LE THÈME DU MOIS

La Big Tech à la croisée des chemins…

IBRA WANE,
Stratégiste Actions Senior

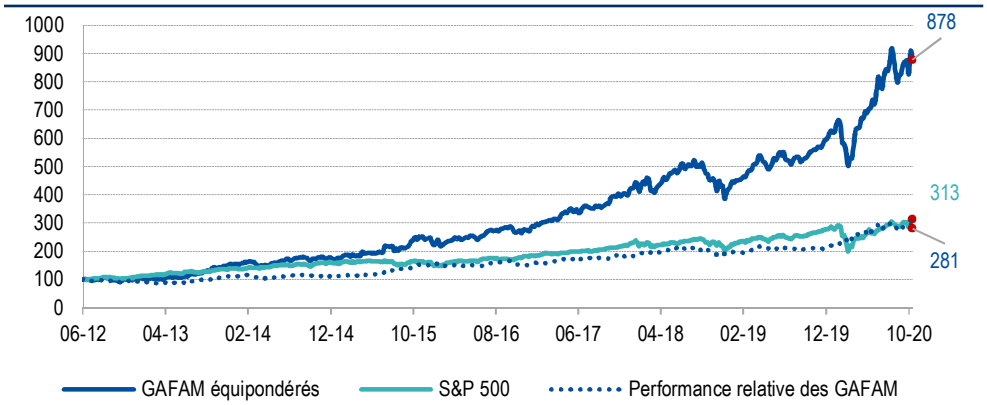
La performance boursière de la Big Tech est devenue plus hésitante. Simple rotation conjoncturelle ou phénomène plus durable? Avec une sortie de crise qui se rapproche, les secteurs délaissés lors de la pandémie pourraient effectivement bénéficier d'un rattrapage. Mais entre sa nature disruptive qui cannibalise les entreprises traditionnelles et des taux d'intérêt qui, au-delà d'une légère remontée, devraient demeurer durablement bas, la Big Tech conserve de gros atouts. D'autant que sa valorisation est moins exceptionnelle qu'il n'y paraît, à condition toutefois que sa dynamique de profits demeure soutenable…

Depuis 2015, et plus particulièrement depuis le début de la pandémie, la Tech en général et **la Big Tech** en particulier ont **régné sans partage** sur les marchés boursiers. **Depuis quelques semaines cependant, son évolution est plus hésitante (cf. graphique 1)**. Avec la perspective de l'arrivée d'un vaccin et d'une sortie de crise qui se rapproche, les secteurs les plus pénalisés par la pandémie pourraient effectivement bénéficier d'un rattrapage. **Mais dans une optique à plus long terme**, entre sa nature disruptive qui cannibalise les entreprises traditionnelles et des taux d'intérêt qui, au-delà d'une légère remontée, devraient demeurer durablement bas, **la Big Tech conserve de gros atouts.**

Pour que le secteur continue de se distinguer, **deux conditions** devront toutefois se vérifier. Tout d'abord que la **Fed** ne durcisse pas trop rapidement sa politique monétaire. Et d'autre part que la **capacité bénéficiaire** du secteur ne soit pas significativement altérée. **S'agissant de la Fed**, à de multiples reprises, celle-ci a fait montre de sa volonté de patienter et, à moins que vaccins et traitements annoncés ne changent radicalement les perspectives, **l'horizon du côté des taux d'intérêt** - et partant de l'attractivité des actions comme seule alternative (TINA) - et de la rotation sectorielle, **semble relativement balisé**. En revanche, du côté des **bénéfices**, et par la suite des valorisations, **de nombreuses questions continuent de se poser** que ce soit du fait de la fiscalité, de la régulation ou de l'obsolescence.

