

**Le cycle des styles :  
Les histoires d'amour finissent-elles mal ?**

Les histoires d'amour finissent-elles mal en général ?

Lorsqu'on s'intéresse aux évolutions historiques des performances des différents styles sur les marchés actions, tout porte à croire que oui...

Aujourd'hui, les gérants actions dits « croissance » ont le vent en poupe ! Leurs fonds caracolent en tête des classements sur 1, 3, 5, 10 ans... Les observateurs louent leurs qualités de *stock-pickers* et ne jurent que par cette approche d'investissement depuis quelques années.

Mais les choses sont-elles aussi simples ?

Pour mémoire, on catégorise généralement les titres ou approches d'investissement en deux grands styles :

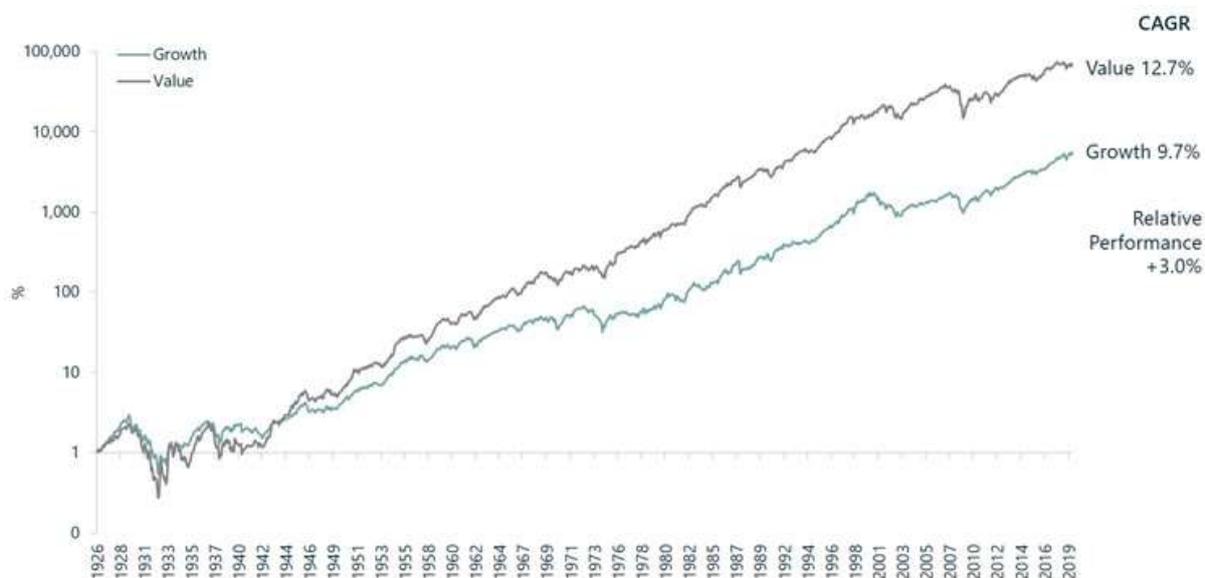
- *Growth* (ou Croissance, voire « Glamour ») : comme le nom l'indique, les gérants présentant ce biais de style s'intéressent à des entreprises offrant un potentiel important d'accroissement de leurs chiffres d'affaires et bénéfices. Ces investisseurs auront ainsi tendance à faire un exercice de projection dans le temps et seront prêts à payer une prime pour le surplus de croissance à venir d'une société.  
Les titres dits « croissance » auront donc souvent des multiples de valorisation supérieurs à la moyenne du marché. Ils se caractériseront également par un taux de rendement du dividende généralement bas, du fait du réinvestissement des bénéfices dans le développement et la croissance à venir. Le secteur emblématique de ce style est bien sûr la technologie.
- *Value* (ou Valeur, voire « Substance ») : les gérants adeptes de cette approche vont chercher des sociétés présentant de fortes décotes instantanées. Cette sous-valorisation sera généralement jugée à l'aune de métriques boursières telles que des multiples de valorisation faibles, des rendements de dividendes élevés ou une valeur nette comptable rapportée à la capitalisation... Pour simplifier, les investisseurs dits « *value* » mettront l'accent sur le présent. Les secteurs emblématiques de ce style sont la finance ou encore l'énergie.

