



FFM GESTION

Genève, le 20 avril 2022

« En tant que jeune analyste, j'avais l'habitude d'avoir un papier sur mon bureau qui disait : *Les cours des actions sont plus volatils que les flux de trésorerie des entreprises, qui sont plus volatils que le coût de remplacement des actifs.* Un rappel utile pour me rappeler de me concentrer sur les éléments non transitoires. Aujourd'hui, j'ajouterais : *Les prix des actions sont plus volatils que les valeurs des entreprises,* mais l'essentiel est là : il s'agit de se concentrer sur la valeur durable, pas sur les prix transitoires. »

Nick Sleep, ancien gestionnaire de fonds du Nomad Investment Partnership

Chers amis, chers investisseurs,

Nous venons de vivre un trimestre incroyablement mouvementé. Qui se souvient encore du Covid-19 qui semble avoir disparu de l'inconscient collectif ? Il fait désormais place à une guerre en Europe et à ses nombreuses conséquences : des sanctions économiques paralysantes contre la Russie, la flambée des prix des produits de base, la hausse des taux d'intérêt, des niveaux d'inflation jamais vus depuis les années 1970, etc.

Avec le recul, tout semble toujours évident. La Russie avait clairement placé une grande partie de son armée permanente aux frontières de l'Ukraine depuis la fin 2021. La rhétorique guerrière émanant du Kremlin était effectivement inquiétante. Pourtant, lorsque la guerre a éclaté, le 24 février, elle a semblé prendre presque tout le monde par surprise. Seuls les services de renseignement américains avaient prédit ce qui se passerait, pratiquement au jour près. Les gouvernements européens, eux, ont semblé être pris complètement au dépourvu. Alors que l'avance russe stagnait, il n'y avait plus rien d'autre à faire que d'imposer à la onzième plus grande économie du monde (ce qui signifie que le PIB de la Russie est l'équivalent de celui de l'Italie) les sanctions économiques les plus étendues de l'histoire moderne. La plus importante étant probablement le gel des avoirs détenus à l'étranger par la Banque centrale russe, une première dans l'histoire.

Bien qu'il soit trop tôt pour dire comment cette terrible affaire se terminera, les effets collatéraux sont très clairs. La hausse des prix des produits de base et des taux d'intérêts est impressionnante et provoque une nouvelle flambée de l'inflation, alors même que l'impact inflationniste des problèmes de chaîne d'approvisionnement commençait à s'atténuer.

Les contre-courants actuels sur les marchés sont massifs et, bien que les marchés, de par leur nature même, soient toujours imprévisibles, essayer de tirer des plans sur la comète pour le reste de l'année semble être encore plus une ineptie que d'habitude. Certains observateurs sont certains que nous allons faire face à une hausse massive de l'inflation et cela semble logique, car tous les produits de base ont bondi, qu'il s'agisse de produits liés à l'énergie (pétrole, essence, mazout, gaz naturel), de denrées alimentaires (blé, maïs ou soja) ou même de métaux (aluminium, minerai de fer, acier, nickel). Après une longue traversée du désert, qui perdure depuis 2008, les matières premières retrouvent un réel engouement et certains investisseurs se tournent vers des projets de mines d'étain lointaines avec le même enthousiasme que celui réservé aux valeurs technologiques telles que Zoom Communications, DocuSign et les crypto-monnaies pendant la pandémie de 2020. Telle est la façon de fonctionner des marchés, à toujours chercher le prochain moyen facile de gagner beaucoup d'argent rapidement, et il faut bien l'avouer, cela fonctionne rarement.

D'autres observateurs sont plutôt d'avis que l'inflation élevée actuelle (et on ne peut nier qu'elle est élevée, elle est la plus élevée depuis les années 1970) n'est qu'un précurseur d'un nouvel épisode de déflation. Après tout, pour que l'inflation persiste, les prix des produits de base (entre autres) doivent non seulement rester élevés, mais aussi continuer à augmenter. Cela peut sembler contre-intuitif, mais si tous les prix des produits de base restent exactement au même niveau pour les douze prochains mois (et ce sont des niveaux très élevés), l'inflation en mars 2023, sur une base annuelle, sera nulle.