Avant de poursuivre, rappelons que la **Big Tech est** une nouvelle appellation des fameux **GAFAM** (Google, Amazon, Facebook, Apple et Microsoft). Mais **celle-ci va plus loin** que l'acronyme traditionnel car, au-delà de leur capitalisation géante, ce qui caractérise ces leaders du numérique est qu'ils sont parvenus à créer un **écosystème** tellement riche qu'il est devenu difficile de s'en passer. Et le digital qui était déjà largement présent dans la vie de tous les jours a franchi un nouveau cap depuis la pandémie et les restrictions de mouvement qui s'en sont ensuivis.
Par ailleurs, alors que les deux termes sont souvent employés l'un pour l'autre, depuis fin 2018, **la Big Tech va de-là du**

1/ **Performances comparées des GAFAM et du S&P 500 (Dividendes inclus,base 100 au 30 juin 2012)**



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 13 novembre 2020

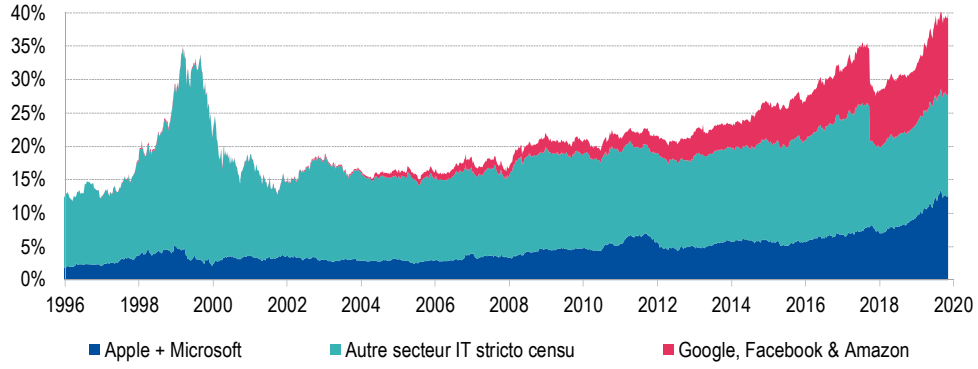
LE THÈME DU MOIS

Le véritable problème de la Big Tech est moins celui de sa valorisation que de la pérennité de ses profits

simple secteur IT tel qu'appréhendé par la nouvelle **classification GICS,** ce qui peut être source de confusion. En effet, à ce jour seuls **Apple et Microsoft font encore partie du secteur IT** alors qu'**Amazon** relève pour sa part de la Consommation discrétionnaire (sous-secteur Internet & Marketing direct) et **Google et Facebook** des Services de Communication (sous-secteur Media interactifs & Services). **Ce distinguo permet de relativiser l'idée reçue, comme quoi la Tech est forcément chère.**

Le **graphique 2** montre en effet que **la Tech au sens large** (IT + Google, Facebook et Amazon) **pèse désormais 40 % du S&P** contre 35 % au pic de la bulle TMT en 2000. En revanche, les **GAFAM** en **pèsent 25 %** contre 5 % à l'époque. Dès lors, **l'IT stricto censu hors Apple et Microsoft** a vu son poids divisé par deux, passant de 30 % à 15 %. C'est pourquoi il faut se méfier des amalgames quand on évoque une nouvelle bulle de valorisation. Si certains titres Tech ou apparentés, cotés au S&P ou au Nasdaq comme Netflix, Uber ou Tesla peuvent sembler chers, ce n'est pas le cas de tous. Par ailleurs, **si les GAFAM bénéficient d'une valorisation record, cela ne signifie pas forcément qu'ils sont chers**. À l'exception peut-être d'Amazon, l'enjeu est moins leurs multiples de **valorisation** que la pérennité de leurs profits ; un peu à la manière des banques à la veille de la Grande Crise de 2008 mais pour d'autres motifs.

