers.

Cette histoire du bitcoin, avec lequel aujourd'hui si peu de personnes achètent quoi que ce soit, est surtout une mode ; un ticket de loto dont certains estiment la juste valeur au-delà de USD 400'000.00...

Rien ne va plus ; faites vos jeux !



Investissement socialement responsable

Autre thématique d'actualité qui suscite un intérêt croissant, celle abordant de près ou de loin l'investissement socialement responsable (ISR). Cette tendance pour les placements dits « durables » existait elle aussi avant la crise. Elle s'est cependant fortement amplifiée avec des flux de fonds records vers des produits ESG (Environnement/Société/Gouvernance) et cela devrait continuer à moyen terme.

Pour les gestionnaires d'actifs, la question qui se pose aujourd'hui n'est plus de savoir s'il faut ou non prendre en compte les critères de durabilité dans le processus de placement, mais comment les y inclure d'une manière systématique et étendue tout en conservant un certain bon sens !

Chez Adequaris, nous avons décidé l'automne dernier de considérer les deux premières approches de la philosophie/démarche ESG pour notre processus d'investissement, respectivement pour notre Univers d'actions, à savoir :

- **L'exclusion** : Approche traditionnelle consistant à exclure des sociétés individuelles ou des industries entières des portefeuilles si leurs domaines d'activité sont en contradiction avec les valeurs personnelles de l'investisseur.
- **L'intégration** : Approche combinant des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs ESG) avec des considérations financières traditionnelles.

Dans le cas de l'exclusion sectorielle, nous n'investissons désormais plus dans des entreprises tirant une part de leur chiffre d'affaires, considérée comme significative, d'activités jugées néfastes pour la société. Il s'agit d'exclusions éthiques et les secteurs concernés pour Adequaris sont à ce jour : le tabac, l'armement, les jeux d'argent et la pornographie.

En termes d'intégration, nous avons décidé de confronter notre Univers d'actions à une procédure de compatibilité avec les notations ESG en vigueur. Nous avons ainsi passé au crible l'ensemble des plus de 90 actions que nous analysons et recommandons à notre clientèle.

Au terme de cet examen, nous avons décidé de nous séparer de deux actions dont les notations respectives ne suffisaient pas au minimum requis en termes de respect des normes ESG.

Notre Univers d'actions, composé maintenant de 93 valeurs suisses et internationales, est aujourd'hui totalement conforme au respect des standards requis en matière d'investissement ESG.

Pour approfondir cette thématique ESG (et obtenir notre présentation sur le sujet), mais aussi pour toute autre question relative au présent commentaire boursier, nous demeurons évidemment votre entière et agréable disposition.

Avec nos meilleures salutations et nos sincères vœux pour une excellente année 2021.

ADEQUARIS Finance
4 janvier 2021