



**FFM GESTION**

Genève, le 4 juillet 2021

« Quand une société pharmaceutique est relativement certaine de générer une marge bénéficiaire substantielle, elle peut assumer le coût des essais cliniques permettant de développer un médicament à succès. »

Anthony Fauci, chef de la Task Force Coronavirus de la Maison Blanche

Madame, Monsieur,

Comparé aux trimestres précédents, le deuxième trimestre de cette année fut plutôt calme, ce qui n'est pas une mauvaise chose. La pandémie a continué à ralentir dans la plupart des régions du monde, bien que ce ne soit pas le cas partout (l'Inde, en particulier, se porte spécialement mal), le processus de vaccination continue son cours et des vacances d'été avec voyages en avion vers des endroits éloignés semblent possibles, si tant est que réaliser quelques tests ne vous dérange pas.

Les marchés financiers, eux, ont continué leur lente hausse, avec très peu de volatilité. Nous avons, de nouveau, assisté à une grosse rotation sectorielle, cette fois au détriment des valeurs de substance et au profit des sociétés de qualité, que nous avons tendance à privilégier.

Pour être tout à fait honnête, ce calme retrouvé est bienvenu après plus de douze mois très volatiles. Ne pas avoir de thèmes particuliers à aborder est presque bienvenu. Il reste néanmoins quelques points à discuter, des points qui reviennent souvent dans nos discussions avec vous. Le premier est le possible retour de l'inflation et, le second, le niveau élevé de la dette publique.

Avant de se pencher sur ces points, nous souhaitons revenir sur une analyse que nous avons réalisée dans notre revue du quatrième trimestre 2020 : Facebook vient d'atteindre une capitalisation boursière d'un trillion de dollars. Nous l'avions suggéré alors et ce n'est pas une surprise car la société connaît d'excellents résultats dernièrement.

Il s'agit également d'une bonne piqûre de rappel sur le fait que quand certains cherchent à tout prix le prochain grand thème d'investissement (voitures électriques, hydrogène, thérapie génétique, entre autres), les meilleures opportunités se trouvent parfois dans des domaines moins à la mode ou exotique et ne nécessitent pas de réaliser des projections complexes. Il semble pourtant que cette façon d'investir est parfois trop ennuyeuse pour certains, même si elle est généralement très profitable.

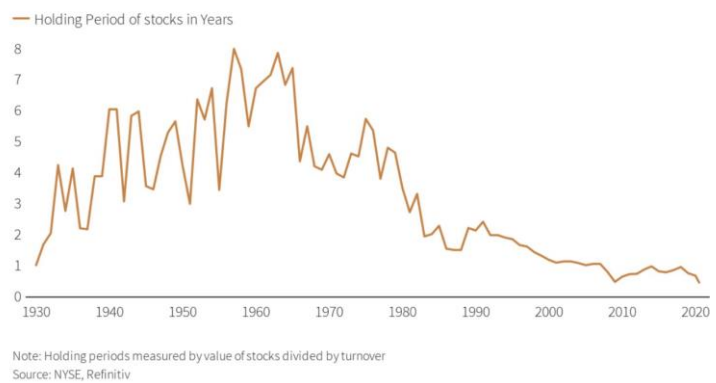
Facebook a également atteint ce cap grâce à la décision rendue par la cour américaine de justice du district de Columbia, qui a rejeté les plaintes de la FTC (Federal Trade Commission) et des procureurs généraux de plusieurs États quant à un possible abus de position dominante. Casser le conglomérat Facebook semble donc moins d'actualité suite à ces décisions mais, comme nous l'avions déjà mentionné, nous restons persuadés que Instagram et WhatsApp vaudraient plus en tant qu'entités indépendantes (surtout Instagram) et un démantèlement du groupe ne nous dérangerait pas outre mesure.

Nous restons également persuadés que le potentiel de croissance de Facebook reste très important, avec des perspectives particulièrement attractives sur la partie du commerce en ligne, de la messagerie pour entreprise (WhatsApp pour les pros) et également sur la partie réalité augmentée et virtuelle (grâce au rachat de Oculus).

