



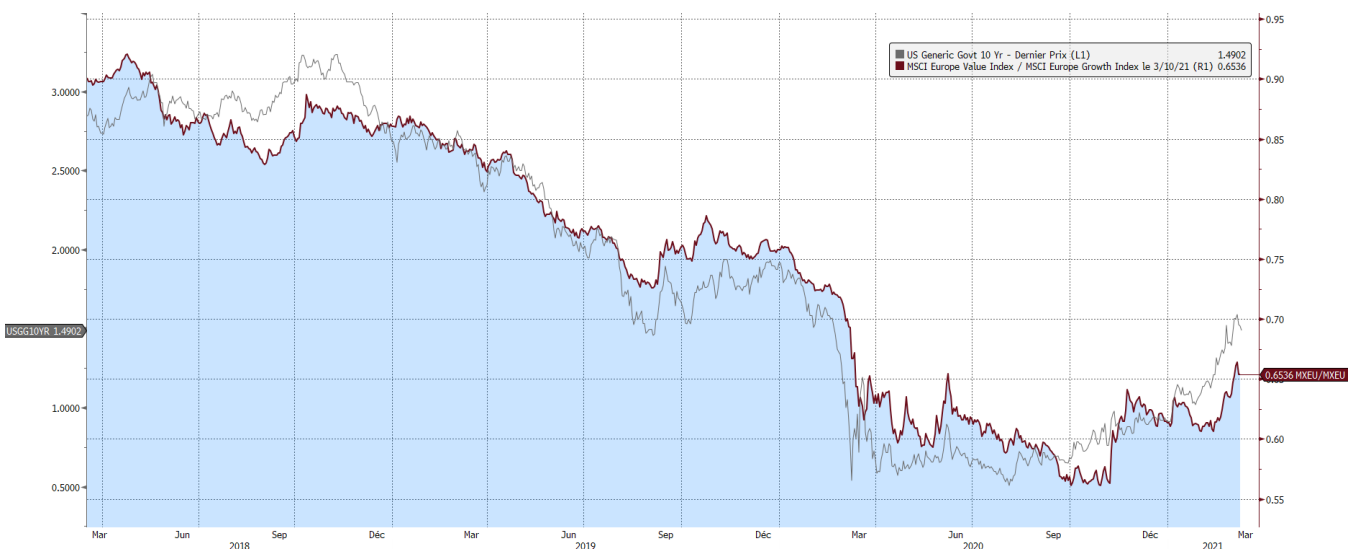
PLATINIUM

Flash Spécial – 17 mars 2021

Sortir du débat Growth vs Value Privilégier une stratégie « Barbell »

Quelles actions faut-il privilégier en 2021 ? Depuis plus de 10 ans, le style « croissance¹ » surperforme le style « value », aidé par la baisse quasi-ininterrompue des taux longs ayant pour effet d'abaisser le taux de valorisation des bénéfices futurs de ces entreprises. Cette tendance semble s'inverser depuis le mois de novembre 2020 et la remontée des taux d'intérêts. Faut-il s'attendre à une poursuite de la reprise des secteurs vales et cycliques ? Cela voudrait-il dire pour autant que les secteurs davantage croissance comme la Technologie doivent être évités ?

L'évolution du taux à 10 ans américain (gris) vs surperformance du MSCI Europe Value par rapport au MSCI Europe Growth (rouge) montre une forte corrélation



Source : Bloomberg

Pourquoi les taux longs remontent-ils ?

Les taux longs souverains (américains en tête) remontent depuis quelques mois suite à la crainte d'une poussée inflationniste engendrée par un fort rebond attendu de l'économie. En effet, le recul de l'épidémie dans le monde, l'efficacité des vaccins annoncés depuis novembre 2020 et l'accélération de leur déploiement permettent aux investisseurs d'anticiper la sortie de crise sanitaire et une reprise économique mondiale.