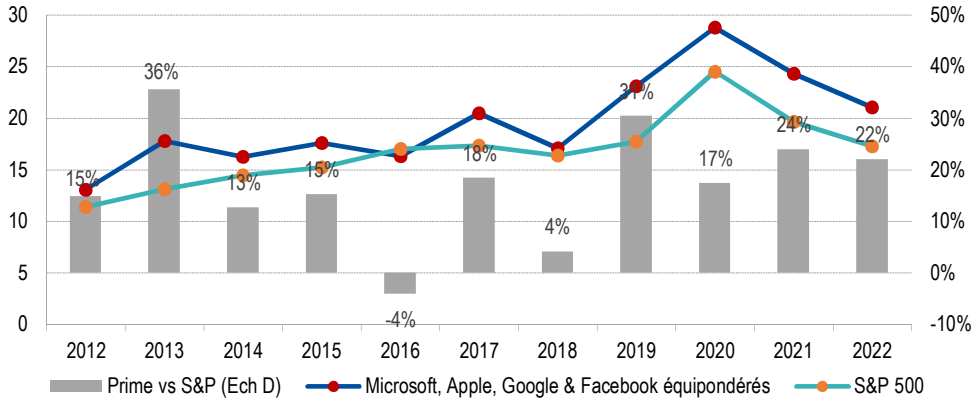
2/ **Poids de la Tech américaine stricto censu et au sens large (en % de la capitalisation du S&P 500)**



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 13 novembre 2020

En dehors d'Amazon, la valorisation des autres GAFAM semble en effet relativement « normale ». Ainsi, **sur la base des 12M Forward PE**, **leur prime** par rapport au S&P 500 (38 %) **demeure proche de sa moyenne** des huit dernières années (33 %). Par ailleurs, ce type de ratios ne prend pas en compte **le cash abondant** de ces sociétés. Pour cela, il faut recourir à la Valeur d'entreprise (EV=Capitalisation boursière – Dettes nettes). L'**EV/EBIT** faisant effectivement ressortir une prime encore plus modérée (cf. graphique 3) avec 17 % en 2020 et

3/ **Valorisations comparées selon l'EV/EBIT**



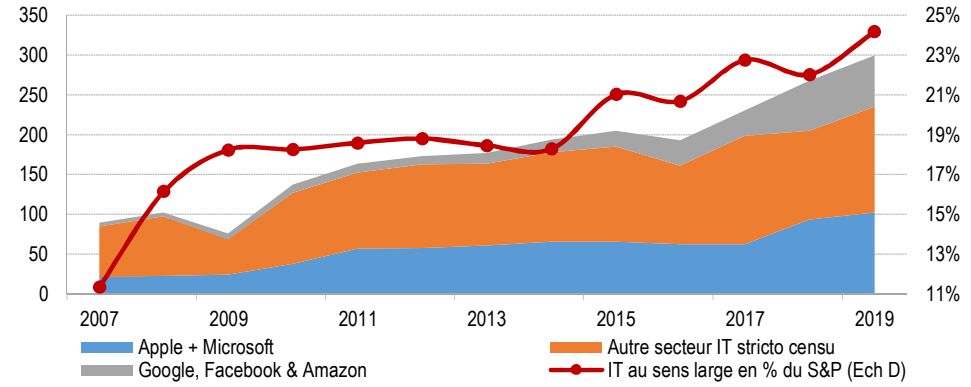
Source : Factset, Recherche Amundi, données 13 novembre 2020

LE THÈME DU MOIS

24 % en 2021 contre 38 % pour le 12M Forward PE.

Après ces rappels sur la valorisation, passons aux résultats. Le **graphique 4** montre que le **résultat net de la Tech au sens large** est passé de **89 à 299 Mds de dollars de 2007 à 2019**, soit un taux moyen de progression de **+10,7 % par an** à comparer à +2,5 % pour les autres valeurs du S&P. Dès lors, sur la même période la part des profits de la Tech au sens large est passée **de 11 % à 24** % du S&P500. Les **GAFAM** ont fait encore mieux puisque leurs profits ont cru en moyenne de **+16,9 %** par an contre +6,4 % pour les autres valeurs IT. Enfin, au sein des GAFAM, la palme revient à Facebook (+51,4 % par an mais de 2011 à 2019), devant Amazon (+30,5 % par an), Apple (+24,7 %), Google (+19,1 %) et Microsoft (+8,3 %). Compte tenu de leur puissance bénéficiaire, la capitalisation boursière hors norme des GAFAM (en montant absolu plus qu'en ratios) apparait plus compréhensible. **En revanche, le problème de la soutenabilité de ces bénéfices se pose avec plus d'acuité que jamais.**

