



FFM GESTION

Genève, le 19 janvier 2022

« Après plusieurs années où les banques centrales ont maintenu des taux d'intérêt bas et injecté des liquidités sur les marchés financiers, les valorisations des actifs sont à des sommets historiques. Alors que les entrepreneurs et les spécialistes du capital-risque se disent que 'le capital est une stratégie', le financement par bulles ne remplace pas un plan d'affaires qui peut générer des flux de trésorerie positifs. »

William H. Janeway dans Project Syndicate (<https://bit.ly/3f5ktQW>)

Madame, Monsieur,

Voilà encore une année passée, à la vitesse de l'éclair. 2021 aura été une année fructueuse pour les investisseurs, puisque la plupart des indices boursiers affichent d'excellentes performances, avec le S&P 500 en hausse de 29,13%, l'Euro Stoxx 50 en hausse de 20,81% et le SMI en hausse de 19,90%, dans leurs monnaies respectives. Cerise sur le gâteau, la volatilité, contrairement à 2020, est restée relativement modérée au cours des douze derniers mois.

Cela ne signifie pas qu'il n'y a pas eu de remous au cours de l'année et autant de prétextes pour vendre que durant n'importe quelle autre année. Pour mieux illustrer ce point, nous aimerions utiliser quelques commentaires que nous avons faits au cours de la dernière année.

La première remonte à notre lettre du quatrième trimestre 2020, lorsque nous avons mentionné les SPAC, pour la première fois.

Il ne nous reste donc plus qu'à discuter des poches d'exubérance dans ce marché, car elles sont vraiment intéressantes. Premièrement, nous aimerions discuter des SPACs. SPAC, en anglais, signifie « Special Purpose Acquisition Corporation ». Une SPAC est une société sans aucune activité commerciale formée uniquement pour lever du capital via une entrée en bourse (IPO) avec pour objectif le rachat d'une société existante (même si, à l'entrée en bourse, le choix de la cible n'est pas encore clair). Connues également comme des « sociétés chèque en blanc », les SPACs existent depuis des décennies mais ont généralement été considérées comme suspectes (à juste titre). Les investisseurs dans ces SPACs sont de tous types, des groupes de private equity aux clients privés. Une SPAC a une période de deux ans pour investir le montant

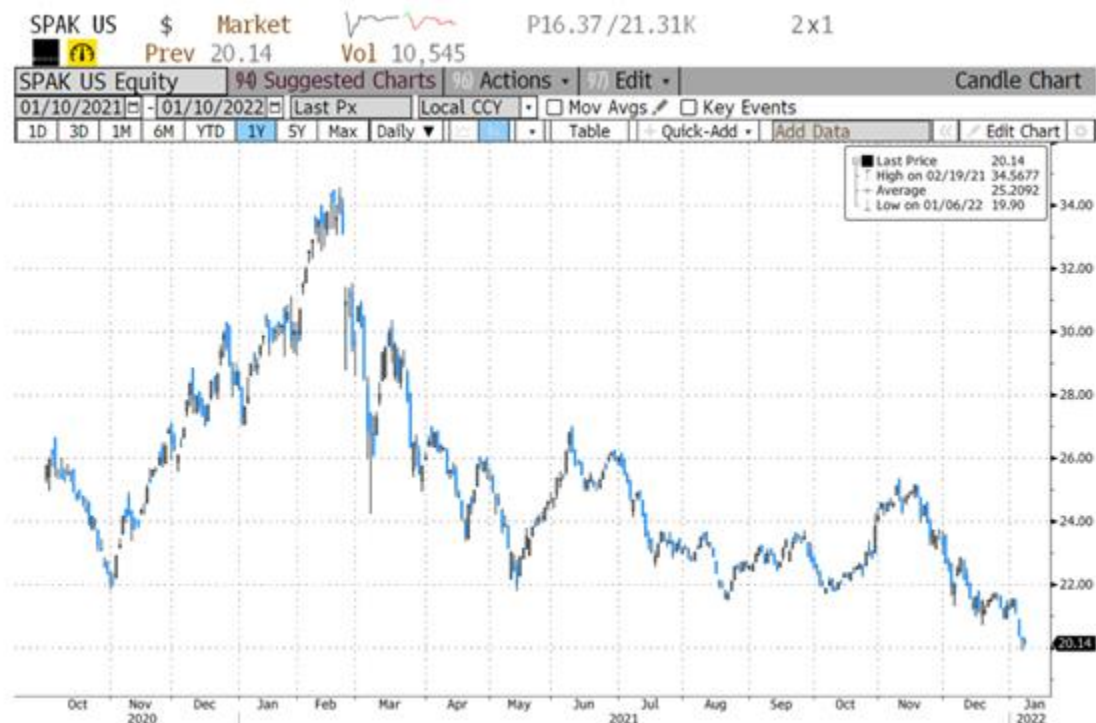
levé en bourse. Si cela n'a pas été le cas, elle doit rembourser les investisseurs, ce qui offre un certain niveau de protection.