En outre, on pourrait soutenir que les prix élevés du pétrole font actuellement le travail des banques centrales, en resserrant indirectement les taux d'intérêt, dans le sens où l'économie mondiale devrait ralentir quelque peu, simplement à cause des prix élevés. Cela permet, par répercussion, aux banques centrales d'être moins sévères que si l'économie était en pleine expansion. Ajoutez à cela la fin de quasiment tous les programmes fiscaux créés pour aider les citoyens à traverser la pandémie sans trop de dommages économiques plus le ralentissement rapide chinois (le marché immobilier chinois: dont le marché immobilier est en train d'imploser), et vous pouvez comprendre pourquoi on pourrait faire valoir que l'inflation s'avérera effectivement transitoire et que nous pourrions nous retrouver, en avril 2023, à parler à nouveau de déflation. A vrai dire, bien qu'il soit probable que la réalité, à moyen terme, se situe entre les deux (c'est-à-dire ni une hyperinflation, ni une déflation), nous aurions plutôt tendance à opter pour la deuxième théorie.

Il est intéressant de noter qu'alors que nous vivons actuellement une période de sous-performance par rapport aux indices, l'essentiel de la sous-performance, depuis le début de l'année, s'est produite jusqu'au 24 février, date du début de l'invasion russe en Ukraine. Paradoxalement, et comme nous l'avions envisagé, l'incertitude relative à une éventuelle guerre aura été plus néfaste pour les marchés et nos valeurs que la guerre en elle-même.

Plusieurs éléments peuvent expliquer ce phénomène. Tout d'abord, nous n'investissons pas dans les secteurs de l'énergie et des mines. A noter aussi que nous ne sommes que légèrement exposés aux secteurs des biens de consommation de base et pharmaceutiques, qui deviennent généralement des valeurs refuge en période de stress, et 2022 ne fait jusqu'à présent pas exception. Par exemple, Nestlé se négocie actuellement à 27 fois les bénéfices de 2022 et augmente ses revenus d'environ 5 à 6%. Microsoft, pour sa part, se négocie à 29 fois les bénéfices de 2022, mais augmente ses revenus de 18 à 20%. En d'autres termes, les investisseurs ont enchéri sur des « actions sûres » à des valorisations remarquablement élevées par rapport à leurs perspectives de croissance, alors qu'ils ont, en même temps, vendu des « actions de croissance » en raison de l'incertitude ambiante. L'exemple le plus impressionnant est Facebook (Meta), qui se négocie actuellement à 15 fois les bénéfices de 2022 tout en augmentant les revenus de 15 à 17%.

Il s'agit là d'une parfaite illustration de ce que nous entendons par « les marchés sont des systèmes dynamiques complexes et imprévisibles ». Les marchés restent très rarement à l'équilibre. Les valorisations oscillent en permanence, à différents moments pour différents secteurs. Même les « actions sûres » peuvent devenir assez dangereuses à certaines valorisations. Les marchés sont un inévitable vecteur de stress et de remise en question pour les stratégies d'investissements et les croyances. Ils poussent parfois à des volte-face qui peuvent s'avérer dévastateurs. Ils finissent, par contre, toujours par refléter la création de valeur des stratégies résilientes et de long terme.

Alors que faire pour investir au mieux ? Tout d'abord, il nous semble important d'investir uniquement dans des entreprises capables de livrer, sur le long terme, une croissance de qualité des flux de trésorerie, associée à une capacité à réinvestir, avec un haut rendement, dans leurs propres activités. La plupart du temps, ces sociétés se négocient avec une légère prime par rapport au marché, compte tenu de leurs caractéristiques, mais à moyen et long terme, elles offrent, d'après nous, des rendements supérieurs à la moyenne des sociétés cotées.

