

Flash Stratégie Actions

Quelles pistes d'investissement si on essaie d'imaginer le monde post COVID-19 ?

Lundi 23 Mars 2020

Sylvain Goyon , CFA - Stratégiste
sylvain.goyon@oddo-bhf.com
+33 (0)1 55 35 42 61

<https://www.oddosecurities.com>

La baisse des profits sera forte. La tentation d'enjamber 2020 pour se positionner sur 2021 est légitime. Il paraît probable que la reprise consacre, comme en 2009, les secteurs leaders du cycle précédent (bancaires en 2009, technologie, luxe, agro-alimentaire aujourd'hui). Mais attention ! L'épidémie de COVID-19 contribue surtout à accélérer l'émergence d'un monde nouveau plus local, moins global, plus numérisé, plus vert mais aussi nettement plus endetté. Ce dernier point devrait favoriser liquidité et orthodoxie financière au détriment des investissements peu liquides et à fort levier. Et c'est une excellente nouvelle pour le marché boursier !

Et si COVID-19 marquait l'année zéro d'un cycle radicalement différent ?

Pour de nombreux investisseurs, c'est une évidence, l'année 2020 est morte et il faut désormais l'enjamber pour se placer en 2021 et jouer les effets de base puissants que l'on observera mécaniquement. C'est un calcul tout à fait légitime.

Toutefois, il repose sur un présumé fort. Le monde n'aura pas changé post épidémie de COVID-19. Ce postulat en entraîne un autre : l'existence d'une reprise en V qui reposera sur le rattrapage de consommation et d'investissement de biens et services représentatifs du long cycle de croissance dont nous venons de sortir.

Penser que les tendances ne changent pas est un biais compréhensible et naturel. En 2009, la reprise avait consacré dans un premier temps les secteurs leaders du cycle « croissance émergente » qui venait de s'achever. Les financières, et en premier lieu les banques, avaient également rebondi pour saluer l'absence de contagion tant redoutée. Une reproduction de ce « biais » consacrerait alors dans un premier temps les secteurs « stars » qui ont souffert (luxe, technologie, biens d'équipement..)

Performances sectorielles 9/3/2009- 19/2/ 2020. Performances sectorielles 19/2/20 – 19/3/2020



Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Source : Bloomberg

Ce pari implicite peut être invalidé si la dynamique de croissance change et que les équilibres / dogmes auxquels nous étions habitués (Chine moteur de la croissance mondiale, segmentation des chaînes de valeur, taux toujours plus faibles) sont modifiés.

Ce dernier point est important car il conditionne la stratégie d'investissement qui sera mise en œuvre post crise épidémique. En quelques mots, le choix est binaire entre la stratégie V qui implique de faire aujourd'hui les achats à bon compte sur les secteurs leaders des dix dernières années (technologie, luxe, ...) en abandonnant ceux qui étaient boudés et la stratégie C (pour Changement) qui devra privilégier les gagnants des bouleversements apportés par COVID-19.

Voit-on alors des signes annonciateurs de ces changements ou, à défaut peut-on imaginer les plus saillants d'entre eux ? La réponse nous semble positive.

Implications politiques : D Trump, du fait d'une gestion initiale assez légère de la crise, a probablement perdu les élections, ou à tout le moins largement érodé l'avantage initial dont il disposait. Le fort ralentissement économique, à venir, non prévu, joue également en sa défaveur. Une victoire démocrate ne représente plus aujourd'hui un scénario impossible. On le sait, le programme politique des démocrates confère une place centrale de la santé (Obamacare). La perspective d'une assurance santé élargie, à défaut d'être universelle, et un accès aux soins moins cher auront certainement plus d'écho auprès des électeurs post épidémie.

