



Les risques géopolitiques renforcent le changement de régime en cours

L'élection de Donald Trump avait signé, à contre-courant de la tendance globale, le retour du protectionnisme aux Etats-Unis et un encouragement fort à la production locale. Cette politique, reprise par son successeur, s'adressait principalement à l'Amérique moyenne et populaire et à son sentiment d'iniquité sociale face à la mondialisation. La remise en question de la « mondialisation heureuse »¹ touche désormais la sphère économique et plus particulièrement les entreprises. La crise pandémique a en effet mis brutalement en exergue la fragilité des chaînes de production mondialisées. Le conflit qui vient de débiter entre la Russie et l'Ukraine exacerbe ce constat. Il souligne en outre, au-delà des risques de désorganisation, les risques de dépendance énergétique et alimentaire, remettant en cause les principales théories économiques sur lesquelles le mouvement de mondialisation s'est fondé. Sans défendre l'idée que ces événements leur porteront un coup fatal, nous percevons néanmoins un changement dans le discours de nombreuses entreprises. Une réflexion est engagée avec à la clé une recomposition des modèles de production sans doute davantage organisée à proximité des marchés locaux. Plus vertueuses d'un point de vue social et environnemental, ces évolutions constituent une rupture avec le mouvement de ces dernières décennies et contribuent à un changement de régime majeur marqué par le retour de l'inflation.

L'automobile, secteur emblématique de la mondialisation, résume à lui seul les défis auxquels de nombreuses industries sont désormais confrontées. La recherche toujours plus forte d'économies d'échelle, d'un accès à une main d'œuvre à bas coûts et d'une stratégie de « stock zéro » ont conduit le secteur à développer des chaînes de valeur mondiales d'une complexité systémique. La pandémie en a révélé les fragilités. A la pénurie de semi-conducteurs apparue avec la crise sanitaire, et qui a provoqué des perturbations importantes sur les chaînes de production, se succède désormais celle des câbles électriques. Les fermetures d'usines en Ukraine, qui représente 30% de l'approvisionnement des constructeurs automobiles européens pour ces composants, heurtent à nouveau les perspectives de rebond des volumes de cette industrie. Alors que le secteur européen² occupait le haut du tableau des performances boursières avant le début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, celui-ci a enregistré une chute de 24% au plus fort de l'aversion au risque³ tandis que les indices européens⁴ reculaient dans le même temps de 9%. Au terme du mois de mars, le secteur affiche désormais une des plus mauvaises performances sectorielles depuis le début de l'année. Cette nouvelle crise justifie-t-elle que l'on se détourne d'une industrie déjà affectée par la réglementation et confrontée à une profonde mutation ? Cela pourrait se résumer à adopter un précepte à priori plein de bon sens : « When you don't know, you don't buy ». Face à l'incertitude, nous essayons pour notre part d'envisager les pires scénarios et de les confronter à la valorisation. Ce principe nous a guidés dans nos investissements au cours de périodes marquées par une absence totale de visibilité, et notamment au premier trimestre 2020 lorsque la crise

sanitaire a émergé. Nous avons alors massivement augmenté nos investissements sur le secteur automobile.

Avant le début de la crise en Ukraine, IHS Markit, le cabinet de référence pour les prévisions de production du secteur, anticipait un rebond des volumes du marché mondial des véhicules légers de 9% en 2022. Ce chiffre a été revu en baisse de 5 points au cours du mois de mars à +4%. Une progression modeste pour un secteur dont les volumes restent déprimés, 19% en deçà du pic enregistré en 2017⁵. Pour justifier la baisse de capitalisation récente du secteur, il faudrait appliquer une baisse des volumes aussi violente (-16%) que celle enregistrée pendant la crise financière de 2008⁶. A cette époque, le PIB mondial s'était effondré reflétant un choc économique bien plus extrême que le risque de stagflation de plus en plus cité pour justifier les baisses des valeurs cycliques au cours des dernières semaines. La remontée des prix des matières premières et des coûts énergétiques semblent tout autant peu à même de justifier la baisse récente du secteur. Il est à ce titre intéressant de souligner que malgré une multiplication par plus de 3 des prix de l'acier en 20 ans, composant qui représente 40% des coûts matières d'un véhicule, les marges du secteur automobile européen ont progressé sur la période. Tout aussi impressionnant et malgré les difficultés rencontrées sur les chaînes de production au cours de ces derniers mois, nombreux sont les constructeurs européens qui affichent des marges opérationnelles records. Les valorisations des groupes Volkswagen, BMW ou Mercedes Benz que nous détenons en portefeuilles sont extrêmement faibles y compris dans un scénario qui anticiperait une baisse des marges.

Confrontée à une mutation rapide et à de nombreuses perturbations au cours des derniers mois, l'industrie automobile européenne a fait preuve d'une grande résilience. Le secteur démontre ainsi sa capacité à intégrer et accélérer les profondes transformations auxquelles il est confronté. Malgré la baisse récente, le secteur affiche une des meilleures performances depuis le rebond du marché des actions européennes entamé à la fin du premier trimestre 2020, peu après l'émergence de la crise sanitaire. Profiter des exagérations du marché, au plus fort des incertitudes, tout en sélectionnant les sociétés à même de s'adapter aux tendances de long terme et aux grandes transformations à venir fait partie intégrante de notre travail. Nos portefeuilles sont positionnés sur des valeurs décotées avec un fort potentiel de revalorisation et capables de faire face au changement de régime qui vient seulement de débiter.

Sources :

1. « La mondialisation heureuse », Alain Minc.
2. Indice Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts Dividendes nets réinvestis (SXAR Index).
3. Entre le 23 février (veille de l'invasion) et le 8 mars (point bas récent enregistré par les marchés actions).
4. Indice Stoxx Europe 600 Dividendes nets réinvestis (SXXX Index).
5. Fin 2021 les volumes de production étaient de 77, 20 millions vs 95,15 en 2017 – Source : IHS Markit.
6. Source : IHS Markit.

Avertissement

Aucune des sociétés mentionnées ci-dessus ne constitue une recommandation d'investissement. Les performances passées ne sont pas une indication fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La stratégie est exposée à un risque de perte en capital.

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des cinq sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne), ODDO BHF AM Lux (Luxembourg) et METROPOLE GESTION (France).

Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de METROPOLE GESTION au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de METROPOLE GESTION.

Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.