Nous faisons partie du peu d'investisseurs qui pensent que Facebook est injustement traité, étant le méchant idéal pour tout ce qui ne tourne pas rond sur les réseaux sociaux. C'est plutôt une bonne chose, puisque tant que ce mythe existe, la valorisation de Facebook reste à des multiples tout à fait acceptables, ce qui nous offre d'excellentes opportunités d'investissement.

A propos d'investissements, vous savez que nous restons investis dans une société pour le (très) long terme, si tant est que notre thèse de base reste valide et qu'elle répond à nos critères stricts de sélection. Il semblerait que nous formions partie d'une petite minorité, comme le montrent les dernières statistiques sur les périodes moyennes de détention des actions (voir graphique ci-contre).

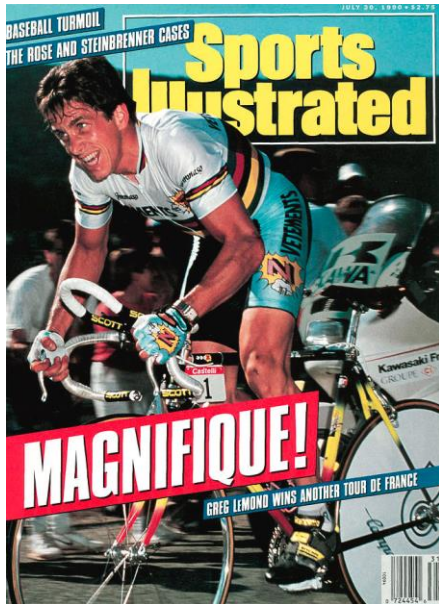
### Shrinking times



Ces statistiques sont valables pour les États-Unis uniquement et montrent une période moyenne de détention de huit mois mais nous suspectons que cela est valable dans le reste des marchés.

Si cette approche de court terme n'est sans doute pas la meilleure publicité pour le capitalisme, nous pensons néanmoins qu'elle nous offre un avantage concurrentiel important. Alors que la majorité réagit toujours plus vite, notre rythme modéré nous permet de bénéficier d'une des rares opportunités d'arbitrage qui existe encore dans les marchés modernes : l'arbitrage du temps.

C'est pour cela que, durant la récente période de sous-performance, les quatre premiers mois de l'année en particulier, quand seules les actions que nous n'avons pas en portefeuille (les banques, les fabricants de voiture, les compagnies pétrolières et minières, etc.) semblaient fonctionner, nous n'avons pas changé notre fusil d'épaule et sommes restés positionnés sur les sociétés correspondant à nos critères d'investissement.



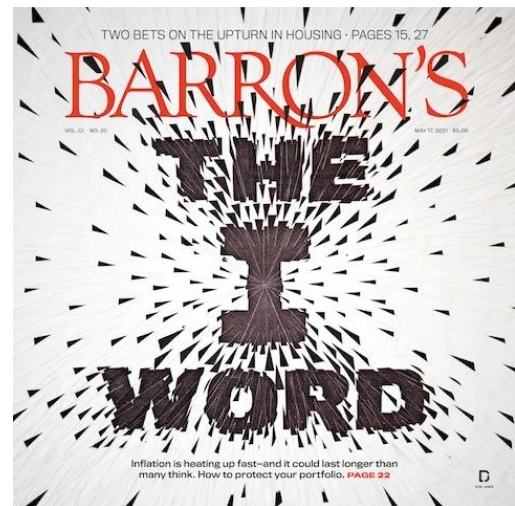
Puisque nous sommes maintenant en plein été et que le Tour de France bat son plein, permettez-nous de faire une analogie cycliste : un coureur peut gagner le Tour de France sans jamais gagner une étape. Cela est d'ailleurs arrivé récemment, puisqu'en 2016 le britannique Chris Froome et en 2019 le colombien Egan Bernal l'ont fait. Si l'on revient un peu plus en arrière, l'américain Greg Lemond a réalisé le même exploit en 1990.

