

Un marché qui en cache un autre

Une situation inédite sur les marchés d'actions internationales



Juan Sebastian Caicedo, CFA

Gérant Actions Quantitatives

La hausse des marchés d'actions internationales observée en 2023, et jusqu'à l'été, est essentiellement expliquée par l'expansion de multiples de valorisation des secteurs les plus spéculatifs.

Le pic historique de concentration sectorielle induit est comparable à ceux qui ont précédé l'éclatement de la bulle TMT (Technologies – Media – Télécommunications) et la Grande Crise Financière (2008).

Il en résulte un écart de croissance anticipé entre les secteurs les plus volatils et ceux les moins volatils, quatre fois supérieur à la moyenne historique.

Dans un contexte économique qui ralentit, ces écarts historiques de valorisation et de croissance implicite en faveur d'un seul sous-segment du marché offrent des vraies alternatives relatives.

Pour les investisseurs, les opportunités pourraient venir d'un rattrapage très significatif des secteurs défensifs, et également du style *Value*

Introduction

Au regard des fortes corrections enregistrées en 2022 sur les marchés actions et obligataires, 2023 est une année remarquable quant à la baisse très rapide de la volatilité et le rebond de la plupart des indices qui l'a accompagnée. La manière dont s'est construite cette hausse des marchés l'est tout autant.

Une analyse plus détaillée montre que la progression des indices s'est établie exclusivement sur une expansion des multiples de valorisation. En parallèle, même si elles ont écarté le scénario de récession, les estimations des bénéfices ne progressent pas, repoussant au-delà d'un an la relance économique (Fig.1).

Plus important encore, ce mouvement s'est opéré malgré des taux toujours élevés. Ce dernier point marque ainsi un vrai changement de comportement par rapport à la corrélation qui avait entièrement dominé ces dernières années, et en particulier en 2022 (Fig.2).

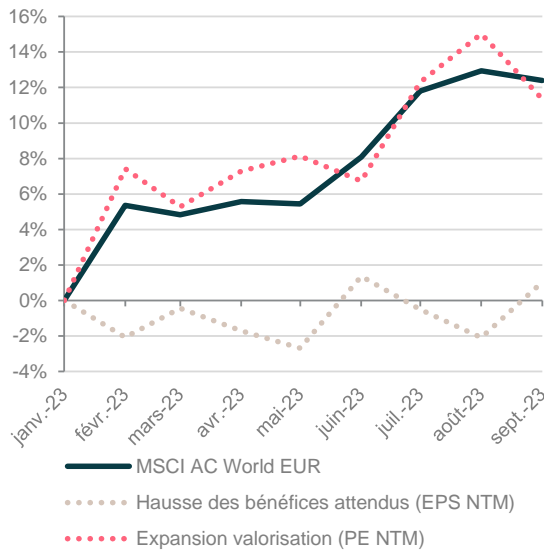


Fig 1 - Décomposition de la performance YTD de l'indice MSCI AC World (EUR), août 2023 - Sources : Ostrum AM, Bloomberg, FactSet

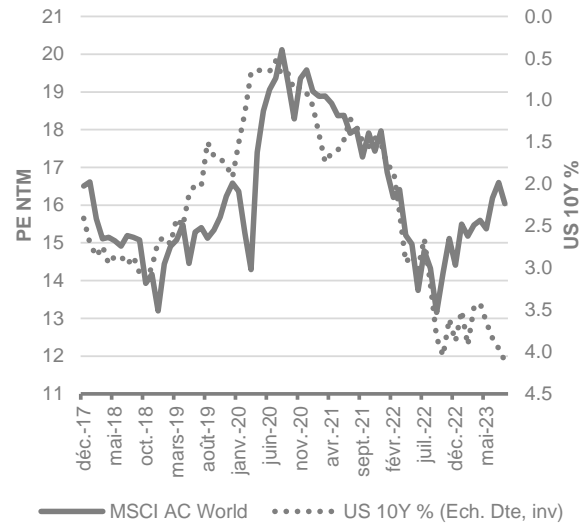


Fig 2 - Valorisation (PE NTM) du MSCI AC World vs taux 10 ans US, août 2023 - Sources : OstrumAM, Bloomberg, FactSet

Cette même décomposition de la performance de l'indice s'observe au sein des groupes de secteurs.

En les classant en fonction de leur beta au marché, on constate que le rallye observé depuis le début de l'année 2023 est surtout généré par la surperformance très concentrée des secteurs plus volatils (semiconducteurs, autos, hardware, software), ce qui exprime un retour très marqué de l'appétit pour le risque au sein de l'univers actions.

