

POINT DE VUE

Perspectives de mi-année

Marchés actions – Priorité à la qualité dans une période de ralentissement économique

Alors qu'un resserrement monétaire important aura inévitablement un impact sur les bénéfices des entreprises, **Matt Peron**, directeur de la recherche sur les actions, estime que les investisseurs devraient maintenir leur exposition aux actions, mais en privilégiant les entreprises de qualité.

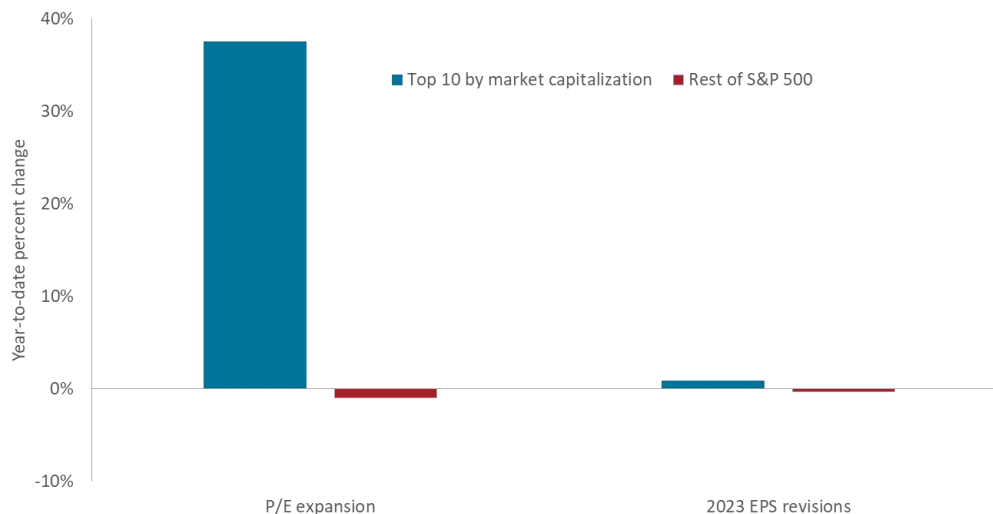
Points à retenir :

- Plus d'un an après le début de la lutte contre l'inflation menée par la Réserve fédérale (Fed), les taux d'intérêt plus élevés épuisent les liquidités de l'économie et, partant, pèsent sur les bénéfices des entreprises.
- Les gains des actions depuis le début de l'année sont dus à l'expansion des multiples au sein d'un groupe concentré de méga-capitalisations, masquant ainsi les vents contraires qui pèsent sur les bénéfices des entreprises en général.
- L'économie étant probablement confrontée à un ajustement de milieu de cycle plutôt qu'à un ralentissement brutal, nous pensons qu'en se concentrant sur les entreprises de qualité, les investisseurs peuvent trouver un équilibre entre la nécessité d'une défense à court terme et le potentiel de hausse inhérent aux actions.

À l'automne dernier, nous avons suggéré que l'économie mondiale serait probablement confrontée à un ralentissement en 2023 et que les investisseurs en actions devraient éventuellement envisager d'adopter une position défensive. Bien que les solides rendements de cette année semblent démentir notre point de vue, nous restons d'avis qu'une dose de prudence s'impose. En fait, la nature concentrée des gains en actions en 2023 - qui sont presque exclusivement dus à une expansion des multiples au sein d'une poignée de sociétés de technologie et d'Internet à très forte capitalisation - cache ce que nous considérons comme des signes de vulnérabilité croissante au sein de l'univers des actions.

Figure 1 : Révisions des bénéfices de l'indice S&P 500® en 2023 et expansion du multiple cours-bénéfice

Cette année, les rendements des actions ont été tirés par l'augmentation des multiples de valorisation de quelques méga-capitalisations, principalement dans les secteurs de la technologie et de l'internet, et bien que les prévisions de bénéfices de cette catégorie pour 2023 aient mieux résisté que celles du marché dans son ensemble, l'expansion des multiples masque probablement des nuages qui s'amoncellent pour les actions.



Source : Bloomberg, au 31 mai 2023.