Dans les marchés financiers, la situation est similaire : il n'est pas nécessaire de détenir les actions ayant les meilleures performances à court terme pour générer d'excellentes performances à long terme. Comme pour les meilleurs coureurs du Tour, la clé réside dans la constance et non pas dans l'exploit d'un jour, et l'ensemble de notre processus d'investissement est basé sur cet axiome.

Investir dans des sociétés générant, année après année, de bons résultats, même si cela met du temps à se traduire dans une hausse du cours boursier, permettra de générer de bien meilleurs résultats que chasser constamment les derniers thèmes à la mode, même si cela se révèle parfois frustrant sur des périodes plus courtes.

Il est maintenant temps de discuter inflation, cette arlésienne qu'on attend toujours puisque, comme beaucoup d'entre vous nous l'on dit, « avec toutes ces banques centrales qui impriment de l'argent et tous ces gouvernements qui dépensent de l'argent qu'ils n'ont pas, l'inflation est inévitable ». Qui sait ? Il nous semble simplement que, quand tout le monde s'attend à l'évident, c'est parfois le contraire qui se produit.

Ce sentiment est renforcé par l'utilisation de l'indicateur des couvertures de magazines, généralement un très bon signal contrariant (voir la couverture du magazine financier américain Barron's en date du 17 mai de cette année, ci-contre).



Analysons cependant cette discussion point par point.

Premièrement, l'impression d'argent par les banques centrales. Ce phénomène existe de façon importante depuis la crise financière de 2008 et n'a, pour l'instant, débouché sur aucun signe d'inflation, sans doute parce qu'il ne s'agit pas vraiment d'impression d'argent.

En effet, les banques centrales ne font que liquéfier le système financier en achetant aux banques commerciales des dettes illiquides (dette subprime, obligations à haut rendement, tout ce qui peut être illiquide durant un moment de stress) en remplaçant ces dettes par des liquidités, permettant ainsi aux banques commerciales de disposer d'un bilan plus sain et plus liquide, ce qui permet, ensuite, à ces banques de réaliser plus de prêts à plus de clients qu'auparavant.

Alors, certes, le bilan de la banque centrale qui réalise ces opérations grossit, puisqu'elle a effectivement imprimé l'argent utilisé pour racheter les papiers illiquides aux banques

commerciales. Mais, une fois que cette dette est repayée à la banque centrale (puisque c'est maintenant elle la créancière), l'argent créé disparaît à nouveau, rendant l'opération totalement neutre. Nous n'avons jamais compris pourquoi certains observateurs pouvaient s'agacer de ce processus. Après tout, les banques centrales ont justement été créées pour gérer ce genre de problème, pour aider l'économie réelle durant des périodes de crises. A quoi sert un banquier central s'il n'intervient pas à ce moment-là ?

Nous avons déjà eu un parfait exemple puisque le français Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne à ce moment-là, a décidé de monter les taux d'intérêt en 2008 et en 2011, au moment exact où l'économie européenne avait besoin de l'inverse. L'économie s'est effondrée et, malgré l'aide de son successeur, l'italien et actuel premier ministre de son pays Mario Draghi, l'économie européenne n'avait toujours pas récupéré au moment où la pandémie est arrivée.

Il est certain que la politique monétaire, que nous venons de discuter, est un instrument très basique et non la panacée pour faire redémarrer une économie. Une analogie intéressante est qu'utiliser la politique monétaire pour relancer l'économie est comme utiliser un tuyau à incendie pour remplir une tasse de thé se trouvant derrière un mur : c'est certes faisable, mais ce n'est pas la façon la plus efficace d'atteindre l'objectif. Cela est évidemment juste, mais les banquiers centraux n'ont pas eu le choix, puisque le meilleur outil, la politique fiscale, à disposition des différents gouvernements, n'a quasiment pas été utilisée entre 2009 et 2019, à cause de peurs injustifiées quant au niveau de la dette publique. Cette énorme erreur d'appréciation a conduit à une croissance faible et des taux de chômage plus importants que nécessaires, en particulier en Europe, creusant un peu plus les inégalités sociales.