Evidemment les choses sont bien plus complexes en réalité :

- 1- On ne peut pas systématiquement catégoriser une société dans une de ces deux cases. Une troisième catégorie dite *Blend* (Mixte) existe donc, regroupant les titres au profil plus hybride.
- 2- Il existe des phénomènes de « migration » : certaines sociétés peuvent passer progressivement du style *Growth* à *Value* à mesure que leur croissance s'amenuise (à l'image de Publicis qui était valorisée plus de 15x les résultats de l'année en cours il n'y a pas si longtemps, contre moins de 8x aujourd'hui), voire de façon plus exceptionnelle de *Value* à *Growth* si elles réussissent à se réinventer (comme Apple fin 90 - début 2000 par exemple).

### Existe-t-il un style « alpha » ?

Si aujourd'hui cette perspective peut sembler lointaine, les partisans de l'approche *Value* diront qu'historiquement celle-ci a eu tendance à surperformer régulièrement l'approche *Growth*.



The chart compares the returns from buying the most lowly-valued 30% of shares in the market with the returns from buying the most highly-valued 30%. US data series.

Source : Calculated based on data from Kenneth French's website ([mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html)), which was derived from the CRSP (Centre for Research in Security Prices) COMPUSTAT merged database. Total return of lowest valued tercile vs highest value tercile. As at 01.06.19.

Néanmoins, les adeptes du style *Growth* mettront en avant que depuis de nombreuses années maintenant, leur approche surperforme massivement.



Source : MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Index levels are calculated using price indices in local currency. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Data as of 29 February 2020.

Les disciples de l'une ou l'autre approche se retrouvent ainsi dos à dos, se renvoyant des argumentaires respectifs généralement fonctions de la période mise en avant... Mais si l'on prend un peu de recul et que l'on analyse plus finement les évolutions historiques, on constate que les performances relatives des styles ont suivi un schéma assez cyclique. Toutes les phases d'excès sont ainsi corrigées par un retour à la moyenne.

Annualised returns of Value vs Growth rolling five year basis (1926–2019)



Source : Jupiter  
US data series. Source: Calculated based on data from Kenneth French's website ([mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html)), which was derived from the CRSP (Centre for Research in Security Prices) COMPUSTAT merged database. Total return of lowest valued tercile vs highest value tercile.



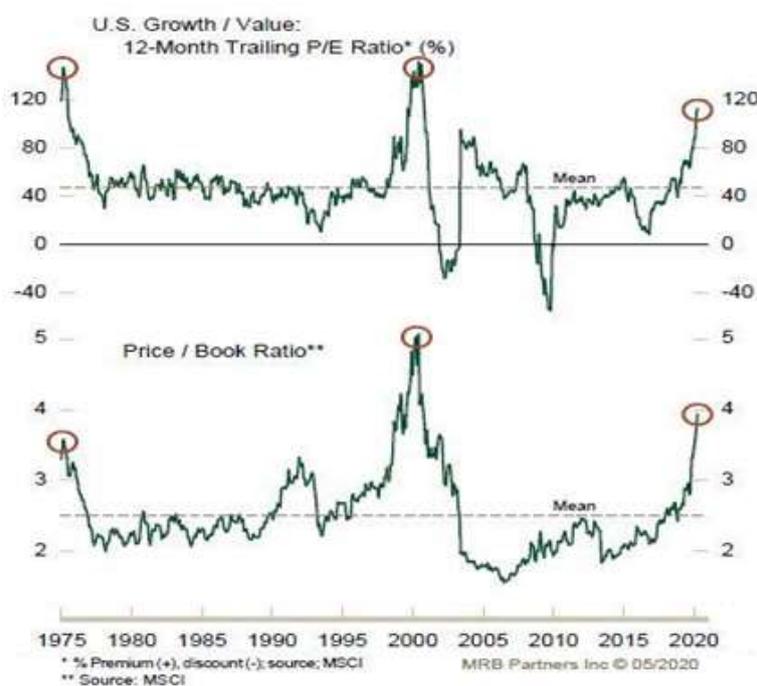
Forts de ce constat, certains investisseurs vont essayer de « *timer* les styles ». Chez Venn Research, nous sommes depuis longtemps convaincus qu'il est extrêmement difficile d'arbitrer le marché - y compris les périodes de rotation de styles - et préférons ainsi une approche agnostique. Il nous semble plus sain, pour investir de façon pérenne, de construire des portefeuilles équilibrés.

