



DENIS BEAUDOIN

Président
Directeur des Investissements
dbeaudoin@finaltis.com



BRUNO BERNSTEIN

Directeur Général
Directeur Investissements en Actions
bbernstein@finaltis.com

POINT(S) DE MARCHÉ...

... pour mettre les variations de court terme au service des objectifs de moyen et long terme.

Paris, 25 février 2022

Alors que Vladimir Poutine choisit la guerre, ordonnant à son armée d'envahir l'Ukraine, certain d'avoir finalement peu à craindre et beaucoup à gagner, les marchés financiers, déjà soumis aux tensions lourdes d'un resserrement monétaire, ont violemment réagi.

Sans nous perdre en conjectures géopolitiques, que peut faire un investisseur dans ces circonstances ?

Quelles opportunités sur le marché des actions ?

Pour tous les investisseurs disposant d'un horizon d'investissement de moyen à long terme (supérieur ou égal à 3 ans), les fluctuations récentes de marché doivent être considérées comme de bonnes nouvelles. En effet, ces fluctuations offrent des opportunités de devenir actionnaire d'entreprises qui combinent croissance, visibilité et résistance aux crises et dont le seul défaut est souvent... la valorisation élevée de leurs actions. Comme l'affirme régulièrement Warren Buffet à ses actionnaires : *"It is far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price"*... adage particulièrement pertinent quand les actions de certaines des plus belles entreprises ont fortement corrigé, sous le double effet du changement de discours de la FED face à une résurgence possible de l'inflation et d'une crise géopolitique majeure orchestrée par un président russe sûr de ses atouts, de la faiblesse de ses adversaires et faisant fi de toute considération morale ou juridique. Cinq exemples très divers de ces « *wonderful companies* », dont les soubresauts de marché nous semblent avoir porté leurs actions à des niveaux correspondant, à notre sens, à des « *fair prices* » :

1. **Givaudan**, le géant suisse des arômes et parfums a vu sa valeur baisser d'un quart en un peu plus d'un mois, son multiple de valorisation passant sur la période de 45X à 35X les résultats estimés 2022.

2. **Ecolab**, leader mondial des solutions et services de l'eau, de l'hygiène et de la sécurité, dont 10% du capital est contrôlé par Cascade Investment, le *family office* de Bill Gates, également en baisse de 25% sur la même période, son multiple de valorisation étant désormais inférieur à 33X les résultats estimés 2022, alors qu'il était supérieur à 40X en début d'année.

3. **Hermès**, la maison de luxe globale qui peut se targuer d'une rentabilité proche de 25% - un record, même pour ce secteur - a perdu près d'un tiers de sa valeur en 3 mois et

demi, son multiple de valorisation étant désormais inférieur à 46X les résultats estimés 2022 alors qu'il était à plus de 70X fin novembre 2021.

4. **Meta**, le géant incontesté des réseaux sociaux, riche de plus de 3 milliards d'utilisateurs mensuels, qui investit massivement sur les désormais fameux métaverses pour devenir le leader de l'intelligence artificielle du monde virtuel, a perdu près de la moitié de sa valeur depuis son sommet atteint début septembre 2021, son multiple de valorisation étant désormais inférieur à 14X les résultats estimés 2022 alors qu'il était supérieur à 25X il y a un an. Cette compression des multiples de valorisation offre désormais quasiment un profil « *value* » à cette entreprise digitale de forte croissance (chiffre d'affaires en hausse de 37% en 2021, attendu entre +15% et +20% en 2022 et 2023), dont la marge d'ebitda est supérieure à 45% depuis 5 ans, et devrait le rester pour les deux prochaines années.

5. **Netflix**, leader mondial de la production et de la distribution de programmes audiovisuels, a également baissé de moitié, son multiple de valorisation étant désormais inférieur à 32X les résultats estimés 2022 alors qu'il était supérieur à 55X fin novembre 2021.

Nous pourrions multiplier les exemples en ce sens. Notre propos n'est bien sûr pas de prédire l'évolution des cours de ces titres pour les semaines à venir, mais plutôt de souligner le profil de risque particulièrement attractif de ce type d'investissements pour un investisseur qui dispose de temps. Sur la durée, leurs valorisations devraient retrouver des niveaux reflétant leurs perspectives d'activité et de résultats, peu ou pas impactées à ce jour, par une période de résurgence inflationniste et de remontée des taux, ou par les menées néo-impériales russes...

Bien entendu, dans la mesure où ces entreprises affichent de solides croissances de leurs activités comme de leurs résultats, leurs valorisations sont sensibles au taux d'actualisation de leurs revenus futurs ; il est donc légitime de s'interroger sur l'impact d'une éventuelle remontée des taux sur le cours de leurs actions.

L'investisseur en actions doit-il craindre la remontée des taux ?