Ces anticipations d'inflation et de croissance sont renforcées par un plan de relance massif aux Etats Unis. Voté définitivement par le Congrès le 10 mars 2021, le plan est d'une ampleur sans précédent (1.900 milliards de dollars) et comprend notamment des chèques de 1.400 \$ destinés aux ménages et une allocation chômage supplémentaire de 300 \$/semaine. Ce plan s'ajoute à celui de 900 milliards voté en fin d'année 2020, et devrait initier une forte accélération de la consommation outre-

¹ Voir notre Glossaire en fin d'article

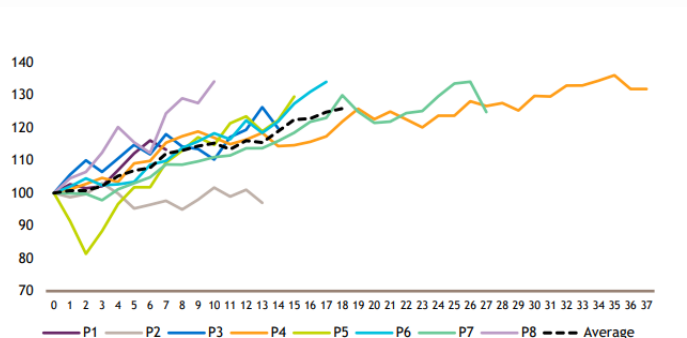
Atlantique. D'après une analyse de l'OCDE du mois de mars, ce plan équivaut à 8,5% de l'économie américaine et devrait à lui seul ajouter de 3 % à 4 % à la croissance de cette année, pour la porter à 6,5 %, en plus de créer de deux à trois millions d'emplois. Les chiffres permettent déjà d'illustrer cette reprise américaine : les ventes au détail du mois de janvier ont été en hausse de +5,3% tandis que l'ISM Manufacturier² a atteint 60,3 soit son niveau le plus haut depuis 3 ans !

Du côté de l'inflation, les prix à la production US sont également ressortis en hausse pour le mois de janvier (+1,3%) puis pour le mois de février (+1,7% en glissement annuel vs +1,4% en janvier). L'inflation est notamment portée par la flambée des prix des matières premières : le cours du baril de pétrole Brent a par exemple progressé de 33% depuis le début d'année et a même brièvement franchi la barre des 70 dollars. A noter toutefois que cette hausse des prix est également liée à des effets temporaires (difficultés d'approvisionnement, effet de base).

Les principales Banques Centrales (BCE, Fed) sont intervenues pour rassurer à la fois sur le maintien de la liquidité et sur l'aspect temporaire de l'éventuelle montée inflationniste. Cependant, ceci n'a pas suffi à calmer la dynamique haussière sur les taux.

Quelles conséquences pour les actions ?

Une hausse des taux d'intérêt n'est pas nécessairement nocive pour les indices actions. Bien au contraire, elle s'accompagne historiquement d'une hausse des actions, notamment lorsque celle-ci est progressive et en lien avec une reprise économique. Ce graphique³ montre la performance de l'indice américain du S&P 500 (positive) au cours de plusieurs périodes de hausse des taux. On le constate également depuis le début d'année avec une hausse +8,1% pour l'Eurostoxx 50 NR, +3,8% pour le S&P 500 ou encore +7,2% pour le Nikkei 225.



L'impact peut en revanche être différent en fonction du type de société. Une hausse des rendements des obligations américaines implique une sous-performance des actions mondiales de style croissance sur les actions mondiales de style value. Les premières sont beaucoup plus chères et, par conséquent, plus vulnérables à une hausse du taux d'actualisation⁴.

Dans un monde où la croissance redevient forte, les investisseurs sont moins désireux de « payer cher » la croissance et se tournent à nouveau vers des sociétés values et cycliques qui sont plus décotées et plus sensibles au cycle économique. Ce phénomène visible depuis plusieurs mois a entraîné une véritable rotation sectorielle. Sur le mois de février par exemple, le Stoxx 600 Santé (secteur typique défensif) baisse de 3% tandis que le Stoxx 600 Banques (secteur value) s'envole de plus de 15% ! La correction sur les valeurs technologiques a également été très forte : le Nasdaq a par exemple chuté de près de 10% par rapport à son point haut de mi-février.