En finance, il n'y a jamais vraiment rien de nouveau sous le soleil et le premier exemple de ce type de société apparaît en 1720, durant la bulle des mers du sud (South Sea Bubble, les bulles, elles non plus, ne datent pas d'hier) qui énonçait, dans son prospectus de lancement, qu'il s'agissait de « a company for carrying out an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is ». Autrement dit, une société avec des objectifs ambitieux mais cachés. 2020 a vu une claire augmentation des nouvelles offres de SPACs et leurs actions ont été achetées avec avidité par les clients privés comme institutionnels. Il est difficile d'obtenir des chiffres exacts, mais il semblerait que 80 à 100 milliards de dollars aient été levés de cette manière, et le mois de décembre dernier a vu des entrées en bourse de SPACs quasiment chaque jour.

Permettez-nous de vous épargner le suspense : tout cela finira très mal, évidemment, comme cela a toujours été le cas depuis 300 ans. Certaines SPACs sont sponsorisées par d'excellents investisseurs, en particulier du côté du venture capital. Il nous sera cependant très difficile d'investir dans des sociétés sans but particulier (il y a quand même « chèque en blanc » dans la définition).

Cela signifierait investir uniquement pour parier sur les sponsors d'une SPAC, l'exact opposé de notre approche, qui est d'investir dans des sociétés avec une activité profitable, une croissance stable, un faible endettement et une résilience importante en temps de crise.

Tout cela a déjà très mal fini, dès le mois de mars 2021 : après seulement deux mois supplémentaires d'exubérance sauvage (janvier et février 2021), l'ensemble du complexe s'est effondré, comme l'illustre un ETF qui suit la plupart de ces SPAC et qui est en baisse de 22,86% pour l'année.



Nous ne pouvons que répéter qu'il s'agit là d'une bonne chose pour les marchés dans leur ensemble. Une source possible d'exubérance et de bulle s'est rapidement dégonflée. Cet exemple illustre également parfaitement le commentaire de Bill Janeway, par lequel nous avons commencé cette revue : le capital n'est en fait pas une stratégie ; à un moment donné, vous devez gagner de l'argent, il faut un flux de trésorerie positif. Certains ont oublié cet élément crucial, ces dernières années, et cette leçon doit être rappelée de temps en temps. Les investisseurs de SPAC, entre autres, ont dû le réapprendre à la dure, en 2021.

Dans notre lettre du deuxième trimestre 2021, concernant les horizons d'investissement, nous avons fait le commentaire suivant.

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.

Ce commentaire est intéressant à deux niveaux.

Premièrement, il convient de souligner que certains secteurs, dans lesquels nous n'investissons pas, ont connu des performances spectaculaires en 2021. Par exemple, aux États-Unis, le secteur de l'exploration et de la production pétrolière et gazière (un secteur qui englobe des sociétés telles que Hess, Apache ou Conoco Phillips) a enregistré un rendement de 81,45 % en 2021. Le secteur de l'automobile (composé de GM, Ford et Tesla) a enregistré un rendement de 53,54 %. Le secteur de la banque d'investissement et du courtage (Goldman Sachs, Morgan Stanley, entre autres) a enregistré un rendement de 48,91 %. En Europe, si l'on prend comme point de référence l'indice Stoxx Europe 600, le secteur bancaire (BNP Paribas, Santander, entre autres) a enregistré la meilleure performance avec 34,04%, suivi de près par le secteur des médias (Vivendi, Publicis, etc.) à 31,68%.

Deuxièmement, l'extrait de notre lettre du deuxième trimestre mentionnait un épisode de sous-performance au cours de la première partie de 2021, et cela ne manquera pas de se reproduire. Lorsque l'on investit très différemment de l'indice de référence, une sous-performance à court et moyen terme est obligatoire afin de générer une surperformance à plus long terme.