Plus important encore, à l'image de l'indice au global (MSCI AC World), cette surperformance s'est construite exclusivement sur la base de l'expansion de valorisation des titres de ces secteurs. Les secteurs moins risqués, quant à eux, affichent une performance proche de zéro, sans réelle expansion ni des attentes des bénéfices ni des valorisations (Fig.3).

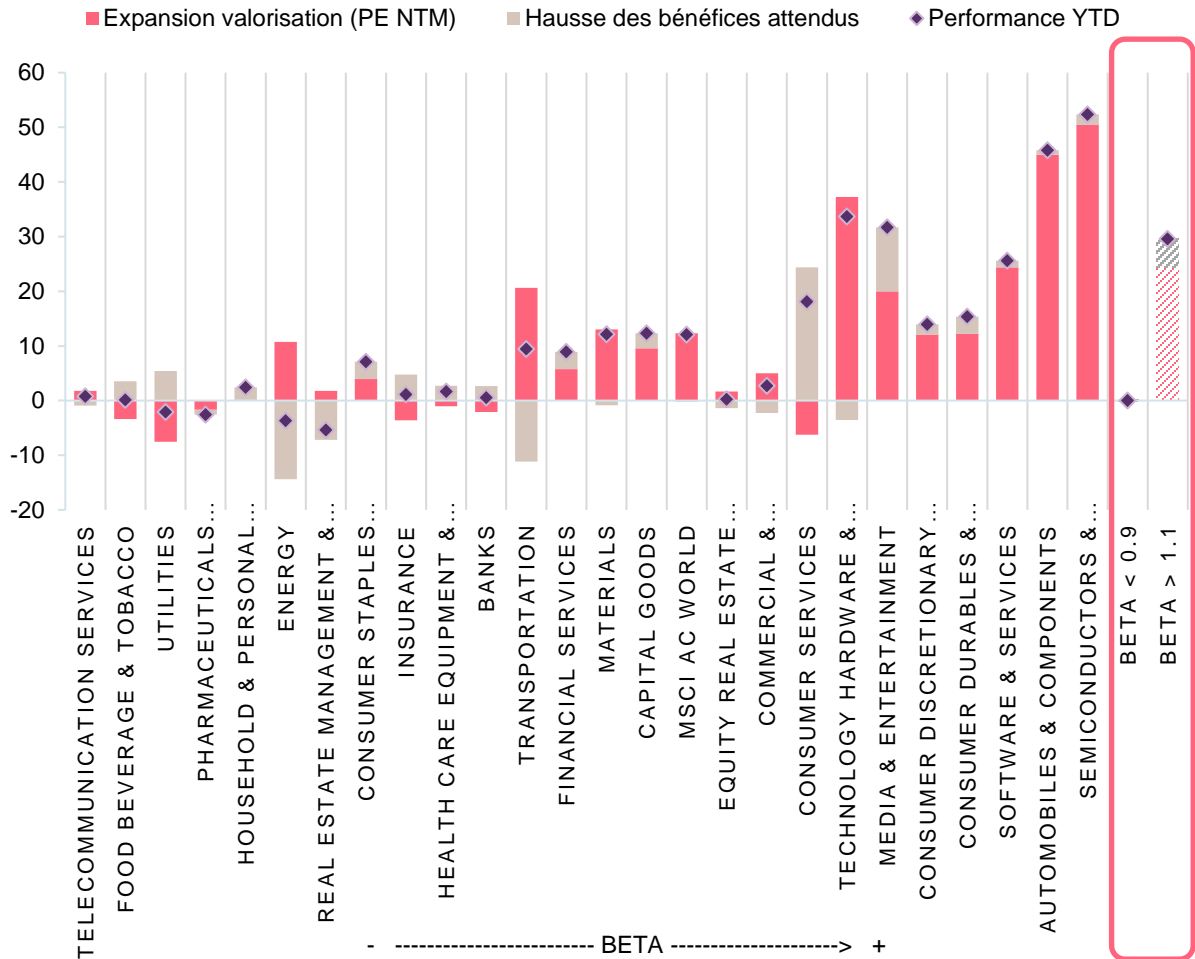


Fig 3 - Décomposition de la performance YTD des groupes de secteurs du MSCI AC World (EUR) – classés par beta croissant, juin 2023 - Sources : Ostrum, Bloomberg, FactSet

Un pic historique de concentration...