Nous voici donc au second point, celui de la dette publique, qui a effectivement explosé depuis le début de la pandémie. Ici également, cela ne devrait être une surprise pour personne. Après tout, ce sont ces mêmes gouvernements qui nous ont demandé de rester chez nous et qui ont plus ou moins arrêté l'économie.

Cela était évidemment totalement justifié d'un point de vue de la santé publique, mais cela aurait dû être contrebalancé par des mesures fiscales toutes aussi évidentes, comme, par exemple, une assurance chômage plus importante et plus longue qu'à la normale, des aides directes aux entreprises à l'arrêt et d'autres mesures similaires. Puisque l'économie s'est effondrée durant cette période, le ratio de la dette publique par rapport au PIB aurait de toute manière explosé, et ce même sans politiques fiscales expansives.

Nous ne pouvons que répéter la question : que pouvait-on faire d'autre dans cette situation à part augmenter drastiquement la dépense publique ? Le temps de se soucier des déficits arrivera bien assez tôt, une fois que l'économie aura complètement récupéré. Jusque-là, tout autre chose qu'une politique fiscale expansive ne fait aucun sens.

Cette crise de santé publique a peu de parallèles historiques, mais, toutes proportions gardées, elle peut être comparée à une période de guerre, dans le sens où les États mettent toutes leurs autres tâches entre parenthèses. Dans notre cas, l'ennemi n'est pas un autre pays, mais un virus. L'objectif reste cependant similaire : le faire disparaître, ou à tout le moins limiter ses effets afin que les États puissent retourner aux affaires courantes. Et, en temps de guerre, les déficits publics ont toujours explosé pour financer cela.

Tout ceci étant dit, nous verrons bien, car personne ne peut prédire le futur. Ce que nous savons est que, même si l'inflation est plus élevée que nous le pensons, un bon endroit où se prémunir de ses effets est dans des actions de sociétés disposant d'une capacité à augmenter leurs prix. Contrairement aux idées reçues, ces sociétés ne sont pas nécessairement des compagnies pétrolières ou minières, ou même de grands conglomérats industriels. Des sociétés comme Microsoft, Netflix, Facebook, LVMH, L'Oréal ou encore Visa sont, parmi d'autres, des sociétés offrant des biens et des services dont les clients peuvent difficilement se passer et donc disposant d'une capacité de fixation des prix particulièrement intéressante. Ce sont justement ces sociétés dans lesquelles nous investissons.

Un dernier point en lien avec ce que nous venons de discuter ici est le retour de la politique industrielle. C'est devenu un lieu commun aujourd'hui de dire que peu ou même rien de bon ne peut venir du secteur public : pas efficient, en retard technologiquement, trop gros. Cela est peut-être vrai mais il est intéressant de noter que la plupart des gens imaginent que les entreprises privées sont exactement l'inverse, et cela est clairement faux. Il faut d'immenses efforts de la part du management d'une société de 100'000 employés pour que celle-ci ne devienne pas juste une grosse bureaucratie. C'est d'ailleurs l'un de nos principaux défis quand nous cherchons des sociétés dans lesquelles nous pouvons investir : il est très compliqué d'encourager l'innovation dans une grande entreprise. En tant qu'employé ou manager d'une telle société, votre seul objectif peut rapidement être de survivre et de ne pas être licencié. Dans ce contexte, tenter d'innover ou de créer quelque chose de différent qui ne débouchera pas forcément sur un succès peut alors devenir une option dangereuse.

C'est pour cette raison qu'investir ne se résume pas simplement à analyser des chiffres et des ratios financiers, mais aussi et surtout à évaluer la culture et la gouvernance d'entreprise.

Revenons à la politique industrielle dans le contexte de la pandémie : développer des vaccins est un problème complexe car les sociétés pharmaceutiques peuvent difficilement planifier les ventes et donc justifier clairement l'investissement initial, qui est très important. C'est pourquoi le gouvernement américain, en particulier, a relancé une politique industrielle massive en lançant l'opération Warp Speed, finançant ainsi les entreprises pharmaceutiques et biotech en achetant un montant prédéfini de doses de vaccin et en accélérant le processus de test et d'acceptation des nouveaux médicaments.