4/ **Résultats nets du secteur IT stricto censu et au sens large (en Mds de USD et % du S&P 500)**



Source : Factset, Recherche Amundi, données au 31 décembre 2019

Plus que la fiscalité, l'obsolescence et un bouleversement de la régulation pourraient changer la donne

À la différence de la **fin des années 90**, la Tech américaine génère désormais énormément de profits. À la faveur de la Grande crise financière de 2008 et plus encore lors de celle du Covid, elle a apporté la preuve que **ses profits étaient robustes. C'est donc moins l'évolution de la conjoncture qui préoccupe que d'autres types de problèmes qui peuvent surgir qu'il s'agisse d'obsolescence, de fiscalité ou de régulation**.

Si Les GAFAM semblent incontournables aujourd'hui, l**'obsolescence est pourtant une menace récurrente pour la Tech**. Si l'on se reporte vingt ans en arrière, **de nombreux groupes de premier plan** ne sont plus que l'ombre d'eux-mêmes, faute d'avoir su s'adapter. Ainsi, **BlackBerry, Ericsson, HP, Motorola et Nokia** qui en 2000 capitalisaient ensemble plus que Microsoft (444 Mds de dollars contre 422 Mds) en pèsent moins de 8 % aujourd'hui. La comparaison avec Apple est encore plus cruelle puisque fin 2000 sa capitalisation n'était que de 5Mds et il n'a commencé à atteindre la barre des 100 Mds qu'en 2007 pour dépasser les 2000 Mds aujourd'hui. De même Amazon qui capitalise aujourd'hui 1570 Mds ne pesait que 5Mds en 2000. Quant à Google et Facebook, créés respectivement en 1998 et 2004, ils ont été introduits en bourse à partir de 2004 et 2012 et pèsent désormais respectivement 1200 et 789 Mds.

Sur le plan fiscal, les conséquences de l'élection de J. Biden ne sont pas encore tranchées. Son programme prévoyait de revenir partiellement sur la réforme Trump en remontant le taux d'imposition des sociétés à 28 % alors que, fin 2017, son prédécesseur l'avait abaissé de 35 % à 21 %. Mais une telle réforme nécessiterait l'aval du Sénat. Et si celui-ci demeurait Républicain en janvier prochain, ce qui semble le plus probable à ce jour, les marges de manœuvre de Biden en matière fiscale seraient fort réduites. De plus, même à supposer un Sénat Démocrate et un taux d'IS qui remonterait de 21 à 28 %, l'optimisation fiscale devrait alléger la note. Ainsi, sous le second mandat d'Obama la pression fiscale

LE THÈME DU MOIS

Les Cassandre se sont toutefois souvent trompées

réelle des GAFAM était en moyenne de **24 %** au lieu de 35 %. Puis après la réforme Trump, elle est tombée à **15 %** au lieu de 21 %. En extrapolant cette décote de 30 % entre taux effectifs et officiels, le nouveau taux effectif (70 % de 28 %) serait de 20 % au lieu de 15 % précédemment. Toutes choses égales par ailleurs, la ponction fiscale supplémentaire ne serait finalement que de 5 % contre 9 % en théorie. Au-delà du taux d'IS, **le projet de taxe GAFA de l'OCDE** en pause depuis juin dernier **pourrait refaire surface** avec la nouvelle administration. L'idée initiale était de taxer les entreprises du numérique là où elles réalisent leurs chiffres d'affaires plutôt que là où se situent leurs sièges. Mais cette réforme se heurte à des intérêts contradictoires tant entre les États-Unis et le reste du Monde qu'au sein même de l'UE. Elle pourrait dès lors mettre beaucoup de temps à aboutir pour un résultat vraisemblablement minime ; les plus impactés dans cette affaire étant finalement davantage les paradis fiscaux (Irlande, Pays Bas, Luxembourg, Delaware…) sommés de redistribuer aux autres États, que les GAFA eux-mêmes. Le second volet de la réforme proposée par l'OCDE reposait sur **une taxation mondiale minimale à hauteur de 12,5 % des profits**. Cette proposition figure également au programme de Biden, avec un taux de 15 %. Dans les deux cas, ceci pourrait peser sur certaines entreprises, plus jeunes ou plus agressives, mais ne devrait guère concerner les GAFAM qui se situent légèrement au-dessus de ces seuils. **Au final, les aspects fiscaux ne semblent pas insurmontables pour les GAFAM.**

