FOCUS

Des enseignements pour les investisseurs à contre-courant dans un contexte de volatilité accrue

Jeudi, 02/07/2019

Une chose est certaine en cette période de volatilité des marchés: nos compétences seront mises à rude épreuve. Retrouvez ainsi les 10 leçons d'investissement qui aideront les investisseurs à contre-courant à traverser ce nouveau stade du cycle.

Michael Clements
European Equities Expert

L'année dernière, les tensions commerciales provoquées par les Etats-Unis et les difficultés des marchés émergents ont perturbé les marchés mondiaux, en donnant lieu à des épisodes de volatilité tout au long de l'année. En Europe, malgré des données économiques solides et une croissance positive des résultats des entreprises, les marchés actions restent ballotés par des vagues de ventes systématiques dues aux menaces géopolitiques. Bien que les bouleversements macroéconomiques n'aient pas d'influence sur notre processus d'investissement et nos prises de décisions, ce type de trading à court terme sape la confiance des investisseurs et accroît la volatilité du marché.

En tant qu'investisseurs «bottom-up» privilégiant une faible rotation, nous mettons l'accent sur les fondamentaux des titres et nous percevons des signes de plus en plus flagrants d'asymétrie du marché. Les titres sont plus affectés lorsque les annonces de résultats ressortent en deçà des attentes et, à l'inverse, des résultats meilleurs que prévu ne sont pas forcément récompensés en termes de performance relative. Compte tenu de cette évolution de la dynamique de risque / rendement, nous évaluons en permanence la gestion des risques en fonction de la taille des positions. Sur des marchés très sensibles, le fait de constituer des positions de manière progressive peut être une stratégie payante, qui permet de gagner en flexibilité face aux pics de volatilité.

Sur le plan positif, les tendances «top-down» et «bottom up» à l'origine du regain de volatilité permettent également d'exploiter les fluctuations des marchés et de tirer parti de points d'entrée attrayants. C'est ce type de marché qui met à l'épreuve les compétences d'un gérant adepte d'une approche active à contre-courant. Alors que les investisseurs se préparent à potentiellement affronter une nouvelle phase du cycle, j'évoque ici dix enseignements propres à l'investissement à contre-courant tirés de plus de 20 ans d'analyse des actions européennes.

Elargir son horizon temporel

Comment faire la différence face aux centaines de concurrents qui se battent à couteaux tirés pour devancer le peloton? L'une des solutions consiste à obtenir plus d'informations que les concurrents, mais, à l'âge de l'information instantanée, cela se révèle presque impossible, voire illégal. Une autre option consiste à mieux analyser les informations. Cela se révèle toutefois assez compliqué, compte tenu du volume considérable de données traitées par des milliers d'analystes. Par conséquent, la seule solution réaliste pour surperformer le marché consiste à adopter un horizon d'investissement à plus long terme, afin de laisser aux bonnes idées d'investissement assez de temps pour qu'elles puissent porter leurs fruits.

S'attendre à des turbulences

Dans un avion, les trous d'air, bien qu'ils constituent un phénomène désagréable, n'affectent pas pour autant l'intégrité de l'appareil. On peut en dire autant concernant les épisodes de sous-performance qui jalonnent la vie d'un investissement. Les investisseurs à contre-courant se positionnent parfois trop tôt sur un titre délaissé dont le cours doit encore chuter avant de se stabiliser. C'est à ce moment-là qu'avoir le courage de ses convictions peut faire toute la différence. Bien que ce ne soit pas particulièrement confortable, se retrouver du mauvais côté du marché est souvent le prix à court terme qu'un investisseur doit payer pour obtenir une surperformance à long terme.

Il importe de garder à l'esprit que par définition, une approche à contre-courant connaîtra des périodes de sous-performance. L'essentiel est de ne pas succomber à la pression du marché et aux réactions impulsives, mais au contraire de rester fidèle à son approche et d'éviter les dérives de style. Lorsque la pression du marché est à son comble, les gérants de portefeuille à fortes convictions doivent faire preuve de fermeté pour rassurer les investisseurs et leur montrer qu'ils sont suffisamment confiants pour atteindre les objectifs de la stratégie à long terme.

Apprendre de ses erreurs

Adopter une position à contre-courant ne suffit pas. Vous devez également réagir à l'évolution de la dynamique du marché. Il est essentiel de mesurer et de bien jauger le risque pour générer de l'alpha durable à long terme. En tant qu'équipe, nous évaluons constamment la manière dont nous initions et clôturons les positions ainsi que l'incidence qu'elles ont sur la volatilité globale et le rendement des investissements du portefeuille. Bien que sur le plan théorique l'idée d'investissement à contre-courant soit intéressante, il convient de la replacer dans la perspective des rendements, de la volatilité et de la diversification du portefeuille global.

Vous n'aurez pas raison immédiatement

Il vous faudra parfois attendre plus longtemps que prévu avant de pouvoir tirer profit des anomalies de valorisation que votre analyse aura révélées. Comme pour les périodes de sous-performance, la découverte des prix repose sur votre degré de conviction dans votre analyse et vos processus.

D'autres fois, il vous faudra également modifier votre façon de penser en cas de renversement de tendance... Voire tout simplement commencer à envisager de liquider le titre.