L'administration Trump n'a pas grand-chose à montrer pour ses quatre ans au pouvoir, mais l'opération Warp Speed est l'un de ses incontestables succès, permettant l'arrivée sur le marché d'une toute nouvelle classe de vaccins, les vaccins mRNA.

## How mRNA COVID-19 Vaccines Work

**Understanding the virus that causes COVID-19.**  
Coronaviruses, like the one that causes COVID-19, are named for the crown-like spikes on their surface, called **spike proteins**. These **spike proteins** are ideal targets for vaccines.

**What is mRNA?**  
Messenger RNA, or mRNA, is genetic material that tells your body how to make proteins.

**What is in the vaccine?**  
The vaccine is made of mRNA wrapped in a coating that makes delivery easy and keeps the body from damaging it.

**How does the vaccine work?**  
The mRNA in the vaccine teaches your cells how to make copies of the **spike protein**. If you are exposed to the real virus later, your body will recognize it and know how to fight it off.

**When your body responds to the vaccine, it can sometimes cause a mild fever, headache, or chills. This is completely normal and a sign that the vaccine is working.**

**The vaccine DOES NOT contain ANY virus, so it cannot give you COVID-19. It cannot change your DNA in any way.**

**After the mRNA delivers the instructions, your cells break it down and get rid of it.**

**Antibody**

**GETTING VACCINATED?**  
For information about COVID-19 vaccine, visit: [cdc.gov/coronavirus/vaccines](https://www.cdc.gov/coronavirus/vaccines)

**CDC**

Cette combinaison d'argent public et d'innovation privée a permis l'arrivée de multiples vaccins sur le marché de manière bien plus rapide que même certains spécialistes l'avaient prédit et a également permis, comme nous l'écrivions, le lancement d'une nouvelle classe de vaccins, les vaccins mRNA, qui apprennent à notre corps à synthétiser une certaine partie de protéine générant ainsi une réponse immunitaire dans notre corps. Ce processus est un immense succès industriel et permet une grande avancée dans la recherche scientifique. Et, oui, des entreprises privées vont s'enrichir grâce à des dépenses publiques, mais l'innovation n'a-t-elle jamais fonctionné autrement ? Sans un objectif de profit à terme, il y aurait peu ou prou d'innovation.



L'exemple numéro 1 de cette révolution vaccinale est sans aucun doute la société Moderna, une biotech initialement axée sur le traitement du cancer via les thérapies mRNA, elle a pivoté extrêmement rapidement pour créer un vaccin contre le Covid-19 en un temps record.

Cela confirme ce que nous écrivions plus haut : des sociétés de plus grande taille auraient eu toutes les difficultés du monde à effectuer un tel pivot, mais une société plus petite et plus habile, comme Moderna (1'300 employés) n'a pas eu de tels problèmes.

Ce n'est d'ailleurs pas une surprise si les deux vaccins approuvés par les autorités sanitaires suisses sont produits par deux sociétés biotech, l'américaine Moderna et l'allemande BioNTech (en partenariat avec Pfizer pour faciliter la production) et non par des sociétés pharmaceutiques plus établies qui n'ont finalement eu que peu de succès dans cette course au vaccin. Dans ce contexte helvétique, il est d'ailleurs intéressant de noter que tant Roche que Novartis sont passés complètement à côté de la plaque et ne sont pas parvenus à offrir quoi que ce soit d'intéressant en termes de vaccins.

Le potentiel des traitements thérapeutiques mRNA pour lutter contre plusieurs types de cancer est un événement de première importance et pourrait ouvrir la porte à une nouvelle ère oncologique. Il suffit de quelques Moderna ou BioNTech pour générer des excellentes performances. Toutes les entreprises industrielles ne sont donc pas forcément des grandes bureaucraties peu efficaces. La complexité est de ne pas uniquement sélectionner celles qui sont sous notre nez et ne semblent pas nécessiter des projections complexes, mais bien de trouver celles qui gagneront sur le long terme en s'assurant qu'elles répondent à l'ensemble de nos critères de sélection.

Cordialement,

Julien Devaux

Chief Investment Officer

FFM Gestion