

Pourquoi privilégier la gestion active en 2025 et les années suivantes

Auteur



Robert M. Almeida Jr.
Gestionnaire de portefeuille et
stratège en placements mondiaux

En résumé

- Les investisseurs de tous les horizons visent une croissance massive des bénéfices, ce qui entraîne la concentration de l'indice.
- Les bénéfices élevés sont à l'origine d'une intensification de la concurrence et peuvent éroder les rendements.
- Il est essentiel pour les investisseurs actifs de distinguer les sources de bénéfices à risque de celles à long terme.

Confusion entre symptômes et causes

Dans la vie, il nous arrive souvent de confondre les symptômes et leurs causes sous-jacentes, ce qui nous amène parfois à nous pencher sur les effets et non sur les causes réelles des problèmes. Cela se produit, par exemple, lorsqu'un médecin prescrit un médicament topique ayant des effets secondaires négatifs pour traiter une affection cutanée au lieu de s'attaquer à ce qui peut être le problème fondamental : une mauvaise hygiène de vie et une mauvaise alimentation. L'effet global de telles pratiques pourrait être la raison pour laquelle la longévité moyenne en bonne santé (à savoir, le temps passé en bonne santé) n'a pas progressé au même rythme que l'espérance de vie et qu'elle diminue.

Une tendance semblable peut être observée sur les marchés financiers actuels. Étant donné que les concentrations de l'indice atteignent des sommets historiques, les investisseurs actifs affirment souvent que la croissance des placements gérés passivement est en cause. Toutefois, la concentration de l'indice et la gestion passive qui atteignent des sommets records sont toutes deux dues à la même cause sous-jacente : la demande des investisseurs pour les actions de sociétés affichant une croissance massive des bénéfices.

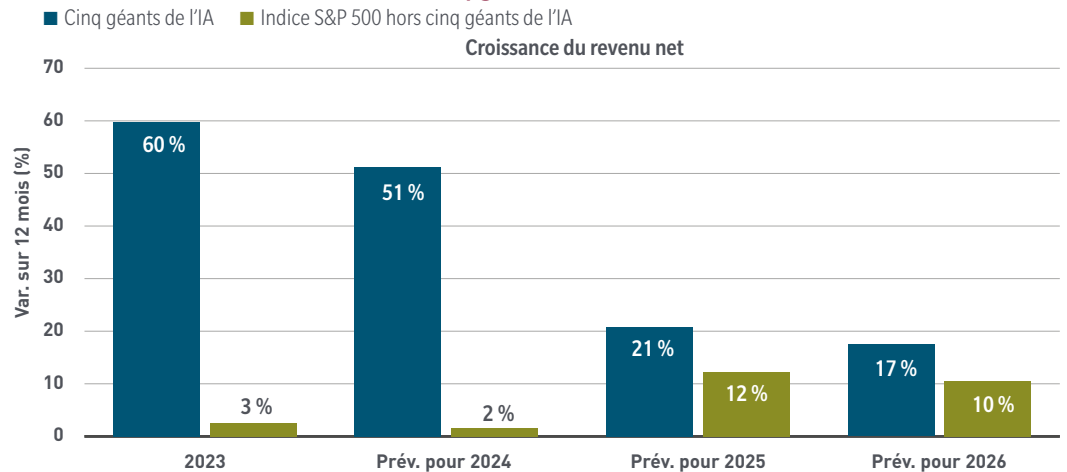
La cause

Tous les prix des actifs financiers reflètent les attentes globales des investisseurs à l'égard des flux de trésorerie futurs. Prenons les actions par exemple. Bien que chaque secteur soit différent, tous les secteurs s'articulent généralement autour des bénéfices, du bénéfice par action, du revenu net, des flux de trésorerie disponibles, etc. Ainsi, lorsqu'une société d'une grande industrie parvient à obtenir une part disproportionnée de la source de bénéfices, son action occupe alors une part démesurée d'un indice boursier. Nous avons pu constater ce phénomène avec AT&T, General Motors, IBM et d'autres sociétés dans les années 1950 et 1960.