Un durcissement de la régulation serait potentiellement plus problématique. Il n'est qu'à regarder ce qui vient de se passer en Chine avec l'arrêt soudain de la mise sur le marché de **Ant Group**, qui s'annonçait comme la plus grosse introduction en Bourse au monde. Cette *success story* parvenue à « introduire la rupture numérique au cœur de la finance chinoise et au-delà » risquait toutefois de devenir de plus en plus difficile à réguler, voire générer des bulles de crédit. Des propos maladroits de Jack Ma à la veille de l'introduction auront donc suffi à crisper la situation et arrêter l'opération. Les États-Unis ne sont pas la Chine mais le poids des GAFA y suscite également un débat de plus en plus vif. S'ils contribuent beaucoup au *soft power* américain, ces géants du numérique sont également accusés de biaiser la concurrence. La Commission anti-trust de la Chambre des représentants a publié ainsi en octobre dernier un rapport préconisant de limiter drastiquement le pouvoir des GAFA en leur interdisant de donner la préférence à leurs propres produits, en encadrant sévèrement les rachats de start-up, voire en démantelant certaines sociétés. Ce texte uniquement signé par les représentants Démocrates n'a cependant aucune chance d'aboutir sans l'aval du Sénat. Ce réveil des autorités montre toutefois que l'adaptation des règles de la concurrence à l'ère numérique pourrait déboucher sur des changements insoupçonnés.

À ce stade on a encore trop peu d'éléments pour se prononcer sur les conséquences boursières d'une évolution de la régulation. Mais par le passé, ce genre de circonstances a souvent entraîné des conséquences paradoxales. Ainsi, au lieu de peser, un démembrement d'activités renchérit souvent la valeur de l'ensemble. De même, si l'éclosion de nouveaux concurrents peut pénaliser les acteurs en place, elle est aussi bien souvent le gage d'une croissance plus rapide de l'ensemble du secteur.

Achevé de rédiger le 18/11/2020

LE THÈME DU MOIS

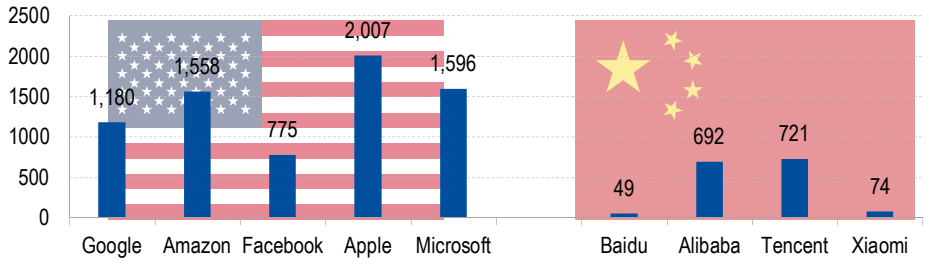
Chine : l'autre bastion du numérique

Si les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont multipliées ces dernières années, tout le monde voit bien qu'au fil du temps, cette rivalité a pris un tour particulièrement vif à propos de tout ce qui a trait à la technologie, d'accès aux données et de plateformes numériques. Ainsi après s'être efforcée d'évincer Huawei des États-Unis et avoir encouragé ses partenaires étrangers à en faire autant, l'Administration Trump a à son tour menacé TikTok, propriété du groupe chinois ByteDance, d'interdiction aux États-Unis. Cette application très populaire auprès des plus jeunes, étant accusée de siphonner les données des utilisateurs américains. Un accord impliquant que des acteurs étasuniens prennent une participation dans une société regroupant les activités internationales de TikTok pourrait être agréé par les Américains. Mais cet accord devrait à son tour être approuvé par Pékin, qui veille à protéger les technologies chinoises ; « l'algorithme de TikTok permettant d'afficher les contenus les plus susceptibles d'intéresser les utilisateurs en fonction de leurs goûts étant au centre de toutes les attentions »