Deuxièmement, si les deux théories sur le retour, ou non, de l'inflation peuvent sembler quelque peu extrémistes, il est primordial pour nous d'investir dans des sociétés qui se montrent résilientes dans des environnements inflationnistes. Cela signifie disposant d'un pouvoir de dicter les prix, de marges élevées et de l'offre d'un produit et / ou d'un service qui ne peut être remplacé qu'avec la plus grande difficulté. Par exemple, Visa (et Mastercard) facture des frais en pourcentage de chaque transaction sur leur réseau. Si les prix des biens et services payés par carte de crédit augmentent, il en sera de même pour les frais pris par Visa et Mastercard. Pour autre exemple, LVMH, qui vient de sortir d'excellents résultats, augmente, chaque année et de manière naturelle, ses prix à des niveaux proches d'une hyperinflation.

Nous pensons que 90% des entreprises dans lesquelles nous investissons se porteront bien et généreront ainsi des rendements boursiers positifs. Cela laisse, bien entendu, toujours un pourcentage d'incertitude sur l'évolution de certaines de ces entreprises (environ 10%) et c'est pourquoi il est important de diversifier. Il n'y a aucun moyen de savoir, ex ante, laquelle des entreprises fonctionnera moins bien. Si vous nous aviez dit que Facebook finirait dans les 10% des perdants (du moins pour l'instant), nous ne vous aurions pas cru. En même temps, si vous nous

aviez dit que Sonova serait presque de retour à ses plus hauts historiques, nous ne vous aurions pas cru non plus. Il n'y a tout simplement aucun moyen de prédire l'attitude du marché et son impact sur certaines entreprises.

Pour revenir à la citation de départ, il s'avère donc clair que « l'essentiel est là : il s'agit de se concentrer sur la valeur durable, pas sur les prix transitoires. » Toujours est-il que la volatilité est bien là et que cette dernière occasionne un niveau de stress important. Comment se prémunir au mieux de ce facteur qui est rarement bon conseiller ? Tout d'abord, le maître mot ici est « long terme » et nous avons pu à nouveau constater, sur les trois derniers mois, qu'à peu près tout peut arriver à court terme. Pendant un certain temps, seules les valeurs bancaires semblaient fonctionner. Ensuite, la courbe des taux, au lieu de se pentifier, s'est aplatie et les valeurs bancaires ont piqué du nez. Ce problème a été aggravé, en Europe, par l'exposition de certaines banques à l'Europe de l'Est, et à la Russie en particulier. Ces dernières ont perdu jusqu'à 50 % de leur valeur en deux semaines (Société Générale par exemple). Garder le cap, sur le long terme, et ne pas céder aux effets de mode nous semble donc l'élément fondamental.

Ensuite, pour ceux qui désirent atténuer les effets de la volatilité dans leur portefeuille par le biais d'investissements alternatifs, il est intéressant de s'attarder sur l'immobilier comme actif décorrélié des marchés. Certes, la remontée des taux impacte également cette classe d'actif, surtout l'immobilier coté. Par ailleurs, le retour de l'inflation et la hausse des prix des matières premières a également un impact sur les projets de construction. Toutefois, des projets de développement bien structurés et équipés d'une ingénierie spécialisée permettant d'atténuer les effets de l'inflation, offrent une belle opportunité de diversification. Cela requière, bien entendu, un haut niveau de spécialisation et une totale maîtrise des coûts. C'est ce que nous nous efforçons de faire au travers de nos projets de développement immobilier au sein de Groupe. Fisconsult-Sinews se dote, en effet, d'équipes solides et spécialisées afin de gérer chaque étape de ses projets de développement immobilier, principalement au Luxembourg, mais aussi ailleurs en Europe, notamment en Espagne. Cette expertise nous permet d'offrir à nos investisseurs une excellente alternative d'investissement.

Nous attendons avec impatience de savoir ce que le reste de 2022 apportera. En attendant, c'est toujours au travers de notre stratégie résiliente, reposant sur un horizon long terme, que nous tentons de nous prémunir, au mieux, des tensions que nous vivons. Nous restons confiants en nos investissements et gardons le cap.

A très bientôt,

Votre équipe FFM Gestion SA