Comme affirmé par les banquiers centraux de part et d'autre de l'Atlantique, nous sommes entrés dans un cycle de resserrement monétaire. Quel pourrait être son impact sur les marchés d'actions en général, et plus spécifiquement

sur les valeurs que nous sélectionnons dans nos portefeuilles, les valeurs Titans et les leaders profitables de la digitalisation ? Nous vous soumettons six propositions pour y répondre :

- La valeur présente des flux de trésorerie futurs des entreprises, qui donne une indication de valorisation de ses actions, est bien entendu impactée par la hausse des taux longs. Néanmoins, dans le contexte actuel fortement inflationniste (dernier CPI à 7,5% sur un an glissant, un record depuis 40 ans), les taux réels (i.e. taux d'intérêt nominaux corrigés de l'inflation) sont nettement négatifs aux États-Unis comme en Europe. Dès lors, et selon notre analyse, utiliser les taux d'intérêt nominaux pour actualiser les *cashflows* futurs ne nous semble pas pertinent ; il serait par ailleurs absurde d'utiliser un taux réel négatif, mais ces derniers sont si négatifs qu'ils nous semblent constituer un amortisseur d'impact de la remontée des taux sur les valorisations fondées sur les flux futurs.
- L'endettement de l'état fédéral américain, de la France ou encore de l'Italie, déjà élevé avant le COVID, atteint aujourd'hui des proportions considérables : 124% du PIB 2021 aux Etats-Unis, 116% en France, 153% en Italie. Sauf à accepter le risque de faillites d'Etats, une perspective qui nous paraît peu probable, les banques centrales seront donc « contraintes » de maintenir sous pression la partie longue de la courbe des taux.
- Les banques centrales nous ont déjà donné un signal très clair de leur réticence à combattre l'inflation : malgré une inflation de 7,5% en rythme annuel, la FED a maintenu ses taux directeurs entre 0 et 0,25%. Selon notre analyse, l'inflation et son corollaire, les taux réels négatifs, est l'option choisie par les banques centrales pour éroder "à bas bruit" l'excès de dette privée et publique dans les économies occidentales. A titre de comparaison, Paul Volcker, président de la FED de 1979 à 1987, qui définissait l'inflation comme "trop d'argent courant après trop peu de biens", avait présidé à une hausse des taux de la FED de 11 à 20%, pour juguler une inflation qui atteignait alors 13%.
- La croissance du chiffre d'affaires et surtout des bénéfices par action, dans des proportions supérieures, voire très supérieures pour nos valeurs de prédilection, à l'inflation - et donc au taux sans risque - nous paraît constituer en soi la meilleure « protection » contre une éventuelle hausse des taux.
- Nos valeurs de prédilection, de nos fonds comme de nos mandats - valeurs Titans et leaders profitables de la digitalisation - sont faiblement endettées ; elles disposent souvent d'une trésorerie importante, et n'ont, à ces deux titres, pas à craindre une remontée des taux.

Certaines d'entre-elles sont même susceptibles d'en profiter : Beiersdorf dispose ainsi actuellement, d'une trésorerie excédentaire de €5 milliards, Apple de \$190 milliards.

- Enfin, et ce dernier point nous semble crucial, nos valeurs de prédilection ont intégré nos univers d'investissement parce qu'elles ont notamment démontré leurs capacités à transférer sur leurs prix de vente, sans latence significative, l'inflation éventuelle de leurs coûts (hausse des matières premières, des salaires, etc...), sans pour autant nuire à leurs volumes de vente. Leur « *pricing power* » est élevé et la fameuse « élasticité prix » de leurs ventes est faible, voire nulle à négative dans certains cas de produits incontournables ou de grand luxe : si Microsoft ou Ferrari décident d'augmenter le prix d'une licence ou d'une « *super car* », ils ne perdront pas de clients...

Quelle pertinence pour l'or physique et les actions de minières aurifères en période de remontée des taux ?

Dans les périodes de remontée des taux, le "bon sens" voudrait qu'on se sépare de tels actifs, improductifs d'intérêts : l'or est en effet « inerte », physiquement et financièrement... Dans les faits, il s'avère au contraire que l'or est une classe d'actif particulièrement performante lors d'un cycle de resserrement de politique monétaire. Même si les comportements passés de l'or ne présagent pas de ses comportements futurs, on doit noter que, lors des quatre derniers cycles de resserrement monétaire aux Etats-Unis, entre 1994 et 2015, l'or a en moyenne progressé de +11% au cours du semestre suivant la première hausse des taux de la FED. Cela n'est pas dénué de logique : l'or est un actif de réserve, de sûreté. Or, la hausse des taux courts par les banquiers centraux et la hausse des taux longs sur les marchés sont bien souvent des réponses aux craintes d'instabilité économique et de volatilité des devises... justifiant un comportement des investisseurs favorables aux actifs de réserve.

A titre d'exemple, la première hausse de taux orchestrée en décembre 2015 par Janet Yellen, alors présidente de la FED, a marqué le creux de l'or à \$1.050 l'once, juste avant un quasi-doublement du prix du métal précieux, pour atteindre des sommets historiques.

Alors que le prix de l'or a oscillé entre \$1.700 et \$1.900 depuis plus d'un an, le début de ce nouveau cycle de resserrement pourrait être le catalyseur d'une prochaine hausse, une hausse dont devraient bénéficier les entreprises minières aurifères les mieux gérées (selon nos critères financiers et extra-financiers). En effet, au-delà d'un cours assurant la couverture des coûts, celui-ci étant d'autant plus bas que l'entreprise minière est bien gérée, toute hausse supplémentaire du prix de l'once d'or se transforme, mécaniquement et pour sa quasi-totalité, en résultat...

Rédaction achevée le vendredi 25 février 2022