Le constat de tels écarts sur une période courte questionne la récurrence de ce type de configuration de marché. Ainsi, en réalisant le même type de décomposition de la performance pour l'ensemble des secteurs depuis 1996, nous observons à quel point la concentration de l'expansion des valorisations au sein des secteurs plus spéculatifs est phénoménale cette année.

Plus précisément, en regroupant les secteurs en fonction de leur beta, l'écart semestriel entre la performance expliquée par l'expansion des Price Earning Ratios (PE) des secteurs plus volatiles par rapport à ceux les moins volatiles a affiché, à fin juin 2023, un record absolu depuis le début de nos observations.

Il dépasse le précédent record du premier semestre 2009, construit durant le rebond boursier à la sortie de la grande crise financière. Son effet cumulé est comparable à celui réalisé sur toute la période 2019-2020, caractérisée par la dominance des titres plus volatils, portés par les gigantesques apports de liquidité des Banques Centrales pour faire face aux conséquences de la pandémie (Fig.4).

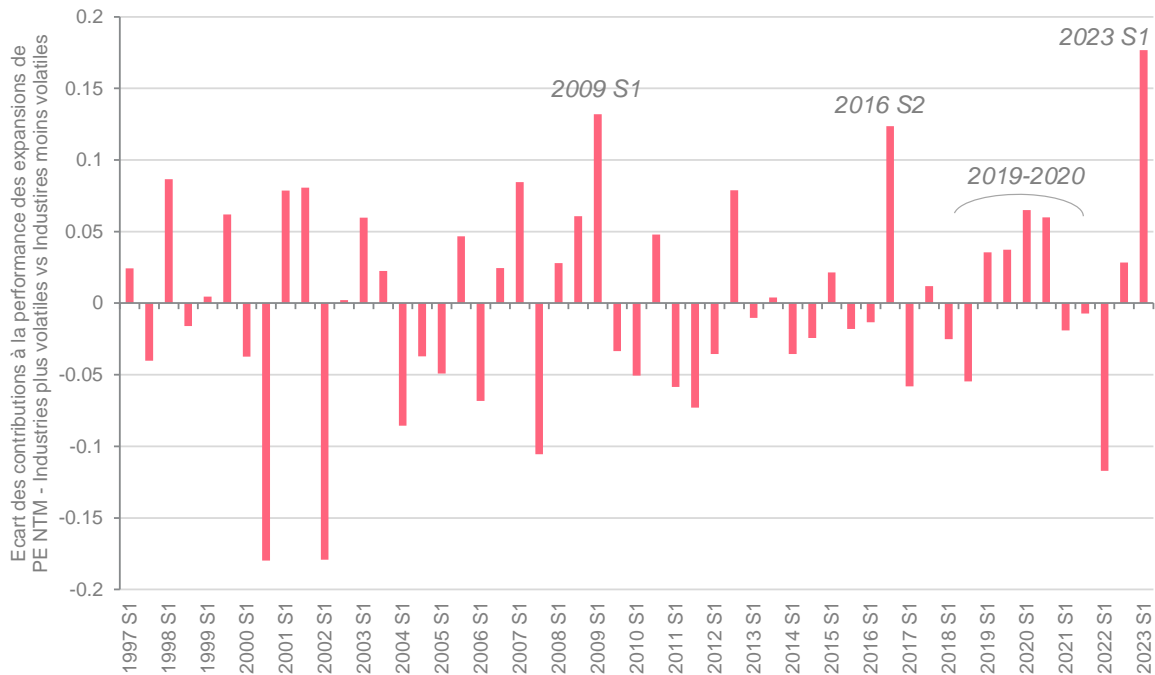


Fig 4 – Ecarts semestriels des performances expliquées par l'expansion des multiples de valorisation (secteurs plus volatils vs secteurs moins volatils), août 2023 - Sources : Ostrum, Bloomberg, FactSet

Derrière ce pic de concentration dans les marchés en faveur des compartiments plus volatils, on constate, de manière plus structurelle, une nouvelle phase de surperformance du segment « Cyclique/Croissance » (Technologie, Industrie, Luxe) après celles déjà affichées en 2020 et en 2021 (Fig.5). Sur un an, à fin août 2023, c'est non seulement le seul segment à surperformer l'indice MSCI AC World (+18% contre +5%), mais de plus, cette surperformance intervient alors que le reste du marché affiche une performance négative.