Nous continuons de penser qu'un resserrement exceptionnel de la politique monétaire limitera l'activité économique et, par conséquent, la capacité des entreprises à accroître leurs bénéfices. Peu importe que les États-Unis ou d'autres pays répondent à la définition classique de la récession ; la tendance est à une croissance économique proche de zéro et à la poursuite de la baisse des révisions des bénéfices. Le tumulte du secteur bancaire en début d'année ne fait que renforcer notre point de vue, car le resserrement des conditions de crédit devrait amplifier l'impact d'une politique restrictive. Certains ont qualifié les faillites bancaires d'idiosyncrasiques, mais nous les considérons comme la conséquence naturelle du resserrement monétaire, car des taux plus élevés ont tendance à casser les choses - et ce sont généralement les modèles d'entreprise les plus fragiles qui cassent en premier.

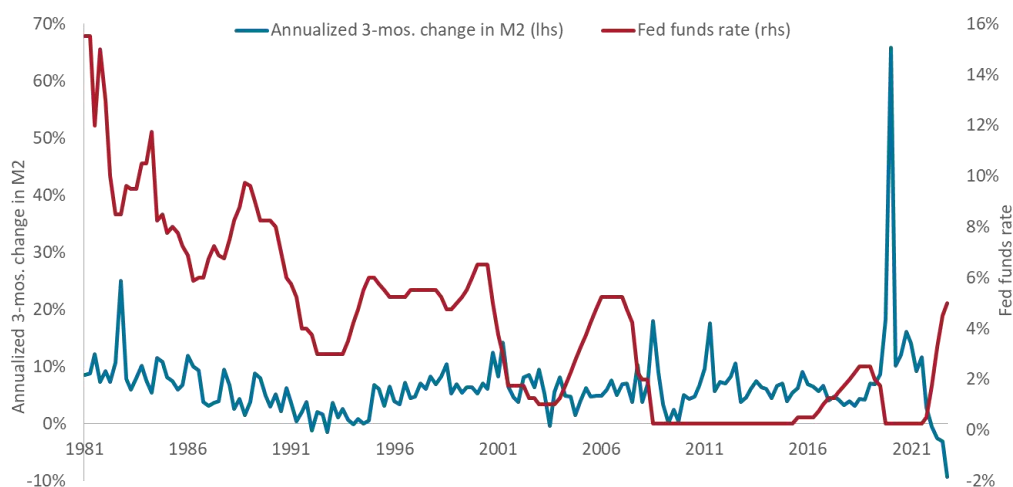
Les dominos économiques

Depuis la première hausse des taux d'intérêt de la Fed en mars 2023, l'expression "décalages longs et variables" a trouvé sa place dans le langage courant de l'investissement. En règle générale, on s'attend à ce que l'économie ralentisse dans les 12 à 18 mois suivant cette première hausse. Devinez où nous en sommes aujourd'hui ?

Les banques centrales recourent à l'instrument brutal des hausses de taux pour juguler l'inflation, parce que cela fonctionne. En clin d'œil à Milton Friedman, qui affirmait que l'inflation est toujours un phénomène monétaire, des taux d'intérêt plus élevés drainent les liquidités de l'économie, privant ainsi l'inflation de sa matière première. Il en résulte un coût du capital plus élevé, une activité économique moindre et, en fin de compte, des bénéfices plus faibles. Nous voyons déjà les signes de cette progression. Quelques mois seulement après la première hausse de taux post-pandémique de la Fed, la croissance trimestrielle annualisée de l'agrégat monétaire large aux États-Unis était devenue négative. En mars 2023, elle était de -9,4 %.

Figure 2 : Taux des fonds fédéraux et variation de la masse monétaire américaine au sens large

La masse monétaire américaine a tendance à réagir assez rapidement à la première hausse de taux d'un cycle de resserrement, la baisse actuelle étant amplifiée par le programme de réduction du bilan de la Fed.



Source : Bloomberg, au 31 mai 2023. M2 est une mesure de la monnaie au sens large qui inclut la monnaie détenue par le public et d'autres catégories, telles que les dépôts à vue et les comptes du marché monétaire, qui peuvent être rapidement convertis en espèces.

Même après 15 mois de resserrement, l'économie mondiale se montre résistante. Nous pensons que la récession la plus attendue de l'histoire est toujours en cours, même si elle est légèrement retardée. Plusieurs facteurs y ont contribué, notamment l'ampleur des liquidités créées pendant la pandémie et un marché du travail américain étonnamment tendu.

Il ne faut toutefois pas oublier que le marché n'a pas l'habitude de naviguer dans une récession ordinaire, les deux derniers ralentissements ayant été déclenchés par une bulle immobilière gargantuesque et une pandémie mondiale. Il faut remonter à 2001 pour trouver l'exemple le plus récent d'une récession due aux taux d'intérêt et à une surcapacité. Cet épisode a montré que, contrairement à la contraction rapide provoquée par des événements historiques, le resserrement monétaire prend du temps. Alors que les hausses de taux ne sont peut-être pas terminées aux États-Unis et qu'elles se poursuivront probablement dans d'autres régions, les investisseurs doivent reconnaître que, tôt ou tard, les conséquences économiques inévitables d'une réduction des liquidités ne pourront pas être évitées.

