

The Long View

Par Jules Stevens & Marc Stevens

La dernière saison des résultats a été marquée par (1) un dernier trimestre solide en 2023 et (2) des attentes élevées mais pas exagérées pour 2024. Nous considérons ces deux éléments comme légèrement favorables. Les résultats montrent que le moteur continue de tourner. De plus, la modération face aux attentes relativement élevées du marché indique que les entreprises, même après un trimestre favorable, privilégient la stratégie de "sous-promesse" pour pouvoir éventuellement "surpromettre" par la suite. Cette approche contribue également à maîtriser la volatilité des prix des actions."



Jules Stevens
Senior Portfolio Manager



Marc Stevens
Représentant légal

LES BANQUES CENTRALES

Le scénario d'un atterrissage en douceur en 2024 reste le plus réaliste. L'économie croît, le chômage reste bas tandis que l'inflation américaine diminue à nouveau après une hausse hallucinante de 0 % à 8 % en 2021-2022. Pendant ce temps, la Réserve fédérale a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour 2024; de 1,4 % à 2 %, soit un ralentissement par rapport aux +3 % de 2023, mais un pourcentage tout de même solide. Une comparaison avec les années 80 est donc déformée à cet égard. Nous voyons parfois des graphiques qui comparent l'inflation du début des années 80 à celle qui existe depuis 2021. Et ces graphiques se superposent. Mais démontrer des corrélations sans argumentation fondamentale est scientifiquement incorrect. Corrélation et causalité ne sont pas synonymes. La conjoncture et les conditions économiques et financières sont aujourd'hui bien plus saines que dans les années 80.

Le graphique 1 illustre parfaitement cela. Depuis mars 2022, la Réserve fédérale a réussi à faire baisser l'inflation sous-jacente (inflation nominale corrigée des prix alimentaires et énergétiques) grâce à plusieurs hausses de taux d'intérêt, sans pour autant ralentir la conjoncture : le taux de chômage n'a augmenté que de 0%. Au début des années 1980, c'était une toute autre histoire : l'inflation sous-jacente a atteint un sommet de 10% en mars 1980, puis, après une période de deux ans mouvementée, a fini par diminuer (axe des Y), mais le chômage est passé de 6% à 11% (axe des X). Au cours de ces deux années, l'économie américaine a connu deux récessions et des montagnes russes de taux d'intérêt. Rien de tel n'est observable aujourd'hui.

LES MARCHÉS

Le travail des banques centrales a permis aux marchés boursiers d'atteindre de nouveaux sommets. Dans ce contexte, la question de savoir si c'est toujours le bon moment pour investir en actions se pose.

C'est humain et compréhensible. Mais le "timing" parfait du marché n'est pas à la portée des simples mortels : nous ne pouvons tout simplement pas prédire à court terme ce qui se passera sur les marchés boursiers.