Dans ce contexte, nous avons réussi à générer d'excellents rendements pour nos clients. Les résultats de notre certificat FFM Global Quality Portfolio l'illustrent bien. En 2021, le fonds a enregistré une performance nette de 33,53%. Cela se compare très favorablement aux indices boursiers mentionnés ci-dessus ainsi qu'à notre indice de référence pour ce fonds, le MSCI World, qui a généré une performance de 29,26%. Il n'est donc pas nécessaire de suivre tout ce qui fonctionne à court terme pour générer, malgré tout, de bonnes performances.

Il est intéressant d'analyser également un autre phénomène important qui s'est produit sur les marchés financiers en 2021 : alors que la plupart des indices atteignaient de nouveaux sommets historiques, sous la surface, de nombreuses entreprises, telles que Zoom Communications ou Peloton Interactive, ont vu le cours de leurs actions s'effondrer. En effet, pendant un certain temps, et en particulier depuis le début de la pandémie, les investisseurs ont été prêts à acheter, à n'importe quel prix, ce type de sociétés, dites perturbatrices. L'engouement s'est pourtant estompé et certains cours se sont effondrés.

Si vous prenez l'indice NASDAQ à la fin de 2021, près de 70% des actions sont dans un marché baissier (c'est-à-dire qu'elles ont perdu plus de 20% depuis les plus hauts) et 35% ont perdu plus de 50% depuis les plus hauts. Les dégâts sont réels et importants, mais sont quelque peu cachés par l'excellente performance des sociétés ayant de grosses capitalisations boursières, qui ont très bien résisté. On pourrait presque parler d'un marché baissier furtif. Tout le monde peut trouver dans ces statistiques une base pour adopter soit une vision baissière (les plus grandes sociétés tombent toujours les dernières, c'est le début d'un marché baissier) soit une vue haussière (tant de choses ont déjà corrigé, le temps est venu d'avoir un rebond).

Nous ne serions pas du tout surpris de connaître un autre épisode de sous-performance au début de cette nouvelle année. De nombreux fonds spéculatifs, après avoir connu une année 2021 assez médiocre, se tournent maintenant vers les secteurs de l'énergie, des banques et d'autres bénéficiaires supposés de taux plus élevés et d'une inflation plus élevée, ce qui est, aujourd'hui, une opinion consensuelle que nous ne partageons pas. Nous verrons combien de temps cela durera mais, avec la décélération de la Chine due à la crise immobilière locale, nous serions extrêmement surpris de voir des taux et / ou une inflation beaucoup plus élevée.

Une décélération rapide de la croissance chinoise aura un impact important sur un grand nombre de matières premières, réduisant ainsi encore un peu plus la pression inflationniste actuelle. Par ailleurs, le Japon nous donne un exemple intéressant où ni l'inflation, ni les taux d'intérêt, ne sont repartis à la hausse. Alors certes, des erreurs ont été commises par les administrations successives, mais finalement, le Japon, c'est nous : une population vieillissante, une natalité en berne, un refus de l'immigration, en d'autres mots un cocktail déflationniste explosif.

A la lumière de ces différents éléments, et dans le même esprit que la citation de Janeway, nous essayons d'investir dans de bonnes entreprises qui génèrent des flux de trésorerie positifs et qui sont en mesure de continuer à réinvestir dans leurs activités afin de maintenir leur croissance. Cette dernière doit, à un moment donné, se refléter dans la valorisation et donc dans le cours de bourse desdites sociétés. Parfois, cela prend plus de temps que ce que nous aurions souhaité. Parfois, le cours de l'action devient supérieur aux résultats financiers sous-jacents, généralement sous l'effet d'une vague générale d'optimisme sur un secteur particulier.

Il peut être tentant, à posteriori, de se demander s'il aurait été intéressant de prendre certains profits afin de les investir dans des titres meilleur marché. L'exercice reste toutefois extrêmement compliqué, au risque notamment de se défaire de certaines positions trop tôt. Nous restons donc convaincus par notre stratégie fondamentale d'investissement sur la durée, et non de spéculation à court terme. Le choix des valeurs reste le moteur de performance principal sur le long terme.

Enfin, comme toujours, nous tenons à vous remercier pour votre confiance et vous souhaitons encore une excellente année 2022.

Cordialement,

Julien Devaux
Chief Investment Officer
FFM Gestion