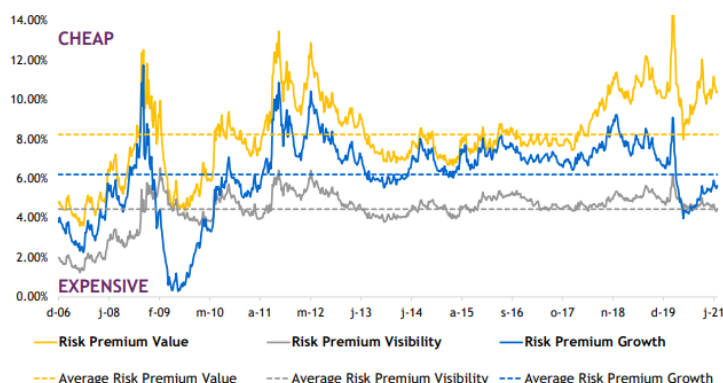
² Cet indice permet d'évaluer la tendance du secteur manufacturier : si l'indice est supérieur à 50%, cela montre une évolution favorable. Il sert d'indicateur avancé car il permet de détecter les retournements de cycles économiques

³ Source : Chahine Capital

⁴ Une partie des investisseurs boursiers considèrent que le prix d'une action est fonction de la valeur actualisée des flux futurs (dividendes, cash flows,..) qu'elle va générer. Les taux d'actualisation sont établis à partir des taux des obligations gouvernementales. Si les taux des obligations croissent, les taux d'actualisation aussi, ce qui a pour effet de faire baisser le prix des actions.

Cette rotation est-elle durable ?

Nous croyons au scénario de reprise économique mondiale : la fin de la crise sanitaire est envisageable à court terme et la richesse économique mondiale est au plus haut. Une étude de la Banque de France sortie le 10 mars 2021 estime qu'entre le début de la crise, au printemps 2020, et la fin de l'année 2021, les ménages français devraient avoir épargné environ 200 milliards d'euros de plus que ce



qu'ils auraient mis de côté en temps normal. Cela milite pour une forte reprise de la consommation une fois les mesures sanitaires levées, d'autant plus que les différents plans de relance dans le monde accentueront cet effet. Une amélioration des perspectives de croissance et d'inflation devrait entretenir une trajectoire haussière des taux d'intérêts. Ce contexte est propice aux secteurs cycliques comme les bancaires, les matières premières, biens et services industriels, automobiles ou encore les voyages et loisirs. Beaucoup de ces secteurs sont qualifiés de value. Nous pouvons légitimement nous demander s'ils peuvent encore être qualifiés ainsi au regard de leur forte progression au cours des derniers mois. Le graphique ci-dessus⁵ montre que la prime de risque du segment value (courbe jaune) reste forte par rapport à sa moyenne historique, ce qui traduit qu'il reste un potentiel de gain appréciable. Autrement dit, ce type d'actions reste bon marché malgré la hausse récente des cours.

Faut-il pour autant délaissier les secteurs plus croissance comme la Technologie ?

Croire en une reprise des valeurs values et cycliques ne veut pour autant pas dire délaissier les dossiers croissance selon nous. Si nous prenons le secteur croissance par excellence : la technologie - il ne faut pas oublier qu'une partie de ce secteur est cyclique, à l'image des semi-conducteurs. Un sous-segment qui restera porteur, aidé par des risques de pénurie (forte dépendance de la capacité de production des usines notamment asiatiques).

Il est commun de lire aujourd'hui qu'une véritable bulle s'est formée autour des valeurs technologiques, comme en l'an 2000. Nous ne partageons pas cet avis. Certes, certaines valorisations semblent être exagérées à l'instar de Tesla (PER estimé supérieur à 100) ou de certaines valeurs « greens » (Neoen par exemple) ou encore certains spécialistes de l'hydrogène (McpHy ou ITM Power par exemple).

Mais la plupart des valeurs de croissance ne se payent pas à des prix excessifs. En effet, la croissance générée par ce type de valeur est bien supérieure à celle des années 2000. On trouve ainsi la plupart des fameuses « GAFAM » à des prix certes un peu élevés mais pas irraisonnables (PER estimé autour de 30 pour Google, Microsoft, Facebook ou Apple). Ces valeurs continueront d'être plébiscitées par les investisseurs, d'autant plus après une correction que nous jugeons saine. Nous le voyons bien en ce moment : après la baisse d'environ 10% du Nasdaq fin février / début mars, celui-ci a rebondi de plus de 6% en 3 jours ! (du 9 au 11 mars).

