

Pourquoi les actions non américaines pourraient revenir en tête du marché

Auteur



Robert M. Almeida

Gestionnaire de portefeuille
et stratège en placements mondiaux

En résumé

- La corrélation n'est pas la causalité.
- La liquidité n'augmente pas.
- La volatilité est le fait pour le marché de modifier ses hypothèses.

Deux objections que je reçois à l'idée selon laquelle les actions non américaines devraient surpasser les actions américaines au cours des prochaines années sont 1) l'exceptionnalisme économique des États-Unis et 2) les flux de capitaux massifs vers les stratégies de placement passives aux États-Unis. Selon moi, la première option est tenable, mais pas la seconde. Plus important encore, les investisseurs pourraient mettre l'accent sur les aspects techniques au détriment des paramètres fondamentaux.

La corrélation n'est pas la causalité

Les États-Unis surpassent le reste du monde. Dans mon récent article intitulé « Un nouveau cycle du capital favorise l'exceptionnalisme américain », j'ai mis en avant le début d'une hausse attendue depuis longtemps des investissements corporels fixes américains. Ces dépenses stimulent l'activité économique, la vitesse de circulation de l'argent et les pressions sur les prix à un moment où de nombreux marchés développés sont confrontés à des perspectives de croissance faibles.

Même si je conviens que les perspectives de croissance des marchés développés pourraient être inférieures à celles des États-Unis, il est important d'avoir à l'esprit que le produit intérieur brut et les rendements boursiers représentent des choses différentes. Le PIB est un flux. Il mesure où et combien de capitaux ont été affectés dans le passé, et non le patrimoine des actionnaires. Bien que le PIB compte et que son orientation soit souvent corrélée positivement avec les rendements boursiers, la corrélation n'est pas la causalité. Par exemple, les investisseurs qui se sont concentrés sur des actions des marchés émergents au cours des 20 dernières années (en raison de leur croissance économique supérieure à celle des marchés développés) ont appris cette leçon à leurs dépens.

Les cours boursiers représentent en fait la valeur actualisée d'une estimation pondérée en fonction de la probabilité des bénéfices futurs, quelle que soit la région du monde d'où ils proviennent, plus la valeur de liquidation d'actifs comme les biens, les usines, l'équipement et la propriété intellectuelle. Ce qui a une incidence sur les rendements boursiers, c'est l'évaluation ou le montant qu'un investisseur paie pour une créance sur les bénéfices futurs, ce à quoi je reviendrai sous peu.



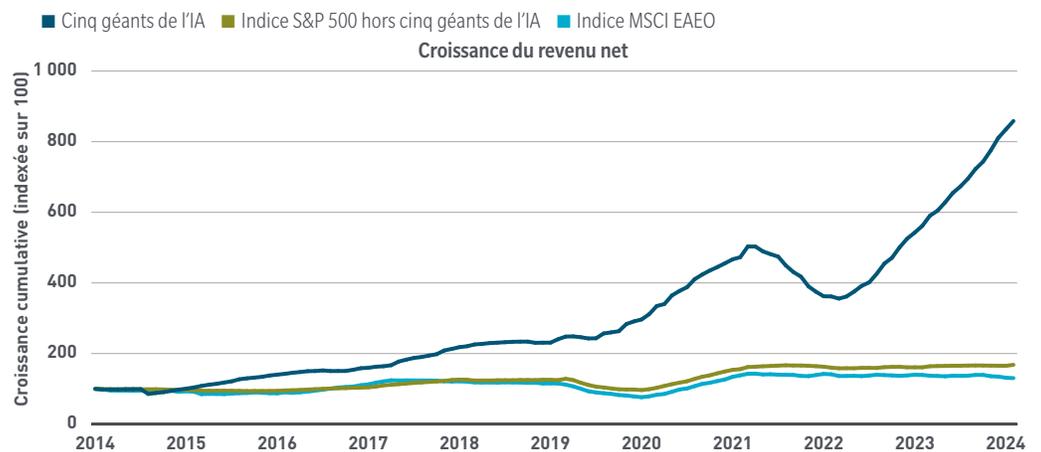
La liquidité n'augmente pas

L'Internet 2.0 a commencé au début des années 2000, lorsque la technologie est passée de sites Web simples ayant une interaction limitée à des applications de plus en plus dynamiques alimentées par les progrès des logiciels et de l'infonuagique. Comme ce fut le cas lors d'autres périodes historiques d'innovation, les bénéfices économiques sont allés vers la poignée de sociétés qui ont accaparé des parts de marché considérables. Vers le milieu et la fin des années 2010, les effets de réseau créés par ces sociétés ont entraîné une dynamique de « tout au vainqueur » qui a déclenché une nouvelle période de concentration des bénéfices aux États-Unis et, par la suite, de concentration de l'indice de référence.