Après ces phases consécutives de très forte surperformance, ce segment voit aujourd'hui sa valorisation relative par rapport au reste du marché atteindre des records. Ces niveaux sont comparables à ceux observés durant l'exubérance de la fin des années 1990 et début des années 2000 (Fig.6). Ce constat est d'autant plus marquant lorsque l'on compare la valorisation des secteurs plus risqués à celle des moins risqués, en utilisant les betas des actions.

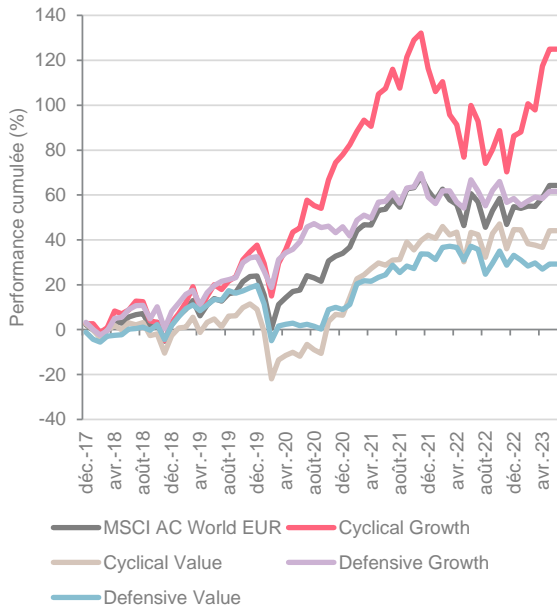


Fig 5 – Performance cumulée depuis déc.2017 – Univers MSCI AC World, août 2023 - Sources : Ostrum, Bloomberg, FactSet

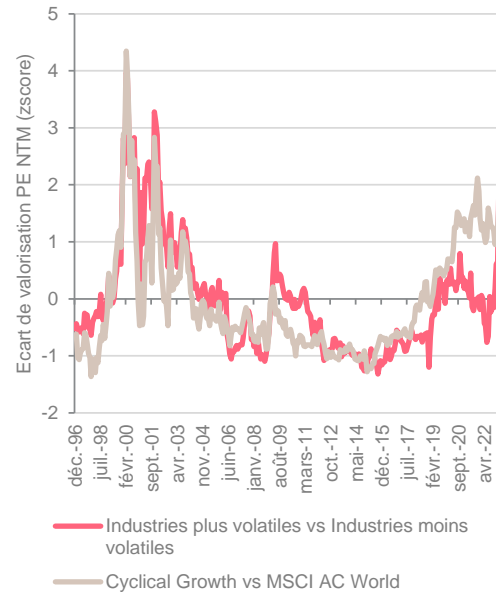


Fig 6 – Ecart de valorisation (PE NTM), août 2023 - Sources : Ostrum, Bloomberg, FactSet

Plus concrètement, les secteurs avec des betas supérieurs à 1.1 se négocient aujourd’hui à 23.5 fois leurs bénéfices contre seulement 15.5 fois pour ceux aux betas inférieurs à 0.9, soit un écart relatif supérieur à 1.4. A titre comparatif, cet écart est de 1.0 en moyenne depuis 1995, et 0.9 depuis 2009.

...Qui se traduit par un pic historique des rythmes implicites de croissance

La dernière étape de notre analyse consiste à se demander, de manière légitime, si ces niveaux de valorisation sont justifiés d’un point de vue fondamental.

Pour cela, nous pouvons calculer quels sont les taux de croissance des bénéfices implicites dans les multiples de valorisation à plus long terme. Cette fois-ci, en utilisant les multiples à cinq ans, une normalisation des écarts anticiperait une croissance future du segment « Cyclique/Croissance » supérieure de 38% à celle du reste du marché. Elle serait donc trois fois supérieure à la moyenne observée depuis 2008, et seulement comparable au plus gros écart de croissance réalisé sur la même période.

Dans un contexte d’affaiblissement de la dynamique qui avait soutenu la croissance mondiale et l’expansion des marges des sociétés pendant les deux dernières décennies (taux bas, main d’œuvre peu chère, consolidation industrielle, mondialisation, monopoles technologiques), le marché semble miser sur la poursuite, voire l’accélération des tendances en bourse qui en avaient le plus bénéficié jusque-là.

Cette même complaisance se traduit aussi pour les secteurs plus volatils qui anticipent désormais, par rapport aux secteurs moins volatils, une croissance supérieure de 10% au maximum réalisé, et quatre fois supérieure à sa moyenne historique (Fig.7).