Graphique 1 : Volcker vs. Powell : Désinflation douloureuse ou indolore

Source : S&P Global, Commerzbank Research

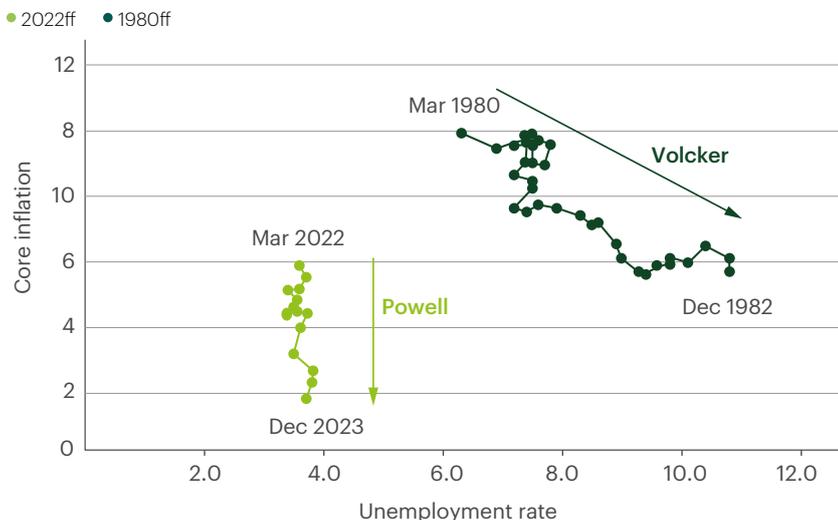


Tableau 1 : YTD total returns in EUR

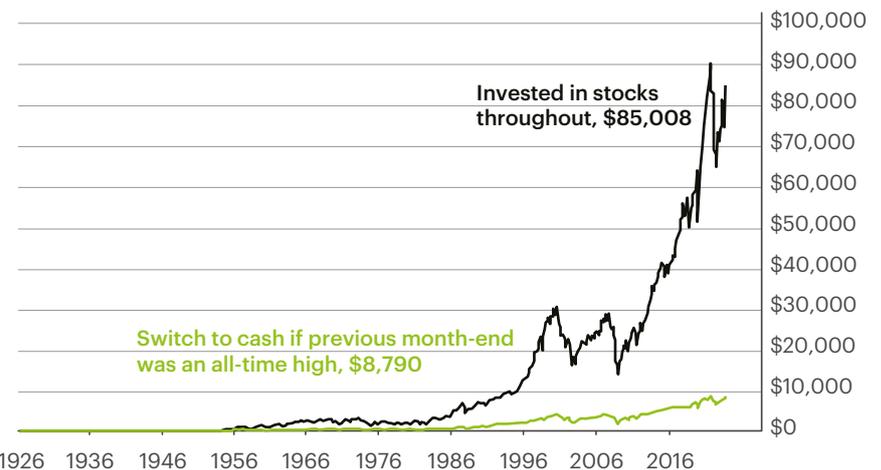
Source : Bloomberg, data as of 15/04/2024.

	2023	YTD
S&P 500	+22,2%	+12,1%
MSCI All Countries	+18,9%	+10,1%
Euro Stoxx 50	+23,2%	+10,3%

Une solution pourrait consister à entrer en bourse de manière échelonnée. Les acheteurs qui disposent de liquidités y trouveront un certain apaisement, mais qu'en est-il des investisseurs qui sont déjà entièrement investis ? Est-il judicieux de vendre des titres au sommet ? Tout sauf, comme le montre le graphique ci-dessous... Celui qui aurait investi 100 USD sur le marché boursier américain en 1926, via le S&P, posséderait aujourd'hui environ 85 000 USD, après ajustement, pour tenir compte de l'inflation. Ce même investisseur qui aurait vendu des actions au sommet et n'aurait réinvesti que lorsque les prix auraient chuté, aurait obtenu, en 2023, environ "seulement" 8 800 USD. Notre conclusion est donc, comme toujours, que vendre au sommet, pour racheter plus bas plus tard, peut avoir des conséquences très néfastes sur votre rendement à long terme.



Graphique 2 : 100 USD investis sur le marché américain des actions 1926-2023 (ajusté à l'inflation)* Source : CFA Institute Stocks, Bonds, Bills and Inflation (SBBI) & Schroders