La patience est une vertu

Acheter bon marché et vendre à prix fort. Cet adage de marché sonne comme un lieu commun, mais il masque une vérité douloureuse: acheter au fond du trou est plus facile à dire qu'à faire. En effet, il faut une bonne dose de courage pour résister à la pression du marché et éviter les titres à la mode, mais survalorisés. Cela implique également d'investir dans des entreprises que personne n'aime ou d'acheter pendant les périodes de panique boursière.

Surtout, les investisseurs doivent se montrer patients. Cela signifie qu'ils doivent mener leurs propres recherches et attendre une correction du marché pour trouver le bon point d'entrée en termes de valorisation. Ensuite, il faut attendre à nouveau, parfois des années, jusqu'à ce que le marché change d'avis et que les autres investisseurs prennent conscience du bien-fondé de l'investissement concerné.

Anticiper l'évolution du marché

Il est important de se rappeler que le marché est en mouvement constant. Anticiper le prochain stade du cycle peut se révéler payant. Par exemple, nous avions établi une position dans Flow Traders vers la fin de l'année 2016 suite à l'effondrement du titre lié au faible niveau de la volatilité et au ralentissement du marché des fonds indiciels.

Sa marge EBIT passant de 44-46 à 24-26, le marché a brusquement estimé que l'entreprise ne présentait plus de potentiel de croissance. Flow Traders est un exemple de valeur pour laquelle il est utile de se positionner de six à douze mois avant. Or, la première semaine de février, l'indice VIX s'est envolé et le cours des actions de Flow Traders a bondi de 60% en l'espace d'un mois, et la recrudescence de la volatilité devrait contribuer à alimenter la hausse du titre.

Eviter les pièges à valeur

Malheureusement, les actions bon marché peuvent le rester durablement. Un gérant de fonds peut probablement convaincre les investisseurs de faire preuve de persévérance. Il faut faire preuve de sang-froid pour se tenir à l'écart quand le reste du marché monte et que les actions des entreprises que vous considérez largement surévaluées continuent à progresser jour après jour. Mais ce que les investisseurs n'accepteront jamais, c'est de voir les prétendus «joyaux méconnus» se transformer en «pièges à valeur», c'est-à-dire des sociétés qui semblent sous-évaluées, mais qui souffrent en réalité d'une dégradation structurelle de leur modèle économique.

Par conséquent, lorsque l'on investit dans une perspective à long terme, il faut impérativement minimiser le risque de baisse et éviter les fortes chutes de cours. Pour ce faire, il convient de se livrer à une analyse approfondie et rigoureuse, afin de bien comprendre les facteurs qui déterminent la performance de l'entreprise, d'évaluer la solidité de son bilan et d'effectuer des simulations en profondeur de scénarios de crise.

Identifier les avantages compétitifs fondamentalement durables

Les deux principales règles permettant de sélectionner les bonnes valeurs semblent assez évidentes. La première est d'investir dans des sociétés de qualité et la seconde consiste à les acheter à des cours intéressants. Cela semble aller de soi, mais, comme souvent, c'est plus facile à dire qu'à faire.

Mais alors qu'est-ce qui fait la qualité d'une entreprise? Si l'on investit à long terme, il faut une compagnie qui bénéficie d'un avantage concurrentiel fondamentalement durable. Cela peut être le cas d'une marque forte, comme LVMH, d'un acteur avec une position de marché dominante qui lui permet de fixer les prix, comme Legrand, d'un prestataire de services à coût réduit, comme easyJet, ou d'une entreprise jouissant d'un avantage technologique, comme Sanofi. Pour respecter la seconde règle d'or, à savoir investir sur la base de valorisations attractives, les gérants désireux de surperformer le marché doivent se concentrer sur la capacité à générer des flux de trésorerie disponible, qui constituent le véritable moteur de création de richesse puisqu'ils sont moins exposés au risque de manipulation comptable.

Comprendre pourquoi un titre est bon marché

Malheureusement, rares sont les entreprises solides sous-évaluées et générant des flux de trésorerie disponible importants. Il est donc critique de comprendre pourquoi cela peut se produire de temps à autre. Il existe trois raisons possibles: un sentiment négatif des investisseurs envers le pays ou le secteur concerné – comme ce fut le cas en Espagne après 2008, une défiance due à des facteurs cycliques ou en raison d'une fuite vers la qualité qui pousse les investisseurs à se détourner sans discernement des actions, ou encore des craintes liées à l'entreprise elle-même et à son modèle économique. Une fois que l'on a identifié la raison de la sous-évaluation, on peut ensuite évaluer si elle est bien fondée ou non.

«L'investissement à contre-courant se base sur des principes relativement simples et repose essentiellement sur le bon sens. Toutefois, ce qui semble facile à première vue demande un travail, un courage et une discipline considérables.»

Tout vient à point à qui sait attendre

Comme toutes les bonnes idées d'investissement, l'investissement à contre-courant se base sur des principes relativement simples et repose essentiellement sur le bon sens. Toutefois, ce qui semble facile à première vue demande en réalité un travail, un courage et une discipline considérables. Plus que partout ailleurs, la patience est ici une véritable vertu, car les titres sont généralement conservés en portefeuille pendant trois ou cinq ans, le plus souvent à des niveaux de prix bas. Les gérants à contre-courant désireux de surperformer le marché doivent faire preuve de sang-froid et pouvoir compter sur des investisseurs loyaux. Mais des performances sensiblement supérieures à celle du marché et une faible volatilité sont la récompense de ces efforts.

Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.