Entrons dans l'intelligence artificielle. Comme auparavant, les attentes des investisseurs concernant la concentration des bénéfices ont grimpé en flèche (comme le montre la figure 1 ci-dessous).

Est-ce important dans le contexte des raisons pour lesquelles les actions non américaines pourraient surpasser les actions américaines? Oui, c'est très important, selon moi.

Figure 1 : Croissance cumulative des bénéfices au cours de la dernière décennie pour les cinq géants de l'IA, l'indice S&P hors cinq géants de l'IA et l'indice MSCI EAEO

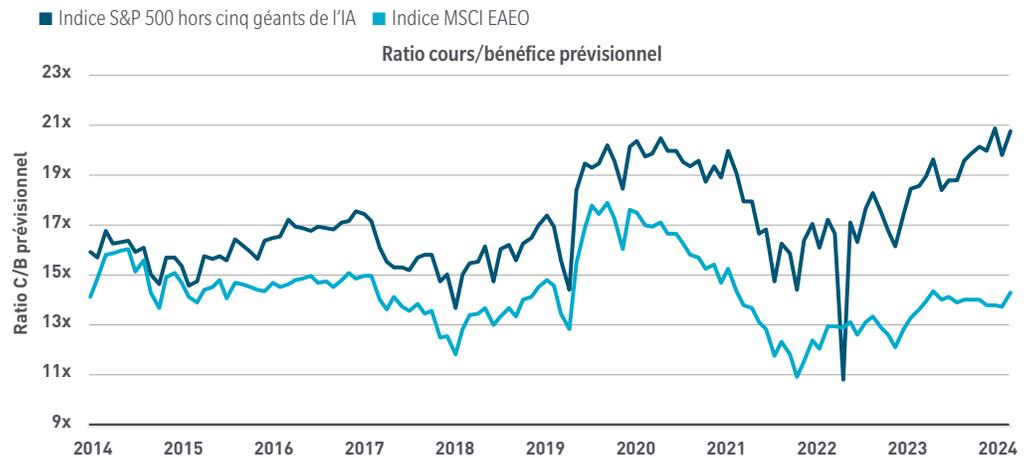


Source : FactSet, analyse de portefeuille. Données mensuelles du 31 décembre 2014 au 31 janvier 2025. Cinq géants de l'IA (cinq géants de l'intelligence artificielle) = Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft et Nvidia. Indice S&P 500 hors cinq géants de l'IA = indice S&P 500, excluant les titres des cinq géants de l'IA. Le revenu net est celui des 12 derniers mois. 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 MFS^{MD}.

La ligne verte représente la croissance du revenu net des actions restantes de l'indice S&P 500 après avoir enlevé les cinq géants de l'IA et la ligne bleu vif représente l'indice MSCI EAEO. Bien que les États-Unis aient surpassé l'indice MSCI EAEO, un écart d'évaluation important existe (comme le montre la figure 2 ci-dessous). Je crois que cela s'explique notamment par le fait que la liquidité n'augmente pas.



Figure 2 : Le manque de liquidités contribue à creuser l'écart d'évaluation entre les États-Unis et les autres pays



Source : FactSet, analyse de portefeuille. Données mensuelles du 31 décembre 2014 au 31 janvier 2025. Cinq géants de l'IA (cinq géants de l'intelligence artificielle) = Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft et Nvidia. Indice S&P 500 hors cinq géants de l'IA = indice S&P 500, excluant les titres des cinq géants de l'IA. Le ratio cours/bénéfice (C/B) prévisionnel est représenté pour les 12 prochains mois. Ratio C/B calculé comme la moyenne harmonique pondérée pour l'indice S&P 500 hors cinq géants de l'IA. 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 MFS.

Si chaque dollar marginal qui entre sur le marché boursier au moyen d'instruments passifs a un effet négligeable sur les actions très liquides, en particulier les actions à mégacapitalisation, ce n'est pas le cas pour bon nombre des actions moins liquides de l'indice S&P 495, ce qui s'est traduit par une plus grande élasticité des prix en raison de la forte demande.

Comme nous l'avons appris en cours d'économie, lorsque la demande dépasse l'offre, le mécanisme de rajustement est la hausse des prix. Les ménages ont connu cette situation avec le papier de toilette et d'autres biens au cours des premiers mois des confinements liés à la COVID-19. Quelque chose de semblable s'est produit avec ces actions, car la demande excessive provenant des véhicules passifs a dépassé leur profil de liquidité.

Cela soulève une question : Qu'est-ce qui arrêtera ou inversera les flux de fonds vers les instruments passifs américains? L'histoire montre que la réponse est un changement dans les attentes en matière de rendement pour les sociétés à grande capitalisation de l'indice.

