

DÉCEMBRE 2020

# NOTE MENSUELLE

Par Dominique Marchese, Head of Equities &amp; Fund Manager

## LES ACTIONS PEUVENT-ELLES ENCORE PROGRESSER EN 2021 ?

- Notre recommandation d'achat sur faiblesse s'est avérée payante
- Plus aucun obstacle aux actions ?
- Conclusion

### NOTRE RECOMMANDATION D'ACHAT SUR FAIBLESSE S'EST AVÉRÉE PAYANTE

A la charnière entre l'été et l'automne, de nombreux observateurs craignaient une nouvelle phase baissière des marchés boursiers. Le moteur des grandes valeurs technologiques américaines chèrement valorisées semblait alors manquer de carburant, tandis que les bourses européennes ne parvenaient pas à sortir de leur torpeur estivale, cela même après les décisions historiques prises en juillet sur le financement du plan de relance de la Commission (750 milliards d'euros focalisés sur la souveraineté numérique et la transition écologique de l'UE). Le fantasme d'un chaos politique à l'issue des élections américaines – les investisseurs seraient-ils trop influencés par les séries politiques racoleuses sur les plateformes de streaming ? –, et le retour du confinement plus ou moins partiel et de mesures de restriction de circulation imposés dans de nombreuses régions de l'hémisphère Nord au 4<sup>ème</sup> trimestre occultaient les bonnes nouvelles économiques du trimestre précédent.

L'été connu en effet un déconfinement quasi généralisé après la première vague (en-dehors de deux ou trois États américains et quelques pays émergents). Or, ce trimestre méritait d'être étudié de près ! En effet, les **résultats** des entreprises **dépassèrent les attentes** et conduisirent les analystes financiers à revoir **à la hausse leurs estimations** pour l'ensemble de l'année. Les prévisions de free-cash-flow pour l'année 2020, indicateur clef pour apprécier la capacité des entreprises à rémunérer correctement leurs actionnaires, furent relevées d'environ 10% entre le début et le fin de la saison des publications trimestrielles, tant aux États-Unis qu'en Europe. Les secteurs complètement libérés des contraintes du confinement du printemps connurent des reprises d'activité rapides, supérieures aux prévisions des économistes : construction, semi-conducteurs (amont de la chaîne de valeur technologique), automobile et distribution spécialisée pour ne citer que les principaux. De nombreuses entreprises de ces secteurs osaient même annoncer des volumes d'affaires au second semestre 2020 plus très éloignés de ceux de 2019. Le message ne pouvait donc être ignoré : **la fin de la crise sanitaire serait synonyme de croissance forte de l'activité et de redressement tout aussi rapide de la profitabilité des entreprises**, en dehors des secteurs qui souffriraient plus longtemps des effets de la récession tels le transport aérien. Complètement sortie de l'épisode de la pandémie, la Chine n'a d'ailleurs cessé de surprendre

positivement les observateurs avec une activité industrielle dynamique et une demande intérieure en forte accélération ; l'empire du Milieu est rapidement revenu à ses niveaux d'activité pré-crise (PIB attendu en hausse de 2% en 2020 contre respectivement -3,9% pour les États-Unis et -7,6% pour la zone euro. Source : *Les Cahiers Verts de l'Economie*). Bien plus, la vision un peu surréaliste de hordes de consommateurs envahissant les commerces à nouveau ouverts depuis quelques jours dans plusieurs régions d'Europe semble aujourd'hui affaiblir sérieusement le scénario d'une population paralysée pour longtemps par la peur du coronavirus, et qui modifierait profondément ses habitudes de consommation. Les images vues et revues sur les chaînes d'information et les réseaux sociaux ressemblent bien à celles du monde d'avant.

Certes, notre vision plus positive des marchés financiers fut largement soutenue par les **annonces spectaculaires de succès des études de phase 3 de plusieurs candidats vaccins** dont les homologations par les autorités sanitaires sont attendues dans un proche avenir – le Royaume-Uni a déjà autorisé le vaccin développé par le couple Pfizer/BioNtech. Ici aussi, les nouvelles ont clairement dépassé les attentes, même les plus optimistes. Les autorités sanitaires sont prêtes à accepter des vaccins avec des taux d'efficacité de l'ordre de 50% – les vaccins contre la grippe saisonnière ont généralement des taux d'efficacité de 30 à 70%. Les laboratoires leur offrent finalement des candidats sérieux avec des taux largement supérieurs à 90% ! Bien plus, les capacités logistiques et de production sont considérables et rapidement disponibles, ce qui plaide pour des campagnes de vaccination à grande échelle dès le second trimestre 2021.

Pour finir, la situation politique américaine va finalement bien dans le sens des investisseurs, celui de Wall Street. Mettons de côté les vaines gesticulations de Donald Trump que nous n'avons jamais prises au sérieux, mais qui font les choux gras des médias davantage attirés par le sensationnalisme que par les analyses de fond et les débats argumentés et rationnels. Trump n'est pas un va-t-en-guerre, il l'a démontré durant sa présidence. Certes, il n'a pas encore accepté formellement sa défaite, mais il a permis l'ouverture du processus de transition du pouvoir, ce qui n'est pas rien. Le reste n'est que du show digne d'un match de catch, ce que nous écrivions déjà le

mois dernier. Le plus important est de savoir ce que Joe Biden fera de sa présidence. Il a fallu plusieurs jours, voire plusieurs semaines, avant que les grands médias d'information n'expliquent que la victoire des démocrates est bien trop étriquée pour leur permettre d'agir à leur guise. Il faudra attendre le second tour des deux élections sénatoriales en Géorgie le 5 janvier prochain pour savoir qui des deux camps remportera la majorité au Sénat. Les républicains contrôlent déjà 50 sièges sur 100, contre 48 pour les démocrates ; un seul siège leur donnerait donc la majorité. Les sondages sont favorables aux républicains qui rêvent d'une revanche, alors que la Géorgie a basculé dans le camp démocrate dans l'élection présidentielle. Gardons à l'esprit que si les deux sièges géorgiens sont gagnés par les démocrates (égalité parfaite 50-50), le Sénat leur serait acquis grâce à la voix de la vice-présidente Kamala Harris ; pour le moment, il s'agit là du scénario le moins probable. Les marchés ont pris acte des annonces concernant la composition de **la future équipe exécutive plutôt expérimentée et qui augure une politique économique modérée**, proche du centre de l'échiquier politique, et finalement éloignée des revendications de la gauche radicale démocrate qui s'était ralliée à la

candidature de Joe Biden. La nécessité pour la nouvelle administration de s'entendre avec le camp républicain pour faire passer un nouveau plan de relance indispensable pour soutenir l'économie américaine (programme bipartisan), et pour obtenir son appui dans les nominations aux plus hautes fonctions de l'administration et de la justice, nous amène à anticiper une politique macroéconomique qui éloigne pour longtemps la menace d'une politique fiscale et de régulation résolument hostile à Wall Street.

Finalement, les bonnes nouvelles que nous venons de décrire succinctement ont permis aux principales bourses mondiales de connaître l'une de leurs meilleures performances mensuelles de leur histoire, tirées par une violente rotation sectorielle en faveur des secteurs réputés «value» et cycliques qui avaient particulièrement souffert de la crise de la Covid-19 au printemps. Les entreprises industrielles, les constructeurs automobiles, les producteurs de matières premières, les pétrolières ou encore les valeurs financières ont enregistré un fort rebond depuis le début du mois de novembre.

## PLUS AUCUN OBSTACLE AUX ACTIONS ?

N'y aurait-il donc plus aucun obstacle à la poursuite de la hausse des marchés d'actions ? Après la performance remarquable du mois de novembre et les espoirs soulevés par les vaccins, les indices reflètent déjà une bonne partie de l'amélioration macroéconomique attendue liée à la sortie définitive de la crise sanitaire. Le ratio cours sur bénéfices attendus en 2021 des actions européennes est proche de 18 ; le même ratio est supérieur à 21 aux États-Unis. **Les valorisations ne sont donc pas bon marché** ; les mêmes ratios basés sur le consensus 2020 étaient plutôt respectivement autour de 15 et 17 avant le déclenchement de la pandémie. Néanmoins, dans une phase de reprise après une sévère récession, **les marchés ne sont pas non plus exagérément chers**. Pour commencer, les taux d'intérêt réels n'ont aucune raison de remonter dans les prochains mois ; les banques centrales resteront très accommodantes en l'absence de pressions inflationnistes. La prime de risque (écart entre le rendement des actions et celui des obligations sans risque) est donc encore attrayante. Ensuite, de nombreux secteurs cycliques restent plutôt bon marché – ce qui témoigne de l'absence d'optimisme démesuré de la part des investisseurs – et ne récupéreront tout leur potentiel bénéficiaire qu'en 2022, voire 2023. La rotation des portefeuilles en faveur de la thématique «value» n'est sans doute pas terminée. Enfin, l'indicateur du rendement des free-cash-flows indique que les principaux indices sont correctement valorisés sur une base historique (rendement compris entre 4 et 5%).