*"There are only two kinds of investors: those who don't know where the market is headed, and those who don't know that they don't know. Then again, there is a third kind: those who know they don't know, but whose livelihoods depend on appearing to know."*

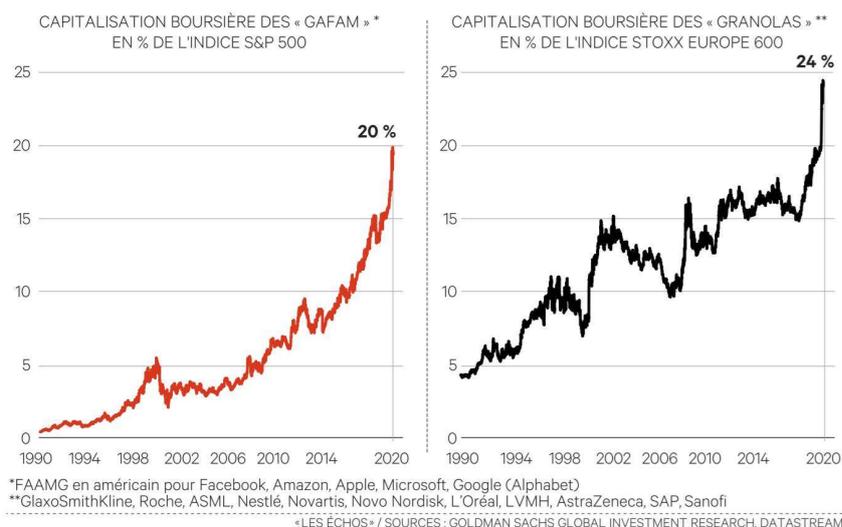
William Bernstein

### ***This time is different...***

Depuis la grande crise financière de 2008, le balancier penche du côté des valeurs de croissance et ce phénomène s'est renforcé au fil des différentes crises (dettes souveraines en Europe; ralentissement chinois ; guerre commerciale...). Leur suprématie face aux valeurs dites 'value' est à un point tel que l'approche *Growth* est considérée comme la seule viable et que l'écart de valorisation entre les deux styles atteint aujourd'hui des niveaux extrêmes rarement observés sur les marchés (abstraction faite de la bulle technologique de 2000).



Une des multiples conséquences de cette tendance (renforcée notamment par l'investissement en gestion passive et thématique) est que les indices de marchés sont de plus en plus « polarisés » sur un biais de style croissance, et concentrés sur un nombre restreint de valeurs. Tout le monde connaît désormais les 'GAFAM' (Google, Apple, Facebook, Amazon & Microsoft) aux Etats-Unis ; Goldman Sachs vient d'inventer un nouvel acronyme regroupant onze valeurs qui constituent leur pendant européen, les 'GRANOLAS' (GlaxoSmithKline, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP et Sanofi).



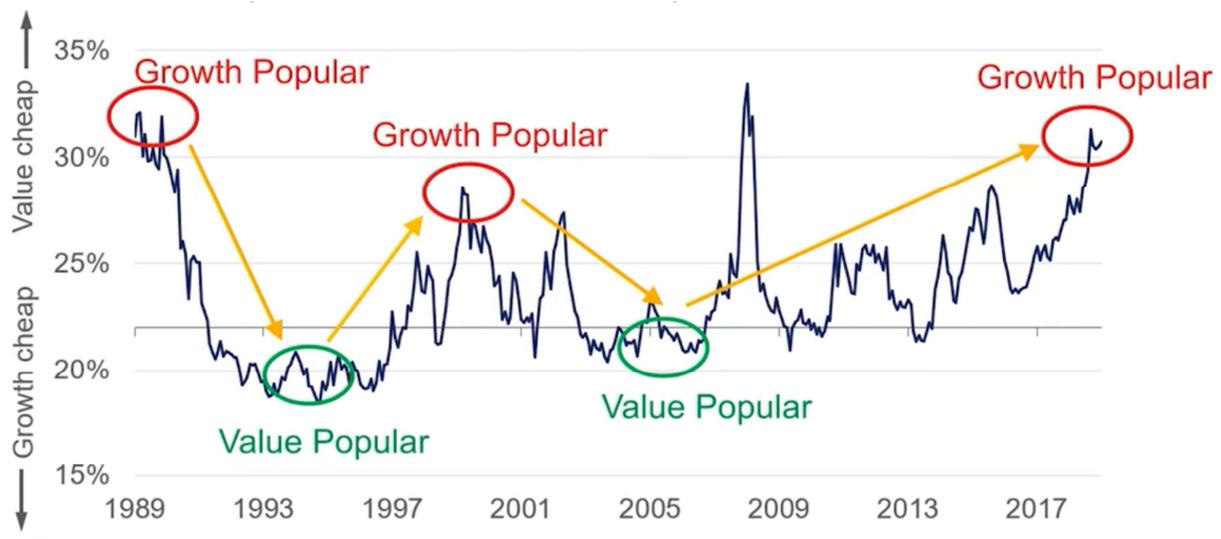
Pour mettre ce phénomène en perspective, rappelons que la pondération moyenne d'une composante dans ces indices est de l'ordre de 0.2%...