Le grondement des marchés

Les prévisions de bénéfices ont commencé à réagir à la diminution de la masse monétaire, mais, à l'instar de la croissance économique, à un rythme plus lent que prévu. À la mi-mai, les estimations de bénéfices pour l'année 2023 de l'indice S&P 500 et de l'indice MSCI World avaient chuté de 12 % et 8 %, respectivement. Compte tenu de l'anticipation de nouvelles hausses de taux et du resserrement des conditions de crédit, nous nous attendons à ce que les prévisions de bénéfices diminuent encore.

La résistance des actions face au resserrement monétaire est la marque d'une tendance que l'on observe souvent à ce stade du cycle : La complaisance. Ce comportement est alimenté par l'expansion des multiples enregistrée depuis le début de l'année par les grandes entreprises technologiques et les valeurs Internet. Dans une certaine mesure, il s'agit d'un revirement par rapport aux pertes subies l'année dernière par les actions, qui étaient dues à la compression des multiples des valeurs de croissance séculaires dans le sillage d'un taux d'actualisation plus élevé. La faiblesse économique favorise généralement les valeurs de croissance, car les investisseurs recherchent la croissance des bénéfices là où ils peuvent la trouver, mais la domination actuelle des méga-capitalisations technologiques dans les indices boursiers confère un vernis de stabilité tout en dissimulant une faiblesse latente.

Nous pensons que la déconnexion entre l'expansion globale des multiples et le ralentissement de l'économie atteindra son paroxysme lorsque les investisseurs cesseront d'évaluer la reprise en fonction d'une récession qui n'a pas encore eu lieu. Une capitulation dans les attentes en matière de bénéfices - achevant ce qui pourrait être une baisse de 20 %, du pic au creux - déclencherait probablement une vague de compression des multiples, les investisseurs se débarrassant du risque. En chiffrant ces scénarios, une nouvelle baisse de 10 % des bénéfices couplée à une compression de 10 % des ratios cours/bénéfice (P/E) se traduirait par un marché baissier.

Rester investi, mais sur la défensive

Une succession rapide de creux dans les bénéfices et les multiples représente également une opportunité pour les investisseurs à long terme. Comme nous l'avons indiqué en décembre, bien que nous nous attendions à une récession des bénéfices, nous pensons que l'économie américaine et mondiale repose sur des bases suffisamment solides pour éviter un ralentissement profond et prolongé. Nous pensons plutôt que l'économie est confrontée à un ajustement de milieu ou de fin de cycle, caractérisé par une croissance plate ou légèrement négative. Il est important de noter qu'après la hausse des taux de 2022, la Fed et les autres banques centrales ont désormais la possibilité de faire marche arrière et d'assouplir leur politique monétaire si un scénario économique plus défavorable que prévu se mettait en place.

Dans ces conditions, nous pensons qu'il est temps de rester investi, mais en conservant une position défensive jusqu'à ce que la prochaine étape du cycle soit plus claire. Les actions de qualité constituent la destination privilégiée pour surmonter cette incertitude, car leurs bilans sains et leurs flux de trésorerie réguliers devraient les mettre à l'abri des risques de baisse imprévus. Les actions présentant ces caractéristiques offrent également aux investisseurs la possibilité de participer aux gains du marché si la croissance économique dépasse les attentes. Conformément à la tendance de l'ère des pandémies, bon nombre des plus grandes valeurs technologiques et Internet répondent également à ces critères défensifs. À l'inverse, l'exposition aux secteurs hautement cycliques et aux entreprises surendettées doit être réduite au minimum.