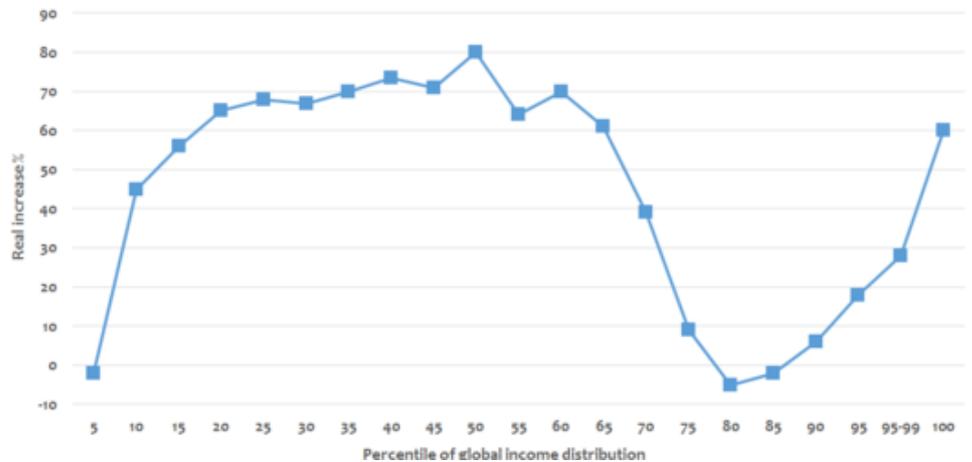
En Europe, sans être cynique, l'épidémie représente une bouffée d'oxygène politique pour des gouvernements impopulaires contraints sur le plan budgétaire. Adieu les réformes difficiles, bonjour les largesses budgétaires ! Comment critiquer un tel mouvement alors que des dizaines de milliers de vie sont en jeu ?

Implication sur les marchés de taux : au risque de paraître provocateur, le discours sur la japonification de l'Europe, l'ère des taux bas, va peut-être toucher à sa fin bien plus tôt que de nombreux observateurs ne pouvaient l'imaginer. Pourquoi ? La crise sanitaire a créé ce que nous appellerons une forte demande de gouvernance et d'expertise, ce qui contribue à une demande d'Etat plus forte. Ceci ne va pas dans le sens d'un état plus mince et il lui faudra de nouvelles ressources pour financer les nouveaux droits, aides et concours.

Cette demande vient se greffer sur le terreau fertile du rejet du modèle de capitalisme anglo-saxon globalisé. Ce dernier peut s'enorgueillir d'un excellent bilan au niveau mondial, et ce sur tous les plans (pauvreté, situation sanitaire, malnutrition, mortalité infantile, conflits armés), mais celui-ci n'est pas perceptible en occident au contraire. Branko Milanovic l'avait parfaitement montré avec sa fameuse 'courbe de l'éléphant'.