Un autre point important permettant d'appréhender la performance boursière de ce type de valeur est l'évolution des taux d'intérêt. Une poursuite rapide de la hausse des taux observée serait en effet nocive pour les valorisations des actions de croissance. Si nous croyons en la hausse des taux longs, nous pensons que celle-ci sera progressive et limitée. Son impact sera donc moindre sur les valeurs de croissance. Les principales Banques Centrales (Fed et BCE) ne laisseront en effet pas « filer » les taux longs car cela serait synonyme d'un réel risque de crédit tant pour nos États surendettés que pour l'ensemble des agents économiques en période de sortie de crise ; risque systémique qu'elles souhaiteront éviter.

⁵ Source Chahine Capital

Ces dernières financent indirectement le coût budgétaire de la crise en neutralisant, par le biais de politique de taux bas voire négatifs, la charge de la dette pour les États. Les Banques Centrales sont actuellement garantes de la solvabilité des États. La BCE l'a clairement rappelé dans sa réunion du 11 mars : elle augmente son programme d'achat d'actifs pour le trimestre prochain. L'institution ne tolèrera pas une hausse de taux trop rapide par rapport au contexte économique, et donc un durcissement des conditions financières dans le contexte actuel toujours incertain. Les taux longs ne remonteront donc pas (ou peu) en zone euro.

La situation est différente aux Etats-Unis où la hausse de l'inflation est plus importante. La Fed a néanmoins répété qu'elle résultait en large partie d'effets temporaires et qu'elle était prête à laisser l'inflation dépasser son objectif de 2% le temps que l'économie retrouve le plein-emploi. Or, la situation sur le marché du travail demeure dégradée alors que la baisse du chômage résulte uniquement du retour à l'emploi de personnes qui avaient temporairement perdu leur poste.

Privilégiez une stratégie « Barbell⁶ »

Nous pensons donc qu'il existe des opportunités à la fois au sein de la value et au sein de la croissance. Nous privilégions ainsi une approche équilibrée entre les deux styles (« Barbell »). Cette approche est selon nous judicieuse, d'autant plus que le marché montre sur la période récente des signes d'excès avec des écarts imprévisibles et très forts d'un jour à l'autre entre les 2 styles. L'écart de performance entre Croissance et Value a déjà atteint 6.4% en une journée ! La combinaison des deux permet donc de réduire cette volatilité. Il est en revanche nécessaire de cibler le meilleur des 2 mondes, d'où l'importance de faire confiance à des « stock pickeurs » : certains titres sont dits values pour des raisons spécifiques – et le resteront ! Nous préférons dans la value, les valeurs cycliques de qualité.

Glossaire : on distingue plusieurs types d'actions

| | |
|-------------------|---|
| Croissance | Action d'une société dont le chiffre d'affaires et les résultats financiers s'accroissent fortement d'année en année et pour laquelle les investisseurs boursiers anticipent la poursuite de cette progression rapide. Cela se traduit par des niveaux de valorisation élevés par rapport aux critères boursiers habituels (PER, rendement de l'action...). Souvent assimilée à la technologie, la croissance recouvre d'autres secteurs dont le luxe |
| Value | Action dont le cours se négocie à un prix inférieur à sa valeur fondamentale (souvent mesurée par son actif net réévalué). Il s'agit donc d'actions sous-valorisées dont certains investisseurs pensent qu'elles se redresseront à court ou moyen terme. Les actions value se retrouvent dans certains secteurs : banque, télécom, distribution, énergie,... |
| Cyclique | Souvent assimilée à tort à la value, Action d'une société dont les résultats sont très sensibles aux fluctuations économiques. On les retrouve dans les secteurs de l'automobile, des biens industriels, des métaux,... |
| Défensive | C'est le contraire de la cyclique (et de la Croissance). Action dont les résultats et le cours de bourse tendent à ne varier que modérément quelle que soit la conjoncture boursière. On les retrouve dans les secteurs de la santé, de l'alimentation, des utilities (eau électricité),... |

⁶ Barbell signifie « haltère » en français. En gestion d'actifs, on parle de stratégie Barbell lorsque l'on investit dans des actifs qui sont opposés dans une même classe. Dans notre cas value et croissance.



Julien Dapsens
Gérant
jdapsens@platinum-
gestion.fr

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.