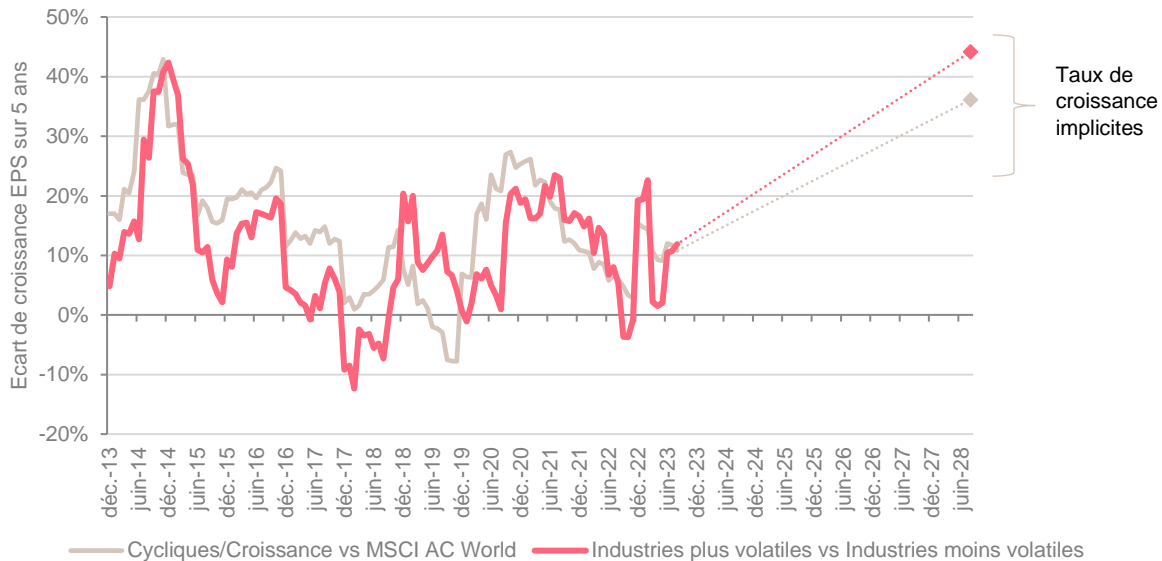


Fig 7 – Ecart de croissance réalisés et anticipés – Univers MSCI AC World, août 2023 - Sources : Ostrum, Bloomberg, FactSet

Depuis trois ans, l'ensemble des classes d'actifs a suivi une dynamique ininterrompue où le changement brutal des conditions à court terme (COVID, crise géopolitique, avènement de l'intelligence artificielle générative) s'est opposé aux mesures extraordinaires, monétaires et fiscales prises par les gouvernements. Le débat est encore en cours sur les conditions qui permettront de relancer un nouveau cycle économique. Malgré tout, les excès de concentration et de dispersion dans les marchés reflètent un système qui tarde à trouver un point d'équilibre et qui extrapole des rythmes de croissance relative exceptionnels. Historiquement, ces niveaux extrêmes de dislocation ont aussi coïncidé avec le point de départ de nouveaux régimes, permettant à ces écarts de se réabsorber.

Pour les investisseurs, même si ces configurations de marché sont des phases qui demandent une vigilance accrue, elles peuvent aussi être des points d'entrée et des opportunités fructueuses à long terme. Un investisseur doit arbitrer régulièrement entre ses propres vues et les vues du marché. La cible est mouvante, et ce n'est qu'à long terme que le marché finit par jouer le rôle d'une balance, pour paraphraser Benjamin Graham¹, et trouve un équilibre en convergeant vers ses fondamentaux. Aujourd'hui, cet équilibre passe par une normalisation des excès de concentration et de positionnement que se sont construits ces dernières années, et qui ne laissent aucune marge d'erreur aux trajectoires de croissance.

Alors que beaucoup de questions sur la santé de l'économie mondiale donnent lieu à des paris directionnels dans les marchés actions, nous pensons que les écarts de valorisation et de croissance implicite sur des niveaux historiques en faveur d'un seul sous-segment du marché offrent des vraies alternatives relatives. Pour les investisseurs, ces alternatives se traduisent par un retour à la moyenne des secteurs défensifs et des plus délaissés comme la *Value*.

¹Benjamin Graham, économiste, entrepreneur et investisseur américain du XX^e siècle, largement reconnu comme l'un des pères du value investing ou l'investissement dans des actions dépréciées.

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com



Un affilié de 