Variation du revenu réel au niveau mondial de 1988-2008 en centiles



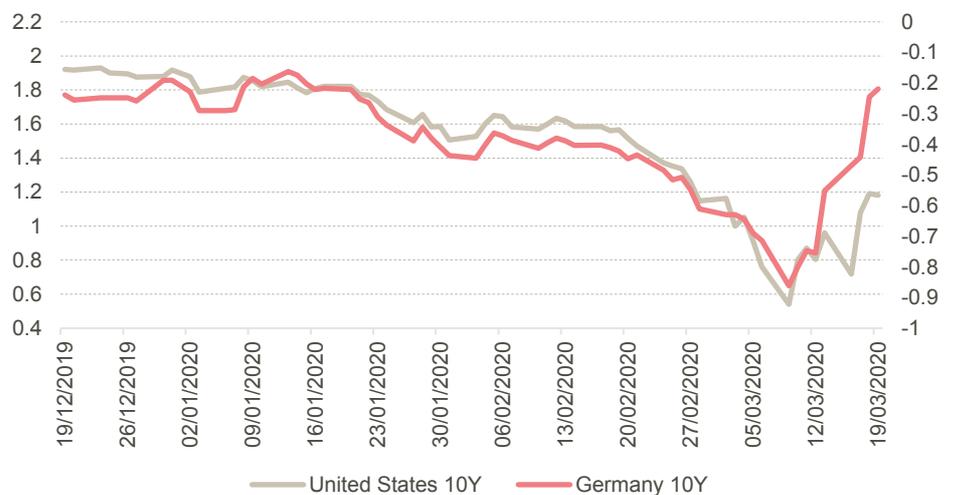
Source : Branko Milanovic

Pour mémoire, cette dernière illustre l'évolution des revenus au niveau mondial. La hausse était très forte pour les 80 premiers percentiles et les 5 derniers, mais nulle entre ces bornes. Ce segment correspond précisément à la classe moyenne occidentale qui a perdu durant les vingt dernières années un emploi industriel bien payé pour retrouver au mieux un emploi de service sous-qualifié et sans réelle perspective d'évolution. C'est là que l'électorat 'populiste' constitue ses bataillons, dont les membres sont les perdants objectifs de la globalisation.

La crise COVID-19 vient d'une certaine façon les conforter. Les délocalisations et la désindustrialisation les ont ruinés. La bascule industrielle du monde révèle désormais ses faiblesses en privant les usines occidentales de pièces essentielles en cas de crise majeure.

La solution évidente pour les pouvoirs publics revigorés est donc d'ouvrir massivement les vannes budgétaires. Ceci a bien entendu du sens face à l'ampleur de la disruption créée par COVID. Cependant les montants potentiels colossaux (France 300 Md€ de garanties pour les prêts entreprises, 330 Md£ au UK, plan de 1 200 Md\$ aux Etats-Unis etc...) viennent alourdir encore un peu plus des ratios d'endettement jamais atteints en temps de paix. Les investisseurs savent pertinemment que la soutenabilité d'une telle dette implique une énorme répression financière, génératrice de rendements faibles. Dans ce contexte, les investisseurs se détournent des obligations d'état et les rendements remontent.

Remontée des rendements obligataires (19/12/19 – 19/03/20) (%)



Source : Bloomberg

Il est bien entendu tout à fait possible de ne pas souscrire à cette vue. L'annonce de super QE de la part de la BCE, de la BoE et de la FED, vise d'ailleurs à ramener le calme sur le front des taux.



Mais avant cela, il est bon de se rappeler que le Royaume-Uni représente un bon indicateur avancé. C'est par lui qu'ont été introduites en Europe, il y a 40 ans, les politiques de désinflation compétitive et de baisse du poids de l'Etat qui ont permis de nourrir un cycle historique de baisse des rendements.

C'est par lui aujourd'hui qu'ont été introduites des politiques d'investissement publics massifs, y compris du fait des conservateurs, pourtant parti politique porte étendard des pratiques orthodoxes. Comme nous le disions précédemment ce mouvement est général.

Un retour en grâce des investissements liquides qui ouvrirait un nouvel âge d'or de la Bourse ?

Si cette remontée des taux était avérée, elle offrirait des possibilités d'arbitrage aux investisseurs qui pourraient être soulagés dans leur chasse au rendement. **Il est alors possible de penser que l'investissement au sein des poches d'actifs illiquides (private equity, infrastructure) perde de sa dynamique.**

Une « désaffection » relative pourrait survenir même dans le cas où cette remontée des taux n'aurait pas lieu. En effet, la baisse rapide du marché souligne en creux un retour de considération financière classique comme la soutenabilité de la dette. Priorité donc aux bilans solides (IG vs HY), aux cash-flow soutenables.

Ceci ne correspond pas vraiment au portrait-robot des sociétés rachetées en buy out avec des multiples d'endettement représentant 6x à 7x l'EBITDA. Enfin, la vitesse inégalée de chute des cours aura révélé l'importance de la liquidité pour faire face aux demandes de remboursement.