La volatilité est le fait pour le marché de modifier ses hypothèses

Contrairement à l'Internet 2.0, où les effets de réseau ont permis à une poignée d'entreprises d'accaparer la majeure partie des bénéfices, le lancement de DeepSeek a montré que les modèles fondamentaux se rapprochent davantage des producteurs de produits de base que des oligopoles à économie d'échelle. Le risque pour l'indice S&P 500, et plus précisément pour les actions des cinq géants de l'IA, est que le marché se rende compte de cette situation et les réévalue en conséquence.



Parallèlement, tout au long de l'histoire, la technologie a été largement déflationniste, car elle a éliminé les goulets d'étranglement et déplacé la création de valeur économique. Par exemple, lorsque la presse à imprimer a été largement adoptée, elle a facilité la diffusion à grande échelle de l'information. La valeur économique est passée de documents manuscrits fastidieux à de nouveaux marchés plus importants, comme les livres et les journaux produits en série. Bien sûr, au cours des 30 dernières années, Internet a de nouveau modifié la valeur économique.

Ce point est également important lorsque nous réfléchissons à l'IA, car qu'elle devienne une commodité ou non, elle élimine le goulot d'étranglement de la création et de la validation et pourrait redistribuer d'importants réservoirs de profit. Cela aura probablement d'énormes répercussions sur le rendement futur des actions des sociétés qui cèdent leur participation aux bénéficiaires et de celles qui la prennent. Parmi ces dernières, nous en voyons déjà la preuve dans certaines sociétés de logiciels et certains fournisseurs de solutions, comme ceux qui offrent des bases de données et des applications. Celles qui retiennent l'attention du marché sont celles qui possèdent des fonctionnalités liées à l'IA qui améliorent les flux de travail des clients, approfondissent l'intégration des processus interentreprises et élargissent et améliorent les expériences des utilisateurs.

Conclusion

Tout comme à d'autres périodes de l'histoire, seuls quelques nouveaux chefs de file du marché devraient se tailler la part du lion en termes de bénéficiaires. Le marché boursier a attribué des résultats oligopolistiques, voire monopolistiques, à quelques acteurs. Cela, malgré la baisse des prévisions de bénéficiaires et les craintes que les modèles de base se ressemblent plus qu'ils ne diffèrent. Aussi, lorsque la technologie donne, elle reprend rapidement, ce qui peut perturber les marchés financiers, car les hypothèses antérieures se révèlent fausses.

Lorsque le marché commencera à escompter l'avenir que je décris, nous pourrions assister à des performances radicalement différentes de celles des dix dernières années, où la gestion passive cède la place aux gestionnaires qui sous-pondèrent les valeurs qui perdent leur statut d'oligopole.

La deuxième conséquence de cela sera probablement que les investisseurs se tourneront, comme ils le font habituellement, vers des stratégies qui ont historiquement mieux traversé cette transition, entraînant une perte de parts de marché des investissements passifs au profit des gestionnaires actifs. Selon moi, il en résultera des véhicules passifs avec des politiques de négociation systématiques exerçant une pression à la baisse sur les prix des valeurs de référence les moins liquides, inversant ainsi la tendance observée à la hausse. Cela devrait équilibrer la disparité des évaluations illustrée ci-dessus et contribuer à la surperformance des actions non américaines. ▲

« Standard & Poor's^{MD} » et S&P « S&P^{MD} » sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'occasion d'effectuer un placement dans ces produits.

Source des données de l'indice : MSCI. MSCI ne donne aucune garantie ni ne fait aucune déclaration, explicite ou implicite, et ne peut être tenue responsable quant aux données présentées dans le présent document. Il est interdit de diffuser les données de MSCI ou de les utiliser comme base pour d'autres indices, valeurs mobilières ou produits financiers. MSCI n'a pas approuvé, revu ou produit le présent document. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs 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. Au Qatar, le présent document est réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers à valeur nette élevée.

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; **Pour les lecteurs en Arabie Saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exclusion du centre financier international de Dubaï et du centre financier international d'Abou Dhabi).** Au Qatar, réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. **À Bahreïn, pour les investisseurs institutionnels seulement :** Les renseignements contenus dans le présent document sont strictement destinés aux investisseurs professionnels. Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétés comme une offre, une invitation ou une proposition de faire une offre ou une recommandation de demander un produit, un service ou une stratégie de nature financière, ou un avis ou des conseils à cet égard. Même si nous avons pris grand soin de nous assurer que les renseignements contenus dans le présent document sont exacts, aucune responsabilité ne peut être assumée à l'égard de toute erreur ou omission ou de toute mesure prise sur la foi de ces renseignements. Vous ne pouvez reproduire, diffuser et utiliser le présent document (ou une partie de celui-ci) qu'avec le consentement de MFS international U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils ne sont pas destinés au public et ne doivent pas être diffusés au public ni utilisés par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des énoncés qui ne sont pas de nature purement historique, mais qui sont des énoncés prospectifs. Ceux-ci comprennent, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de revenu. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique à partir de l'étranger: **Afrique du Sud** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas 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 au public en Afrique du Sud.