Les arguments soulevés pour justifier une suprématie du style *Growth* sont nombreux : changement de paradigme économique (mondialisation, faible inflation, baisse de la croissance structurelle...), révolution technologique, développement des marchés privés qui préemptent la *Value*... Mais sommes-nous réellement entrés dans un nouveau monde ? Cette fois, est-ce vraiment « différent » ?

### L'Histoire n'est-elle pas en train de se répéter ?

Il suffit de se plonger dans l'histoire boursière pour trouver des exemples similaires de « *love story* » : le Japon dans les années 1980, les valeurs TMT en 2000, les BRICs... Ces phénomènes de mode sont inhérents aux biais cognitifs de l'investisseur et entraînent ainsi des périodes de « *boom & bust* » à la fois en termes sectoriels, mais également de style.

Des cycles de surperformance et sous-performance se créent au gré du sentiment des investisseurs. Ces derniers tombent « amoureux » de certains secteurs et/ou styles au fur et à mesure que les flux et la performance s'auto-entretiennent, engendrant un biais de confirmation. En général, ces histoires d'amour finissent mal...



Source : Orbis Dividend Discount Model

Si la croissance est ainsi très à la mode actuellement l'approche *Value* a, comme évoqué précédemment, également connu ses heures de gloire. Souvenez-vous qu'en 2007/2008 les secteurs privilégiés étaient la Finance et l'Énergie : tous les médias parlaient alors de « financiarisation » de l'économie et du « Pic pétrolier ».

L'analyse historique de la composition des indices boursiers nous apprend que de telles polarisations et/ou concentrations des risques ont déjà eu lieu comme en témoigne le graphique ci-dessous.



Les excès récents ne peuvent nous empêcher de faire le lien avec la période des années 1960-70 qui avait vu l'émergence d'un groupe de cinquante grandes valeurs américaines baptisées les '*Nifty Fifty*'.

Le consensus était tellement unanime concernant la solidité de ces titres que des valorisations très supérieures à la moyenne du marché étaient admises pour s'offrir de telles pépites. Les années qui suivirent vinrent corriger les anticipations surréalistes des intervenants et ces titres sous-performèrent massivement le marché. Un exemple emblématique est l'entreprise Coca-Cola, qui passa d'une valorisation de près de 60 fois les résultats fin 1972, à environ 6 fois au début des années 1980 !

De manière plus inquiétante encore aujourd'hui, dans un environnement de croissance faible, de taux bas et d'incertitudes élevées, un amalgame s'est formé entre « croissance » et « qualité » voire « sécurité ». Il règne ainsi une certaine confusion entre des valeurs de croissance qui seraient gages de visibilité et de vertus défensives d'un côté, et de l'autre, des titres *Value* qui seraient forcément cycliques...

Pourtant, comme nous l'évoquions en préambule, le secteur phare du segment croissance est la Technologie où, par définition les lignes peuvent bouger très vite : la loi du marché veut que la croissance attire mécaniquement de nouveaux acteurs... Où sont passés les téléphones Nokia et Motorola que nous avons tous dans nos poches il y a vingt ans ? Ou bien, pour en revenir au *Nifty-Fifty*, qu'est-il advenu d'Eastman-Kodak dont la situation de monopole semblait irréversible dans les années 1970 ?

Dans ce contexte, l'approche adoptée par Venn Research consistant à construire des portefeuilles équilibrés nous paraît plus adaptée que jamais.

Pour conclure, soyons clairs :

- 1- Cela fait certes plusieurs exercices que certains acteurs prédisent sans succès 'l'année de la *Value*'.
- 2- Nous ne remettons absolument pas en question la qualité des GAFAM ou GRANOLAS (les indices VENN SMART ALPHA en détiennent d'ailleurs un certain nombre) et plus généralement des valeurs de croissance.

Mais si comme le dit l'adage « l'Histoire ne se répète pas, elle bégaie », prenons garde à ne pas mettre tous nos œufs dans un seul et même panier de style...