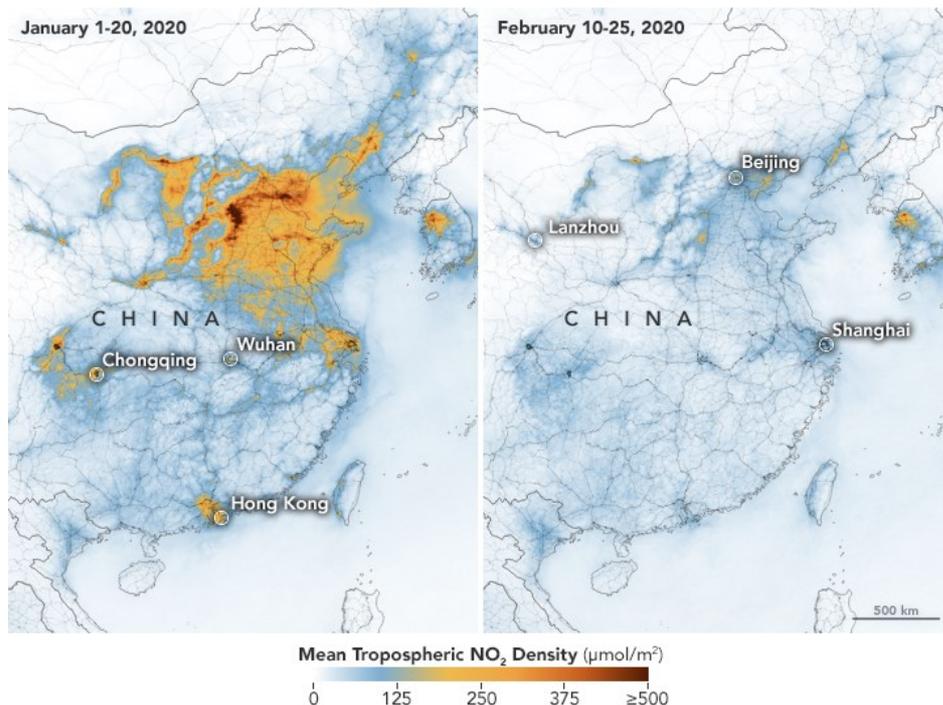
Ce besoin de renforcement des fonds propres, de désendettement et de liquidité pourrait, paradoxalement après la crise boursière que nous vivons, nous amener à assister à un retour en grâce de la Bourse comme mode de financement des entreprises (c'est un broker qui l'écrit, ...). Le secteur des services financiers (Bourses) pourrait en bénéficier.

Le secteur bancaire pourrait potentiellement rebondir depuis les points bas récemment atteints. La possibilité nouvellement ouverte de TLTRO disponibles, sous condition, à des taux inférieurs à la facilité de dépôt, l'introduction du tiering system, sont également positifs. Le secteur se paie aujourd'hui sur une base de valorisation équivalente (0.3x BV) à celle de la grande crise financière de 2008 alors même que les pouvoirs publics semblent s'engager dans un gigantesque bail out de l'économie. Dès lors, l'explosion des risques de défaut sera retardée dans le temps et donc gérable. Parallèlement, les marges d'intérêt pourraient de nouveau s'accroître. Enfin, le secteur de l'assurance devrait également bénéficier d'une tendance haussière des taux longs, à condition que cette dernière ne soit pas trop rapide (risque de rachat).

Remise en cause des schémas de globalisation : vers un monde plus local moins global et moins premium ?

L'observation des effets positifs sur l'environnement de la baisse de l'activité économique durant la crise ne manquera pas d'être soulignée. L'« activisme vert » va y trouver un élan supplémentaire alors qu'il était déjà largement porté par l'urgence climatique.

Pollution au dioxyde d'azote mesurée à Wuhan et sa région avant et pendant le confinement



Source : Nasa

On peut donc s'attendre à une accélération de la décarbonation du monde dopée à la fois par la relocalisation d'une part de la production précédemment réalisée en Asie et donc moins de déplacements de marchandise. Le ralentissement de la croissance chinoise qu'un tel mouvement entrainerait pourrait également impacter celle du tourisme de masse.

La pression baissière sur les hydrocarbures serait donc durable dans ce contexte. Pétrolières intégrées et service en souffriraient, mais les secondes plus que les premières qui peuvent utiliser la robustesse de leurs bilans et leurs cash-flows pour se réinventer dans les énergies renouvelables. De ce fait, les thématiques de production d'énergie vertes et locales devraient continuer à nourrir la performance des utilities.

Les biens d'équipement devraient tirer convenablement leur épingle du jeu. La relocalisation d'une partie de la production devrait entrainer une hausse des dépenses d'investissement, partiellement minorée par la baisse de celles localisées en Chine. Sur le plan sectoriel, le secteur pétrolier américain devrait réduire fortement, dans un contexte de prix déprimés, ses investissements dans le shale oil. Ce dernier sera donc à la traîne.

La crise sanitaire aura également représenté un stress test grandeur nature sur les infrastructures de données et communication. Il paraît légitime de s'attendre à une accélération des investissements dans les réseaux de dernière génération (5G). Ceci représentera un coût important pour les opérateurs télécoms historiques. Toutefois, la croissance du volume des données échangées et consommées pourrait les amener à renouer enfin avec une croissance plus dynamique. Les équipementiers téléphoniques bénéficieront en revanche clairement de cette tendance.

Les moteurs de croissance de la consommation pourraient également évoluer. Le financement nécessaire des largesses budgétaires pourrait se traduire à terme par une taxation supplémentaire des hauts revenus, ce qui pourrait impacter négativement le rythme de croissance du secteur premium déjà contraint par le ralentissement de l'économie chinoise. A contrario, la crise sanitaire pourrait contribuer, pour reprendre la thèse de notre analyste Food / HPC à un « choc d'hygiène » et une consommation accrue, notamment en Asie du Sud Est de produits de cette gamme.



Enjeu agro-alimentaire. Les épisodes de confinement amèneront peut-être les consommateurs à se montrer demandeurs de produits disposant de dates de péremption plus longues et issus de productions locales. Les groupes disposant de portefeuilles multi-marques locales devraient être gagnants dans ce contexte par rapport à ceux disposant de marques mondiales (à moins que ces dernières ne soient produites localement).

Dans ce cadre, les groupes européens du Food HPC sont, avec leurs productions majoritairement locales et régionales, à privilégier. Les groupes américains sont pour leur part plus centrés sur un modèle d'export dans le HPC (culture de centralisation type P&G). Ceci est particulièrement vrai dans le food avec une production à 95% locale (sauf pour l'eau minérale) y compris pour l'Activia vendu en Russie. C'est la raison pour laquelle un groupe comme Nestlé a plus de 400 usines dans le monde

Santé. C'est une évidence mais la crise sanitaire aura rappelé que la santé est un bien essentiel, et l'accès au soin un besoin fondamental. On peut alors imaginer que les pouvoirs publics, notamment outre-Atlantique en cas d'alternance politique, ne cherchent à élargir la couverture santé par une baisse administrative des prix, ou la constitution de bouquets de prestation à plus faible marge. Si l'innovation sera toujours probablement récompensée en termes de prix, les marges devraient en pâtir. Reste à savoir si les volumes supplémentaires seront de nature à compenser ce mouvement.

Dans ce contexte de prix sous pression, les généralistes pourraient avoir une carte à jouer. Non seulement de par leur positionnement prix, mais aussi car la crise COVID-19 aura démontré que le traitement et le contrôle de pathologies fréquemment répandues (diabète, hypertension) étaient un pré-requis nécessaire pour une protection efficace vis-à-vis du virus.

La 'relocalisation' du monde pourrait avoir des effets contradictoires sur le matériel de transport. L'existence de circuits plus courts pourrait être négative pour les activités de construction navales (moins de porte-containers, de méthaniers si les principales zones importatrices de GNL voient leur croissance ralentir, de navires de croisières).

Le secteur automobile pourrait au contraire bénéficier du rebond de l'intérêt pour une alternative de déplacement en cas de disruption. Ceci favoriserait les modes de déplacement individuels vs collectifs (vecteurs de propagation épidémique) sans changer la tendance à l'électrification que nous connaissons.

Se pose également la question du rythme de croissance du secteur aéronautique, fer de lance de la démocratisation du transport aérien, ou au moins à une évolution du mix en faveur des courts moyens courriers. Les répercussions se feraient également sentir au niveau des compagnies aériennes avec une distinction en faveur des modèles low cost court et moyens courrier vs compagnies traditionnelles à réseau étendu. La structure de coûts plus élevés de ces dernières impliquerait une vague de consolidation importante.



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.