Nous l'observons également aujourd'hui avec les actions de sociétés d'intelligence artificielle (IA) à mégacapitalisation, dont les prévisions de croissance du revenu net surpassent largement celles des autres sociétés de l'indice S&P 500 (figure 1). En 2023, les attentes de croissance des actions de sociétés d'IA ont été 20 fois plus élevées que celles des autres sociétés de l'indice S&P. Ce sont ces prévisions de bénéfices et ces écarts qui dictent principalement les pondérations au sein de l'indice.



Figure 1 : Tenir compte de la diminution de l'écart par rapport aux bénéfices des cinq géants de l'IA



Source : FactSet, analyse de portefeuille. Prévisions de bénéfices au 29 novembre 2024. Les données annuelles sur les bénéfices (revenu net) sont fondées sur la variation sur 12 mois des résultats annuels réels et estimatifs. Les cinq géants de l'IA (« cinq géants de l'intelligence artificielle ») sont Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et NVIDIA. Les renseignements ci-dessus de même que les sociétés ou les titres mentionnés ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement, des recommandations d'achat ou de vente d'un titre ou une indication des opérations prévues à l'égard de tout produit de placement de MFSMD.

Toutefois, la concentration de l'indice et les prises de parts qui en découlent par gestion passive ont une incidence sur les 495 actions de sociétés autres que les cinq géants de l'IA. La liquidité n'augmente pas, et chaque dollar retiré des portefeuilles discrétionnaires et affecté à des portefeuilles non discrétionnaires exerce des pressions à la baisse sur le coût des capitaux propres de ces sociétés.

Quel est le risque?

Baisse des prévisions de revenu net pour les cinq géants de l'IA

La concentration de l'indice ne s'arrête pas en raison de l'inversion des flux attribuables à la gestion passive. Tout changement dans la concentration des marchés boursiers est en fait un symptôme. La cause est un changement des prévisions de bénéfices.

Comme l'illustre la figure 1, les analystes de Wall Street ont considérablement revu à la baisse leurs prévisions de revenu net pour 2025 et 2026 à l'égard des cinq géants de l'IA. L'écart entre les deux groupes est passé de 20 fois en 2023 à 6 fois en 2026. Bien que cet écart soit encore important, et que les bénéfices nominaux des cinq géants de l'IA soient considérables, ce qui importera pour les cours boursiers sera les variations par rapport à ce qui aura été pris en compte dans les cours boursiers.

La volatilité est l'ajustement du marché aux nouvelles données qui corrigent les hypothèses erronées relatives aux bénéfices. Pour les investisseurs passifs, ou tout investisseur qui suit de trop près les cinq géants de l'IA, l'un des risques est que les prix s'ajustent conformément aux estimations à la baisse des prévisions de bénéfices des analystes.



Pourquoi les analystes pourraient-ils avoir raison?

Lorsqu'une nouvelle technologie largement applicable voit le jour, l'offre est faible, mais la demande des clients est élevée. Ce déséquilibre se traduit par un rendement du capital investi démesuré pour les investisseurs initiaux. Ces rendements élevés attirent naturellement des capitaux, car d'autres entrepreneurs cherchent à obtenir une part du marché. Le cours des actions de ces sociétés augmente également, ce qui crée une boucle de rétroaction et incite en fait plus de personnes à investir dans l'industrie.

La concurrence augmente, ce qui augmente l'offre sur le marché. Mais cette dernière dépasse presque toujours la demande des clients. Le cycle commence alors à s'inverser : les prix et les rendements chutent, ce qui fait baisser les cours boursiers. La surproduction et la baisse des rendements entraînent une consolidation de l'industrie jusqu'à ce que l'offre et la demande atteignent un équilibre.