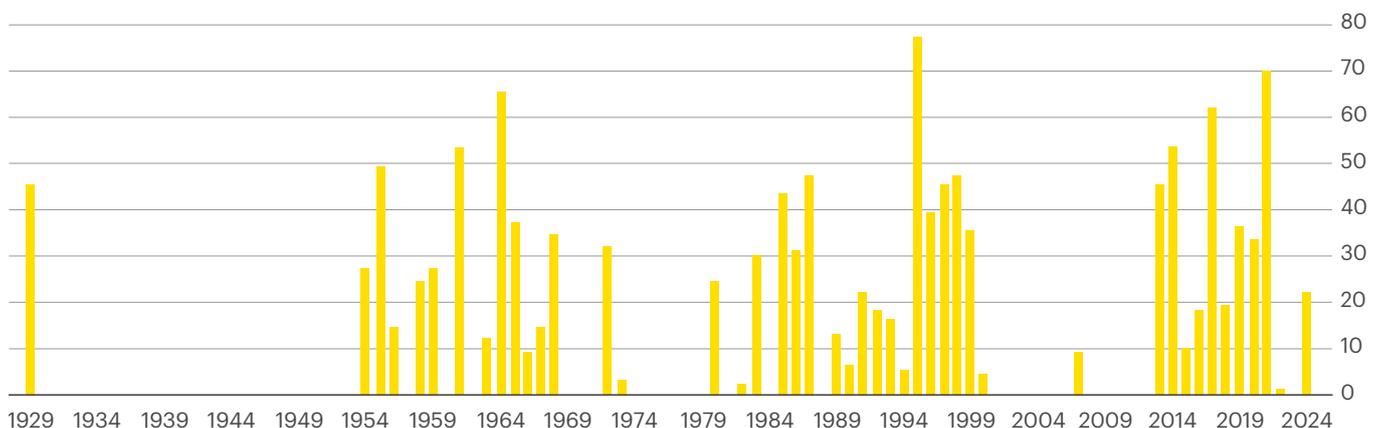


* Past performance is not necessarily a guide to the future and may not be repeated. Data: January 1926 - December 2023. Switching strategy moves cash for the next month whenever the previous month-end was a nominal all-time high, and is invested in stocks whenever it wasn't. A switching strategy based on inflation-adjusted all-time highs would have resulted in a final value of \$15,135, 80% below the fully invested strategy. Results exclude transaction costs.

Un autre facteur important à prendre en compte dans ce contexte est le momentum. En effet, les records ne peuvent être atteints que lorsque le marché est dans une tendance positive. Il n'est pas possible d'atteindre des sommets lorsque le marché boursier est en baisse. Atteindre de nouveaux records en bourse est un phénomène naturel. L'économie croît structurellement, de même que le PIB par habitant et le marché boursier. Le graphique 3 montre que depuis 1929, le marché boursier américain a atteint 1 320 nouveaux records, répartis de manière asymétrique au fil des ans. Les records ont donc tendance à se produire par grappes. Il ne faut donc pas s'inquiéter de nouveaux records.

Graphique 3 : Nombre de records sur le S&P 500 depuis 1929

Source : BNP Paribas, Bloomberg

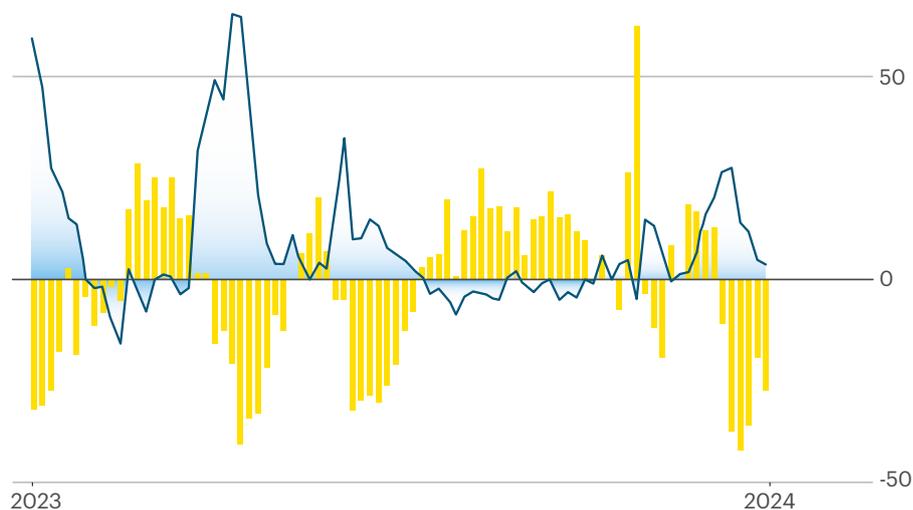




Graphique 4: Demande de crédit de la part d'entreprises européennes

Source : ECB, Bloomberg

● Growing loan demand ● Tighter Credit standards



Alors que l'économie américaine a fait preuve d'une résistance exceptionnelle en 2023, l'Europe a eu un peu plus de mal avec une croissance du PIB de 0,1 %. L'Europe est donc confrontée à des problèmes structurels, pour lesquels il reste à savoir si des taux d'intérêt réduits peuvent l'aider : surréglementation, démographie, manque d'innovation technologique et dépendance énergétique. Le graphique 4 montre, en outre, que la demande de crédit des entreprises européennes diminue. Tout cela a permis à l'inflation européenne de diminuer plus rapidement.

LE RISQUE DE CONCENTRATION

La dynamique positive de certains grands gagnants du marché boursier américain a fait émerger le "l'idée" du risque de concentration. Le risque de concentration est le risque que seul un petit nombre d'actions représente une part disproportionnée des rendements d'un indice, d'un tracker ou d'un fonds. C'est une bonne chose lorsque le marché boursier est en hausse, mais inversement, cela entraîne une forte

volatilité et, en cas de panique - même à court terme -, des chutes de prix extrêmes. En 2023, ce risque de concentration a joué en faveur des « Sept Magnifiques », qui ont fourni plus de 100 % des rendements alors qu'ensemble, elles ne représentaient que 28 % de l'indice. D'ailleurs, en 2024, les Sept Magnifiques étaient déjà réduites aux « Quatre Fantastiques » après qu'Apple, Tesla et Alphabet aient perdu quelques plumes.