**Le consensus des bénéfices ne reflète d'ailleurs pas des attentes démesurées de la part des investisseurs.** Après une chute de l'ordre de 40% en 2020, les résultats des entreprises européennes devraient progresser de 50% l'an prochain, ce qui ne leur permettra pas de recouvrer leur niveau d'avant-crise avant l'exercice comptable 2022. Aux États-Unis, le poids du secteur technologique très résistant durant la crise (25% du S&P 500) explique des attentes très différentes : +22% de croissance des bénéfices en 2021 après une baisse de seulement 15% en 2020.

### Les trois principaux sujets de nature à calmer les ardeurs des investisseurs sont surtout de nature politique :

- > aux États-Unis, la lenteur des négociations bipartisans pour un nouveau plan de relance alors que le pays est frappé par une nouvelle vague de la pandémie après le week-end de Thanksgiving, et que l'administration fédérale a un besoin urgent de prolongation de dépenses au-delà du 11 décembre,
- > en Europe, le Brexit laisse peu d'espoir pour un accord avant la fin de la période de transition qui s'achèvera le 31 décembre 2020,
- > et surtout les menaces de veto de la Hongrie et de la Pologne au projet de relance et au budget de l'UE pour la période 2021-2027, si les conditions d'octroi des fonds liées au respect de l'État de droit ne sont pas retirées. C'est ce qui s'appelle «jouer avec le feu» du côté de la Commission.

Pour le moment, sur ce dernier point, nous refusons d'adopter un scénario catastrophe : la Pologne semble vouloir se désolidariser de la Hongrie et la France, opposante la plus virulente au gouvernement de Budapest, a perdu de sa superbe, empêtrée en politique intérieure dans le cadre du projet de loi relative à la sécurité globale. Nous conservons plutôt notre pari sur une amélioration de la perception de la zone euro auprès des investisseurs internationaux. L'Union et l'euro seront pérennisés par la création d'une dette européenne, qui permettra une bien meilleure circulation de l'épargne à l'intérieur de la zone, et par la prise de conscience par Bruxelles de la nécessité de renforcer la souveraineté industrielle de l'Europe et sa croissance potentielle par une politique numérique digne de ce nom, en lien avec la transition énergétique. Les investisseurs prudents peuvent néanmoins profiter opportunément de la baisse des volatilités pour couvrir une partie de leurs portefeuilles investis en actions.

## CONCLUSION

**Les prochains mois nous semblent plutôt prometteurs, même si une bonne partie du scénario de sortie de crise sanitaire est déjà bien reflétée dans les cours de bourse.** Néanmoins, en l'absence de matérialisation de risques politiques majeurs, nous ne voyons pas comment les indices pourraient connaître un reflux important alors que les banques centrales resteront très accommodantes et que les bénéficiaires des entreprises sont appelés à connaître un redressement spectaculaire dans les prochains mois. Les nouvelles positives sur les résultats des tests des candidats vaccins ont provoqué un véritable choc de confiance qui alimente un appétit des investisseurs pour les actifs risqués. Il est sans doute trop tôt pour quitter la fête. Néanmoins,

dans un marché qui pourrait marquer une pause bien méritée, l'investisseur éclairé aura tout intérêt à vendre quelques options calls (options d'achat) sur quelques titres individuels, tout en veillant à bien équilibrer son portefeuille entre les valeurs de croissance chèrement valorisées et les cycliques réputées « value » qui devraient continuer d'être portées par les perspectives d'amélioration macroéconomique. Il veillera tout particulièrement à la bonne diversification des risques entre les différentes zones géographiques, en n'oubliant pas les pays émergents, en particulier la zone Asie-Pacifique grande gagnante de la crise.

---

### DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu).

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

**Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.**