Même si l'économie ne dispose pas de lois immuables et que chaque cycle est différent, le cycle du capital s'est répété tout au long de l'histoire. Ainsi, même si nous ne savons pas quand le cycle du capital de l'IA passera du stade de la croissance à celui de la consolidation, nous croyons que cela se produira, comme ce fut le cas par le passé. Prenons l'exemple récent de la bulle technologique des années 1990. Nous pouvons également remonter aux chemins de fer du milieu et de la fin du 19^e siècle en Angleterre et aux États-Unis. Et c'est ce qu'il s'est passé avec tous les autres progrès technologiques au cours des 100 dernières années, de l'automobile à la radio, en passant par le téléphone et l'ordinateur.

Évolution des logiciels

Au cours des 30 dernières années, les gens ont fait l'acquisition de logiciels pour les aider à accomplir leurs tâches. De nos jours, l'IA révolutionne les logiciels en transformant les outils en quelque chose capable d'accomplir des tâches par lui-même. Les agents de l'IA associent des capacités de recherche de renseignements et de raisonnement à l'autocodage pour faire évoluer chaque logiciel et chaque processus d'affaires.

L'IA est en train de redéfinir le modèle SaaS, qui est passé de *logiciel-service* à *service-logiciel*.

À mesure que les grands modèles de langage deviendront une matière première banalisée dans la chaîne d'approvisionnement des logiciels, les produits logiciels fondés sur l'IA amélioreront le fonctionnement des logiciels existants. La capacité des sociétés à accepter un prix dépendra du rendement du placement du client.

Les vecteurs de concurrence dans les logiciels, l'IA et le paysage technologique en général sont tout juste renversants. Toutefois, les fabricants de nombreuses applications logicielles existantes pourraient être confrontés à une érosion massive de leur pouvoir de fixation des prix. À mon avis, étant donné la surévaluation des indices de référence par rapport aux actifs dont la concurrence augmente en raison du cycle du capital, la dispersion devrait être beaucoup plus grande, ce qui incitera les marchés financiers à redécouvrir les avantages des placements actifs.

Conclusion

Les instruments de placement, qu'ils soient actifs ou passifs, ne sont que des fonds communs de capitaux. Même si ces instruments peuvent influencer sur les prix des actifs à court terme, c'est le *rendement du capital* qui détermine la valeur finale des entreprises à long terme, et non les *flux de capitaux*. En tant qu'investisseurs axés sur la recherche fondamentale ascendante, nous évaluons les rendements du capital qui sont à risque en raison de la concurrence croissante et ceux qui sont durables en raison de l'absence de concurrence.

Dans ce contexte, les sociétés, qu'elles soient ouvertes ou fermées, qui sont confrontées à une concurrence croissante pourraient avoir beaucoup plus de difficulté à répondre aux attentes en matière de bénéfices, ce qui engendrera un paradigme différent pour la valeur de constitution des portefeuilles. ▲

Les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.

Veillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et est destiné à un usage institutionnel seulement. Au Canada, le présent document est réservé aux clients institutionnels.

Note à l'intention des lecteurs du Canada : Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :**

Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*; **Bahreïn** – Ce document n'a pas été approuvé par la Central Bank of Bahrain, qui n'assume aucune responsabilité à l'égard de son contenu. Il n'y aura aucune offre publique dans le Royaume de Bahreïn et le présent document ne doit être lu que par le destinataire et ne doit pas être transmis, fourni ou montré au public en général. La Central Bank of Bahrain n'assume aucune responsabilité quant à l'exhaustivité et à l'exhaustivité des déclarations et des renseignements contenus dans le présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive à la fiabilité accordée à la totalité ou à une partie du contenu du présent document. Le conseil d'administration et la direction de l'émetteur acceptent la responsabilité des renseignements contenus dans le présent document. Au meilleur des connaissances et des convictions du conseil d'administration et de la direction, qui ont tous pris toutes les précautions raisonnables pour s'assurer qu'il en soit ainsi, les renseignements contenus dans le présent document sont conformes aux faits et n'omettent rien qui soit à même d'avoir une incidence sur la fiabilité de ces renseignements; **Koweït** – Ce document ne doit pas être largement diffusé au public au Koweït. Les renseignements n'ont pas été autorisés à des fins d'offre par la Kuwait Capital Markets Authority ou tout autre organisme gouvernemental pertinent du Koweït. Aucune offre privée ou publique à l'égard des renseignements n'est présentée au Koweït, et aucune entente relative aux renseignements ne sera conclue au Koweït. Aucune activité de marketing, de sollicitation ou d'incitation n'est utilisée pour offrir ou commercialiser les renseignements au Koweït; **Oman** – Pour les résidents du Sultanat d'Oman : Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas une offre publique de titres dans le Sultanat d'Oman, comme le prévoient la *Commercial Companies Law* d'Oman (décret royal 4/74) ou la *Capital Market Law* d'Oman (décret royal 80/98). Ces renseignements sont diffusés de façon limitée strictement aux entités constituées en personne morale qui correspondent à la description des investisseurs avertis (article 139 des dispositions réglementaires de la *Capital Market Law*). Le destinataire reconnaît être un investisseur averti qui possède de l'expérience en affaires et en finances et qui est en mesure d'évaluer les avantages et les risques d'un placement; **Afrique du Sud** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente publique en Afrique du Sud; **Émirats arabes unis** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres aux Émirats arabes unis et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Les renseignements ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs exemptés des Émirats arabes unis qui appartiennent à l'une des catégories suivantes d'investisseurs qualifiés non physiques : (1) un investisseur capable de gérer ses placements lui-même, notamment : a) le gouvernement fédéral, les gouvernements locaux, les entités gouvernementales et les autorités ou les sociétés détenues en propriété exclusive par ces entités; b) les entités et organisations internationales; ou c) une personne autorisée à exercer une activité commerciale dans les Émirats arabes unis; à condition que le placement soit l'un des objets de cette personne; ou (2) un investisseur représenté par un gestionnaire de placement inscrit auprès de la Securities and Commodities Authority (individuellement un « investisseur qualifié non physique »). Les renseignements et les données n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Central Bank of the UAE, la Securities and Commodities Authority, la Dubai Financial Services Authority, la Financial Services Regulatory Authority ou toute autre autorité compétente en matière d'octroi de permis ou tout autre organisme gouvernemental des Émirats arabes unis (les « autorités »). Les autorités n'assument aucune responsabilité à l'égard des placements que le destinataire désigné effectue à titre d'investisseur qualifié non physique en fonction de l'exhaustivité des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Arabie saoudite** – Le présent document ne peut être distribué dans le royaume sauf aux personnes autorisées en vertu des Investment Funds Regulations publiés par la Capital Market Authority. La Capital Market Authority ne fait aucune déclaration quant à l'exhaustivité ou à l'exhaustivité du présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive ou découlant de la fiabilité accordée à toute partie du présent document. Les acheteurs éventuels des titres offerts aux présentes doivent effectuer leur propre contrôle diligent pour vérifier l'exhaustivité des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Qatar** – Ce document/fonds n'est offert qu'à un nombre limité d'investisseurs qui sont disposés et aptes à mener une enquête indépendante sur les risques associés à un placement au titre de ce document/fonds. Le document ne constitue pas une offre publique et est réservé à l'usage du destinataire désigné; il ne doit pas être remis ou montré à toute autre personne (mis à part les employés, les agents ou les consultants dans le cadre de l'examen du destinataire). Le fonds n'a pas été et ne sera pas enregistré auprès de la Qatar Central Bank ni en vertu des lois de l'État du Qatar. Aucune opération ne sera conclue dans votre territoire et toute demande de renseignements concernant le document/fonds doit être adressée à votre personne-ressource à l'extérieur du Qatar.