Le risque de concentration concerne donc la contribution au rendement : une combinaison du rendement et du poids dans l'indice. C'est donc l'histoire de la poule et de l'œuf. Une action qui rapporte plus que les autres verra son poids dans l'indice augmenter. En toute logique, ce sont donc ces titres que vous auriez préféré avoir en portefeuille. Actuellement, le poids des 10 plus grandes entreprises dans l'indice S&P est d'environ 35 %, ce qui est beaucoup plus élevé que la moyenne historique de 20 %. Nous sommes donc enclins à penser que le poids des 10 premières entreprises

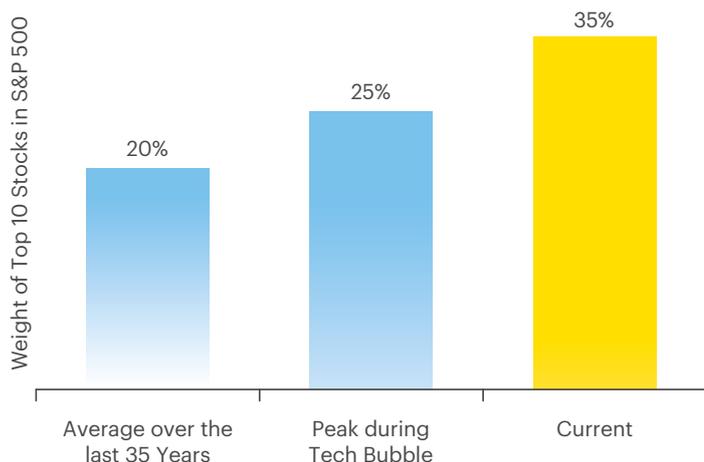
devrait diminuer quelque peu, ce que l'on appelle le "retour à la moyenne".

Pour les investisseurs actifs, cela devrait donc être un point d'attention. Ils devront en effet prendre la décision de remplacer ou non les quelques actions ayant le plus de poids et contribuant le plus au rendement. Pour parachever complètement l'analogie de la poule et de l'œuf (jeu de mots voulu), un éleveur de poules ne se débarrassera pas des poules qui pondent le plus d'œufs. Faut-il vendre les gagnants ou les garder ? Un choix que nous avons tendance à faire facilement ; garder les gagnants et vendre les perdants. Pourtant, les cartes sont un peu plus difficiles à jouer aujourd'hui.

Ceux qui suivent passivement l'ensemble du marché auront bénéficié en partie de l'augmentation de la concentration pour les 10 premiers, et bénéficieront en partie lorsque les autres titres prendront de l'élan, comme cela a été le cas dans le passé. Il y a un lissage - statistiquement parlant -

Graphique 5 : Risque de concentration dans le S&P 500

Source : S&P, Bloomberg & Goldman Sachs Multi Asset Solutions 08/05/2024



Le graphique 5 montre en outre que le risque de concentration pendant la bulle Internet était plus faible qu'à la fin de l'année 2023. La seule similitude que nous constatons est que, même à cette époque, le top 10 était principalement composé d'entreprises technologiques et d'Internet. Pour nous, la comparaison s'arrête là. Lors de l'éclatement de la bulle Internet, le risque de concentration a fortement diminué, car les entreprises technologiques ont fini par être moins bien valorisées. Il en va tout autrement aujourd'hui : les principaux contributeurs sont des entreprises rentables et de qualité, disposant de beaucoup de liquidités au bilan, peu endettées, dont la croissance du chiffre d'affaires est supérieure à la moyenne et dont les marges sont plus élevées.

Par ailleurs, le bon départ des marchés boursiers en 2024 est dû à l'évolution attendue des taux d'intérêt : les marchés anticipent déjà la réalité des baisses attendues des taux d'intérêt.

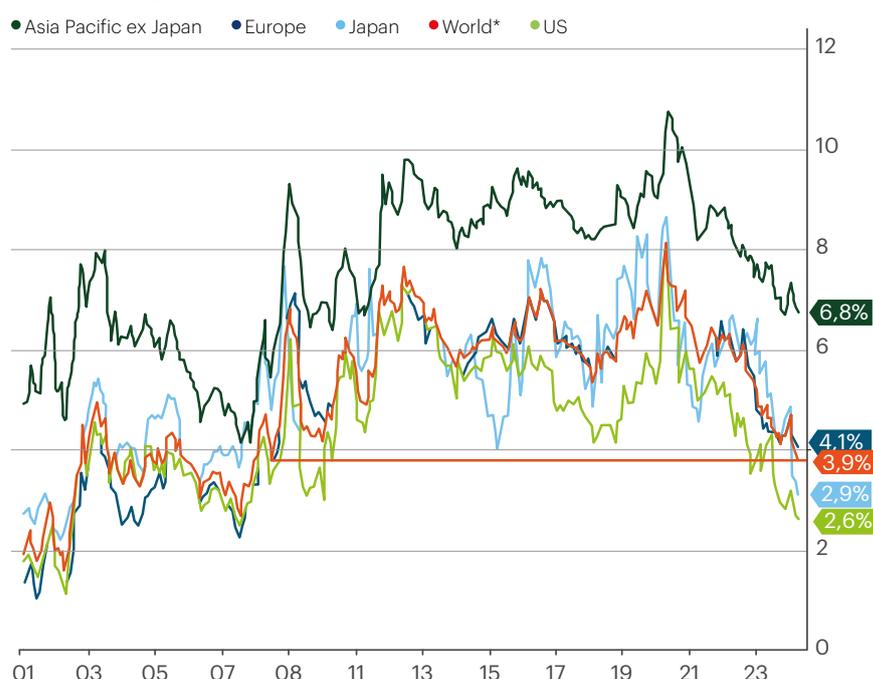
PRIME DE RISQUE

Outre l'amélioration des chiffres macroéconomiques, il reste une inconnue extrêmement importante : la prime de risque pour laquelle les investisseurs devraient être rémunérés. Ceux qui prennent plus de risques s'attendent à être mieux rémunérés. Pour un instrument financier, cela se traduit par un prix plus bas ou une rémunération plus élevée. Celui qui prend plus de risques a plus d'incertitudes quant à l'avenir et voudra donc se ménager une marge de sécurité en étant prêt à payer moins cher pour cet investissement aujourd'hui.

Vous pouvez calculer la prime de risque globale à partir des données du marché. Elle n'est pas déterminée par une banque centrale ou toute autre institution financière. Le graphique 6 montre que la prime de risque a diminué presque partout dans le monde et qu'elle est même historiquement basse. Cela s'explique par l'optimisme économique et les attentes concernant l'évolution des taux d'intérêt directs. Si l'inflation devait être ramenée à un niveau de +/- 2 %, les taux directs pourraient à nouveau être abaissés, ce qui stimulerait la croissance économique et la valorisation des actifs financiers. Le marché s'appuie actuellement sur cette hypothèse.

Graphique 6 : Prime de risque des actions mondiales (%)

Source : Goldman Sachs Global Investment Research

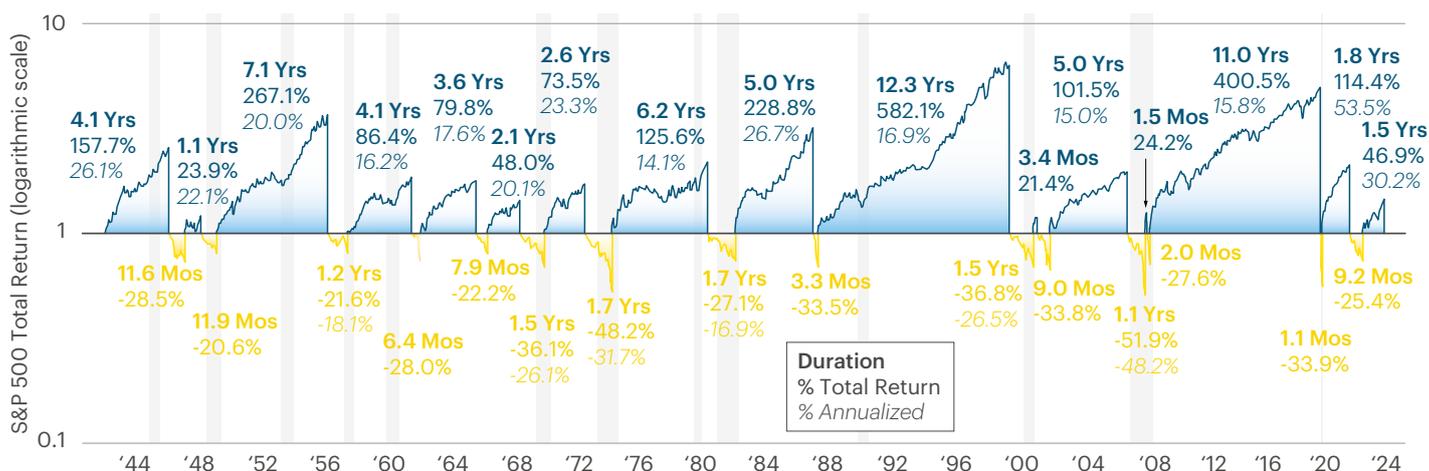


* Implied ERP's are calculated by each regional strategy team. While specific assumptions differ between regions, all are calculated using similar frameworks.

Graphique 7 : Cycles économiques

Source : First Trust Advisors, Bloomberg

● Récession ● Marché haussier ● Marché baissier



À la fin d'un cycle haussier, l'économie surchauffe, l'inflation atteint un niveau trop élevé et un refroidissement est nécessaire.

LES CYCLES ÉCONOMIQUES

Le marché boursier fluctue continuellement à la hausse ou à la baisse, mais il le fait généralement sur une période cohérente, ou cycle. Le graphique 6 illustre ces cycles pour le marché boursier américain depuis 1942.

Tout d'abord, vous pouvez constater que les blocs bleus ascendants, les "marchés haussiers", sont beaucoup plus larges et élevés que les blocs jaunes descendants, les "marchés baissiers". Les périodes de hausse structurelle durent en moyenne 4,2 ans, avec un rendement total moyen correspondant de 148,9 %. À la fin d'une telle période, on assiste toujours à une chute du marché boursier, qui s'est le plus souvent accompagnée d'une récession dans le passé - exceptionnellement, il n'y a pas eu de récession en 2022. Notons également que la crise du Covid-19 qui a paralysé le monde au premier semestre 2020 n'a eu qu'un effet très limité sur les marchés boursiers en glissement annuel.

En moyenne, ces marchés baissiers durent 11,1 mois avec une perte de -31,7%. Vous saviez probablement que le marché boursier est structurellement haussier, mais vous savez maintenant aussi que les hausses couvrent des périodes plus longues que les baisses.

Une deuxième observation concerne l'intensité des baisses. À la fin d'un cycle haussier, l'économie surchauffe, l'inflation atteint un niveau trop élevé et un refroidissement est nécessaire. Mais ces baisses sont moins intenses que les hausses :

c'est pourquoi notre conseil est invariablement de simplement traverser ces mauvaises périodes boursières. Il faut éviter les pertes permanentes de capital.

Troisièmement, nous constatons que les périodes de hausse se prolongent plus longtemps que par le passé, ce qui rend les "marchés baissiers" moins fréquents et aussi plus courts. Ils sont gérés ou anticipés plus efficacement. En conséquence, la perte cumulée au cours d'une telle période semble avoir augmenté.

LA VALORISATION

Enfin, nous en arrivons à la question jamais résolue de la valorisation. Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de bons résultats, les cours des actions sont élevés et le doute règne quant à la faisabilité de la tendance à la hausse pour l'avenir. Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de mauvais résultats, les cours des actions sont bas et le doute règne quant à la possibilité d'une reprise. **Dans le premier cas ("marché haussier"), la valorisation boursière est trop élevée parce que nos attentes sont inférieures à celles du marché boursier. Dans le second cas ("marché baissier"), la valorisation est également trop élevée parce que nos attentes pessimistes sont encore plus faibles que celles du marché boursier.** C'était, c'est et ce sera toujours le cas sur le marché boursier : un investisseur en actions doit en permanence escalader un mur d'inquiétude.

La question insoluble de la valorisation

Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de bons résultats ("**marché haussier**") la valorisation boursière est trop élevée parce que nos attentes sont inférieures à celles du marché boursier. Lorsqu'une entreprise ou une économie obtient de mauvais résultats ("**marché baissier**") la valorisation est également trop élevée parce que nos attentes pessimistes sont encore plus faibles que celles du marché boursier.

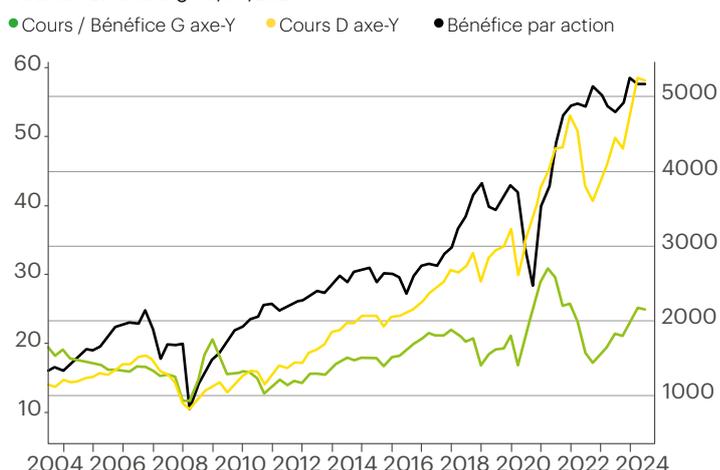
Les graphiques 6 et 7 montrent le prix, le bénéfice par action et le ratio cours-bénéfice pour le S&P 500 (États-Unis) et l'Euro Stoxx 50 (Europe), respectivement, au cours des 20 dernières années. La relation entre ces trois facteurs est très simple : le prix de l'action, déterminé par le marché, devrait en principe suivre les bénéfices réalisés par l'entreprise. Si le ratio est plus élevé en raison d'attentes optimistes, par exemple, on peut dire que le marché boursier est relativement cher. Cela signifie également que si le prix suit à l'identique le bénéfice par action, le marché boursier peut être considéré comme étant également cher à tout moment (ou du moins sur la base de ce seul chiffre). Ce n'est évidemment pas le cas, car il existe toujours un décalage ou une différence infinie dans les attentes des participants au marché.

De tout ce qui précède, on peut conclure que les anticipations actuelles sont positives : le cycle économique est positif, l'inflation diminue sans augmenter le chômage, les gagnants ont augmenté leur avance, la prime de risque est certes faible. Nous pourrions donc bien être confrontés à une nouvelle période de croissance séculaire. Curieusement, la nature humaine fait qu'on considère l'optimisme comme un trait naïf et le pessimisme comme un caractère réaliste. Pourtant, l'histoire montre que sur le front économique, les optimistes sont les gagnants, et de loin.

Les marchés boursiers semblent également considérer la situation de cette manière. Depuis la fin de l'année 2022, dans les deux régions, le cours des actions rattrape le bénéfice par action. L'excellente année boursière 2023 et le premier trimestre 2024 n'ont donc été rien d'autre que le rétablissement d'un ratio précédemment faussé (du jaune beaucoup trop bas sous du noir).

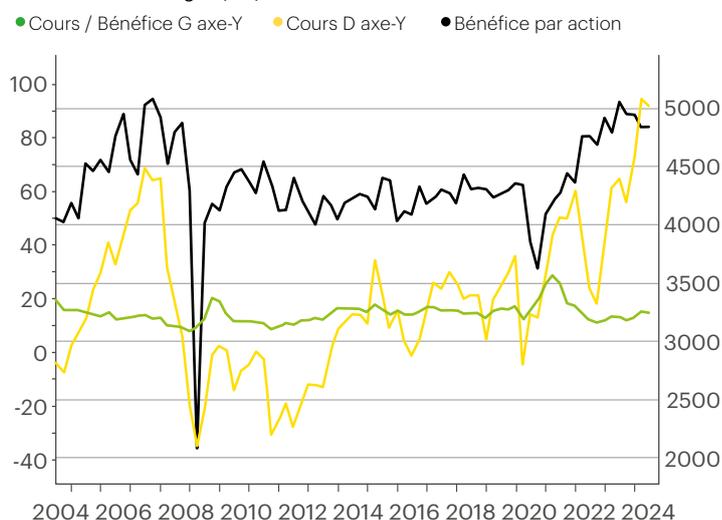
Graphique 8 : S&P - Valorisation

Source : Bloomberg 09/04/2024



Graphique 9 : Eurostoxx 50 - Valorisation

Source : Bloomberg 09/04/2024





SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBOURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE

142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION | vinix.agency

LE POINT FINANCIER

Copyright © 2024 Securities De Munter.
All rights reserved.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.