Graphique 3 : Rendements des facteurs d'actions entre les pics et les creux lors des récessions récentes

La qualité a tendance à surperformer en cas de baisse des marchés, et bien que les valeurs de rendement aient perdu moins que les marchés en baisse en 2022 et que la croissance ait mené la danse en 2023, nous pensons que les valeurs de qualité auront l'occasion de se montrer les plus résistantes alors que les effets du resserrement monétaire continuent de se faire sentir.

| Event | Peak | Trough | Value | Growth | Quality | Momentum | Minimum Volatility |
|-------------------------|---------------|---------------|--------|--------|---------|----------|--------------------|
| Tech Bubble & 9/11 | March 2001 | November 2001 | -7.3% | -2.9% | 1.6% | -9.1% | -1.7% |
| Global Financial Crisis | December 2007 | June 2009 | -38.3% | -35.8% | -28.2% | -44.0% | -29.2% |
| Covid-19 Pandemic | Feb 2020 | April 2020 | -9.5% | 1.5% | 1.5% | -1.0% | -3.4% |
| Recent Peak - Present | Jan 2022 | 31 May 2023 | -8.3% | -15.2% | -10.7% | -20.6% | -9.2% |

Source : Bureau d'analyse économique, Janus Henderson Investors. Rendements entre le sommet et le creux mesurés sur les composantes factorielles de l'indice MSCI World.

Compte tenu de la lenteur de cette phase du cycle, nous n'en sommes pas encore au point où nous conseillerions aux investisseurs de regarder de l'autre côté et de positionner leurs portefeuilles en vue d'une reprise. Le moment viendra d'augmenter l'exposition aux petites capitalisations et aux secteurs cycliques comme l'énergie, mais d'ici là, la qualité et la défense restent les tactiques les plus prudentes.

Face à un ralentissement, il est important de se rappeler que la machine à profits des actions mondiales n'est pas en panne. Cependant, les bénéfices resteront toujours sensibles aux inévitables cycles économiques. Les investisseurs doivent conserver une vision à long terme et consulter leurs manuels pour savoir comment naviguer dans les cycles économiques dans un monde où les taux d'intérêt ne sont pas nuls.

Information importante

L'investissement de type croissance et l'investissement de type valeur présentent chacun des risques et des possibilités de gains qui leur sont propres et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valeurs de croissance sont soumises à un risque accru de perte et de volatilité des prix et peuvent ne pas réaliser leur potentiel de croissance perçu. Les actions de valeur peuvent continuer à être sous-évaluées par le marché pendant de longues périodes et peuvent ne pas s'apprécier dans la mesure attendue.

Les actions sont soumises à des risques, y compris le risque de marché. Les rendements fluctuent en fonction de l'émetteur et des développements politiques et économiques.

Ces opinions sont celles de l'auteur au moment de la publication et peuvent différer de celles d'autres personnes/équipes de Janus Henderson Investors. Les références faites à des titres individuels ne constituent pas une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur de marché, et ne doivent pas être considérées comme rentables. Janus Henderson Investors, son conseiller affilié ou ses employés peuvent avoir une position dans les titres mentionnés.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter et il se peut que vous ne récupériez pas le montant initialement investi.

Les informations contenues dans cet article ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Communication marketing.

Informations presse

Aurore Cantot

Consultante Senior - SHAN

M +33 6 09 96 00 70

E aurore.cantot@shan.fr

Claire Hilbert

Consultante - SHAN

M +33 6 15 80 91 30

E claire.hilbert@shan.fr

A propos

Janus Henderson Group est un gestionnaire d'actifs de premier plan et d'envergure internationale qui propose une gestion active. Il se consacre à aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs financiers à long terme grâce à une large gamme de solutions d'investissement, notamment les actions, les titres obligataires, les stratégies multi-actifs et les stratégies alternatives.

Au 31 mars 2023, Janus Henderson comptait environ 311 milliards USD d'actifs sous gestion, plus de 2000 collaborateurs et des bureaux dans 24 villes du monde entier. Basée à Londres, la société est cotée au NYSE et à l'ASX.

Source : Janus Henderson Group plc

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services de gestion sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes : (a) en Europe, par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (906 355), Henderson Investment Funds Limited (2 678 531), Henderson Equity Partners Limited (2 606 646) — (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (B22848, sise 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) aux États-Unis, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. (c) Au Canada, par Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions. (d) à Singapour, par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (199 700 782N). Cette annonce ou publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. (e) à Hong Kong par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Ce document n'a pas été vérifié par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. (f) à Taiwan R.O.C. par Janus Henderson Investors Taiwan Limited (société indépendante), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tél : (02) 8101-1001. Licence SICE approuvée numéro 023, délivrée en 2018 par la Commission de surveillance financière. (g) au Japon, par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par l'Agence des services financiers et enregistré en tant que société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement et d'intermédiaire et des activités de type II dans le domaine des instruments financiers. h) en Australie, par Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) et ses personnes morales liées, notamment Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) et Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268). Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Alphagen, VelocityShares, Knowledge Shared, Knowledge. Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.