Ces exemples nous semblent révélateurs des nouveaux visages de la compétition entre les États-Unis et la Chine. Dans les semaines à venir, avec la mise en place de la nouvelle Administration Biden, cette rivalité prendra certainement un tour plus policé. Mais sur le fond, la compétition numérique entre les États-Unis et la Chine devrait persister. Avec ses BATHX (Baidu, Alibaba, Tencent, Huawei et Xiaomi), la Chine semble en effet la seule à ambitionner devenir une alternative aux GAFAM. Ses points forts en matière d'intelligence artificielle, la taille de son marché domestique et le protectionnisme des autorités le cas échéant, lui ayant permis de progresser à pas de géant. Après avoir verrouillé leur marché intérieur, les acteurs chinois vont donc désormais pousser leurs pions à l'international. GAFAM et BATHX, devraient ainsi selon toute vraisemblance s'affronter sur les marchés tiers et notamment en Europe ; région riche mais encore très en retard en matière numérique.

Le **graphique** ci-dessous compare la capitalisation actuelle des champions américains et chinois de la Tech. Côté chinois, la comparaison se limite au BATX et non pas au BATHX car Huawei n'est pas coté, . Avec un poids cumulé de plus de 7 trillions de USD, contre 1,5 trillion pour les BATX, les GAFAM emportent facilement la comparaison. À noter toutefois que Alibaba et Tencent, les rivaux respectifs d'Amazon et Facebook, disposent déjà d'une taille impressionnante, les deux valeurs pesant ensemble plus de 60 % de leurs homologues américains et près de la moitié (46 %) de l'ensemble de la capitalisation de l'Euro Stoxx 50.

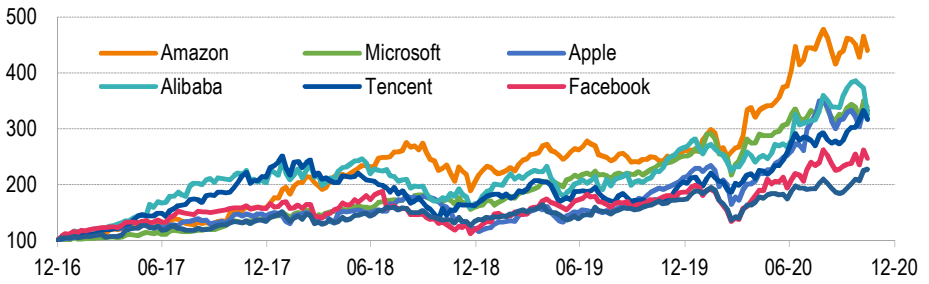
1/ GAFAM vs BATX : Capitalisation boursière en Mds de USD au 18 nov. 2020



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 18 novembre 2020

Par ailleurs, le second **graphique** montre qu'au cours des quatre dernières années, les champions chinois s'en sont tirés avec les honneurs puisque, si Amazon domine le classement, Alibaba et Tencent sont dans un mouchoir de poche avec Apple et Microsoft mais largement devant Facebook et Google

2/ Performance boursière des champions américains et chinois de la Tech (base 100 en USD au 31 décembre 2016)



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 18 novembre 2020

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Décembre 2020 # 12

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity Money Markets Find Monetary Policies Foreign Top-down Bottom-up Exchange Corporate Equities Forecasts Sovereign Bonds High Fixed Income Yield Real Estate ESG Quant Investment Asset Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.mscibarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et règlementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - ClaudioVentrella

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés*
BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux*
BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*
BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
BRECHT David, *CFA, Analyste obligataire*
HUANG Claire, *Macrostratégiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*
DELBO' Debora, *Stratégiste Senior Marchés Émergents*
DROZDZIK Patryk, *Marchés émergents, Économiste*
GEORGES Delphine, *Stratégiste Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
LEONARDI Michele, *Analyste Cross Asset*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*
WANE Ibra, *Stratégiste Actions Senior*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*
DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*
LICCARDO Giovanni, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier