

Arguments en faveur d'une gestion active des actions américaines

Équipe Mackenzie Bluewater

Résumé

- La concentration actuelle du marché au sein de titres technologiques à très grande capitalisation a présenté un contexte très difficile pour les gestionnaires actifs.
- La combinaison d'une concentration plus élevée dans les indices de référence et d'un risque plus important présenté par les sociétés qui composent cette concentration fait en sorte que le moment est particulièrement mal choisi pour s'appuyer uniquement sur des stratégies passives.
- Les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière ont accusé un rendement nettement inférieur à celui des indices équipondérés pendant des replis marqués du marché comme en 2000 et en 2008.
- L'approche Bluewater demeure axée sur la détention de sociétés durables et dotées d'avantages concurrentiels avec des flux de trésorerie disponibles sous-jacents qui peuvent surpasser le marché à long terme. Cela se traduit par un portefeuille d'actions diversifié et comportant une part active élevée qui présente des caractéristiques favorables en termes de capitalisation à long terme, mais d'une manière plus diversifiée que la structure actuelle du marché.
- La décision d'adopter une « gestion active plutôt que passive » sur le marché américain nécessite la prise en compte de ces nuances uniques de structure du marché, de la volatilité et du risque sous-jacent, puisque le véritable risque sous-jacent se définit le mieux comme une « dépréciation permanente du capital du client », ce qui est d'une importance capitale dans la philosophie de placement de Bluewater.



L'établissement des répartitions entre la gestion active et passive suppose de tenir compte de plusieurs facteurs clés qui peuvent avoir une grande incidence sur les résultats de placement, les plus importants étant le risque et la concentration. Alors que les deux dernières années ont été le théâtre de rendements boursiers exceptionnellement robustes, la combinaison d'une concentration plus élevée dans les indices de référence et d'un risque plus important présenté par les sociétés qui composent cette concentration fait en sorte que le moment est particulièrement mal choisi pour s'appuyer uniquement sur des stratégies de placement passives.

Atténuation du risque

Une gestion active suppose de prendre une position dans une société en fonction des évaluations fondamentales de la durabilité de la croissance des flux de trésorerie disponibles, des attributs du bilan et de la valorisation entre autres critères, ce qui peut atténuer le risque idiosyncrasique et fournir une protection contre les baisses pendant d'importants replis du marché. En outre, les gestionnaires actifs disposent de la souplesse pour ajuster leurs portefeuilles en fonction des conditions du marché, offrant une atténuation du risque que ne procurent pas les stratégies passives, comme la diversification (en termes de modèles d'affaires et d'exposition) et la capacité de liquider des positions rapidement lorsque les risques augmentent (permettant potentiellement d'éviter des conditions euphoriques dans lesquelles certaines sociétés peuvent devenir une grande part de l'indice de référence). Cette capacité peut protéger les investisseurs dans des conditions de marché volatiles et dans l'éventualité de dislocations économiques (ce qui entraînerait une baisse de la confiance).

La concentration est en hausse

Au cours de la dernière décennie, nous avons assisté à une augmentation drastique de la concentration du marché boursier. La pondération des 10 plus importantes actions dans le S&P 500 est passée de 17 % en 2014 à 36 % aujourd'hui.* Alors que ce type de concentration n'est pas chose nouvelle, il représente le niveau le plus élevé de concentration depuis les années 1960 et est supérieur à la dernière poussée de concentration constatée aux États-Unis en 1999.

Afin d'illustrer plus en détail ce niveau de concentration, voici quelques statistiques :

- La pire année en plus de 20 ans pour les indices équipondérés par rapport aux indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière a été 2023.
- En 2023, les Sept magnifiques ont contribué à hauteur de 65 % au rendement du S&P 500. Trois titres (MSFT, AAPL et NVDA) ont compté pour 37 % du rendement de l'indice de référence, avec Nvidia en hausse de 239 % rien qu'en 2023.
- Cette tendance s'est maintenue en 2024, et le niveau de concentration a continué de se rétrécir autour d'un titre spécifique (Nvidia) qui s'est apprécié de ~200 % depuis le début de l'année après une hausse de 230 % en 2023.
- Nvidia a progressé depuis une pondération de 1,1 % dans l'indice S&P 500 en décembre 2022 pour atteindre 6,5 %.*
- Avant l'émergence du thème de l'intelligence artificielle en 2023, les 10 principaux titres dans le S&P 500 incluaient des sociétés à bêta moins élevé comme Johnson & Johnson, United Health, Exxon et JPMorgan. Au cours des deux dernières années, ces sociétés ont été remplacées par d'autres comme META, Tesla, Nvidia et Broadcom; des sociétés qui historiquement ont affiché une volatilité et un bêta beaucoup plus élevés. Cela signifie non seulement que le marché est devenu plus concentré après des rendements particulièrement robustes, mais aussi que la composition des 10 plus importantes sociétés présente maintenant un plus grand risque de marché.

* Au 30 septembre 2024.



FIGURE 1 : DIX PLUS IMPORTANTES PONDÉRATIONS ET BÊTA LES PLUS ÉLEVÉS DU S&P 500

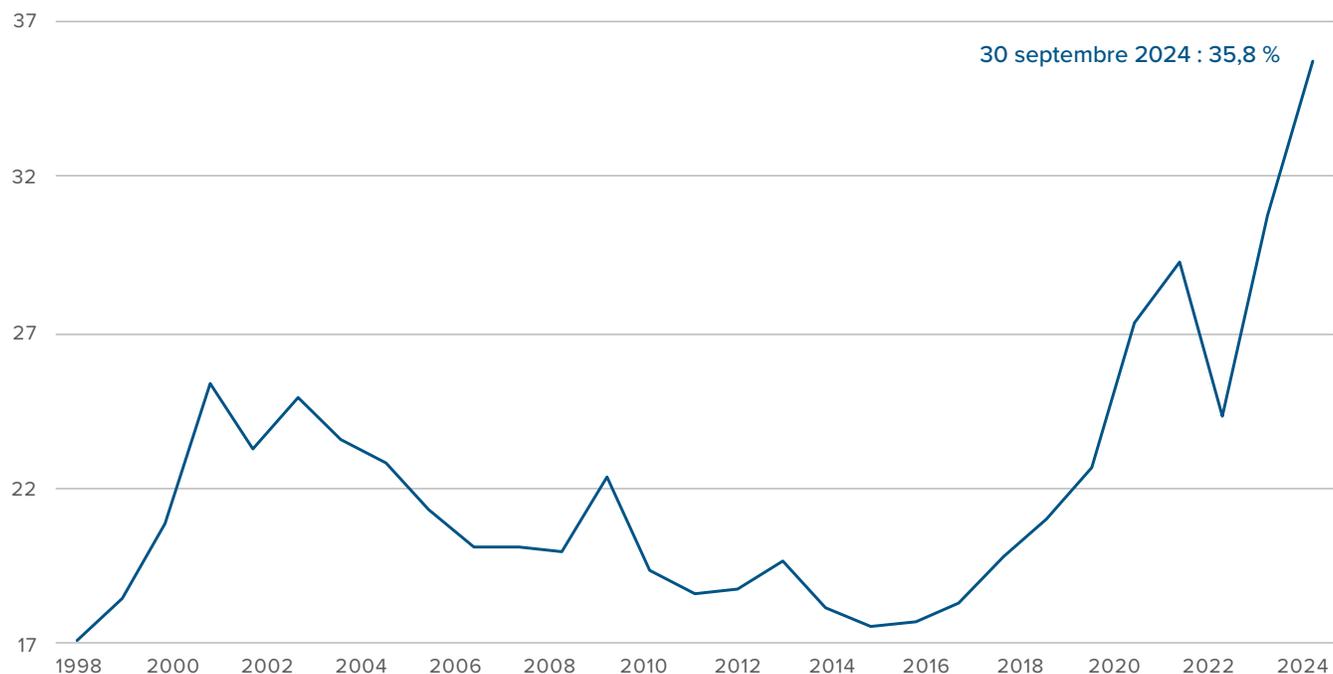
(31 déc. 2022 c. 30 sept. 2024)

31 déc. 2022	Pondération	Bêta
AAPL	6,0 %	1,16
MSFT	5,6 %	1,10
GOOG	3,1 %	1,25
AMZN	2,3 %	1,18
BRK/B	1,7 %	0,08
UNH	1,5 %	0,72
JNJ	1,4 %	0,56
XOM	1,4 %	0,78
JPM	1,2 %	0,98
NVDA	1,1 %	1,67
TOP 10	25,5 %	

30 sept. 2024	Pondération	Bêta
AAPL	7,3 %	1,06
MSFT	6,6 %	1,05
NVDA	6,1 %	1,85
AMZN	3,6 %	1,26
GOOG	3,6 %	1,11
META	2,6 %	1,22
BRK/B	1,7 %	0,70
AVGO	1,6 %	1,74
TSLA	1,5 %	1,86
LLY	1,4 %	0,75
TOP 10	36,0 %	

PONDÉRATION DES 10 PLUS IMPORTANTES ACTIONS DU S&P 500

% de la capitalisation boursière du S&P 500





Pondération en fonction de la capitalisation boursière c. équipondération

Le contexte actuel du marché a poussé nombre d'investisseurs à remettre en question les mérites de la gestion active, particulièrement compte tenu du rendement robuste des indices boursiers. Cette remise en question est compréhensible, puisque le S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière a dégagé des rendements exceptionnels, découlant en grande partie d'un petit groupe de sociétés technologiques à très grande capitalisation.

Une manière utile d'analyser le contexte pour une gestion active est de comparer la performance du S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière (SPX) à sa contrepartie équipondérée (SPW). L'indice équipondéré attribue une même importance aux 500 actions qui le composent, permettant de comprendre comment l'action « moyenne » se comporte par rapport à l'indice traditionnel.

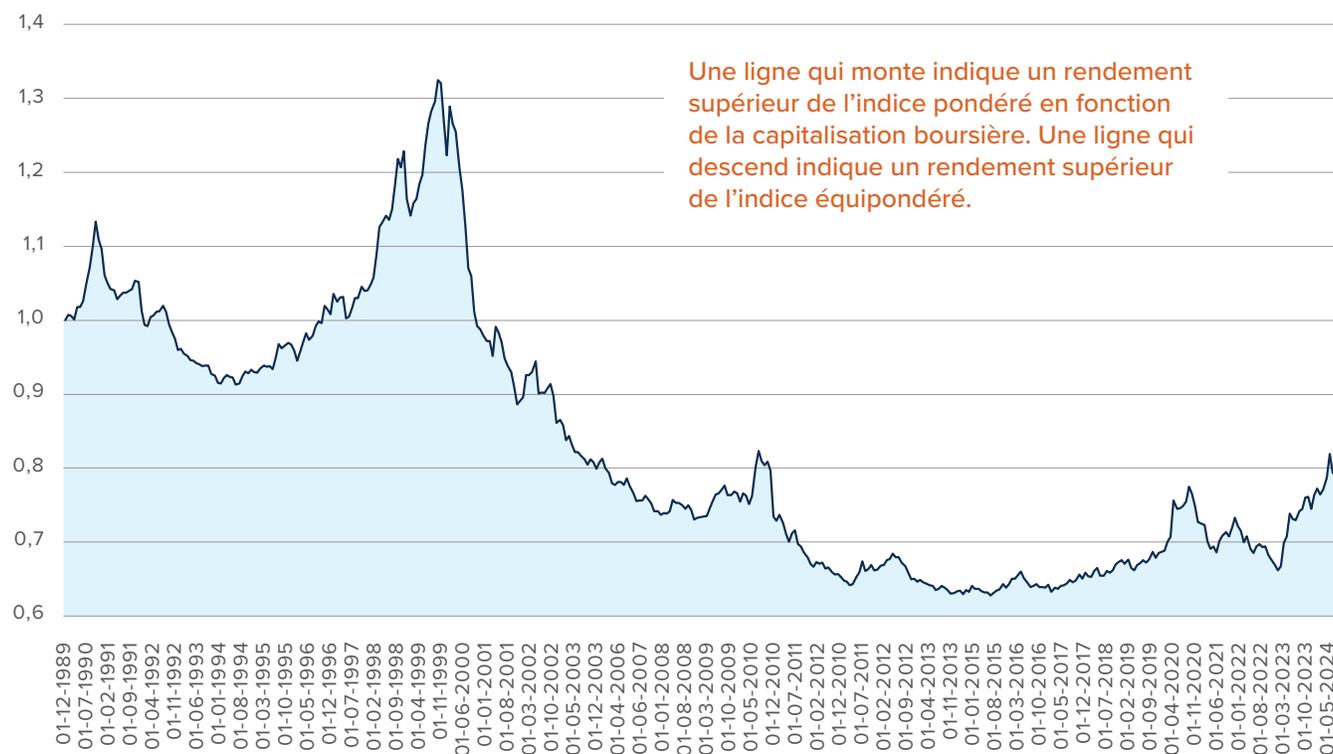
Les marchés qui font montre d'une participation plus large, où l'action moyenne se comporte bien par rapport aux sociétés les plus importantes, offrent habituellement un contexte plus favorable pour les gestionnaires actifs, particulièrement ceux qui conservent une part active élevée. Ce contexte présente une meilleure occasion de sélection des actions dans le spectre des capitalisations boursières.

Comme l'illustrent la figure 2 et la figure 3, au début de 2023, avec l'émergence de l'intelligence artificielle et plus particulièrement une performance robuste du leader sectoriel Nvidia et autres baromètres technologiques, il y a eu une distinction claire entre l'« indice S&P pondéré en fonction de la capitalisation boursière » et l'« indice S&P équipondéré », le premier affichant un rendement supérieur.

Points à retenir :

- Le marché a connu plusieurs cycles pluriannuels pendant lesquels soit une approche de pondération en fonction de la capitalisation boursière soit de pondération égale a dominé.
- Ces cycles peuvent persister pendant de longues périodes, mais habituellement, s'inversent lorsque la concentration du marché atteint des niveaux extrêmes.
- Cette divergence a été particulièrement prononcée au cours des deux dernières années. Bien que la durée de ce cycle reste relativement courte selon les normes historiques, la différence en termes de rendements annualisés est l'une des plus élevées observée depuis que l'indice équipondéré a été lancé en 1989.
- Le degré d'optimisme actuel du marché, particulièrement à l'égard d'industries et de sociétés particulières, est semblable à celui de périodes antérieures ayant précédé des revirements importants au sein du leadership du marché. Bien qu'il soit difficile de prévoir de telles transitions, le maintien d'une exposition à des gestionnaires actifs chevronnés peut fournir d'importants avantages de diversification du portefeuille lorsque les dynamiques du marché changent.

**FIGURE 2 : SPX (PONDÉRÉ EN FONCTION DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE)
C. SPW (ÉQUIPONDÉRÉ)**



Sources : Bloomberg, Factset.

FIGURE 3 : SPX C. SPW

Début	Fin	Mois	Rendement total			Rendement total annualisé		
			SPX	SPW	Diff.	SPX	SPW	Diff.
Déc. 89	Oct. 90	11	-11,5	-24,1	12,6	-13,6	-28,1	14,5
Oct. 90	Août 94	46	75,6	94,2	-18,6	15,8	18,9	-3,1
Août 94	Févr. 00	66	218,9	98,1	120,7	23,5	13,2	10,2
Févr. 00	Févr. 07	85	15,5	86,7	-71,2	2,1	9,3	-7,2
Févr. 07	Nov. 08	21	-33,9	-43,5	9,6	-21,0	-27,8	6,8
Nov. 08	Mars 15	76	164,5	233,4	-68,9	16,6	20,9	-4,3
Mars 15	Août 20	65	88,9	52,9	36,0	12,4	8,1	4,3
Août 20	Janv. 23	29	20,8	42,2	-21,4	8,1	15,7	-7,6
Janv. 23	Oct. 24	22	43,7	20,1	23,6	23,0	11,0	12,0

La couleur verte indique un rendement supérieur de l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière, et la couleur rouge, un rendement supérieur de l'indice équipondéré.

Sources : Bloomberg, Factset.



Conclusion

La concentration actuelle du marché au sein de titres technologiques à très grande capitalisation a présenté un contexte très difficile pour les gestionnaires actifs. L'approche Bluewater demeure axée sur la détention de sociétés durables et dotées d'avantages concurrentiels avec des flux de trésorerie disponibles sous-jacents qui peuvent surpasser le marché à long terme, se traduisant par un portefeuille d'actions diversifié comportant une part active élevée qui présente des caractéristiques favorables en termes de capitalisation à long terme, mais d'une manière plus diversifiée que la structure actuelle du marché.

Bien que prédire un plafond éventuel à l'égard de ces titres, comme Nvidia, soit extrêmement difficile, l'histoire nous a enseigné que l'extrapolation des taux de croissance actuels, particulièrement dans le secteur de la technologie, n'est jamais

linéaire, et lorsque cela se normalise (souvent rapidement ou de manière inattendue), le niveau de concentration peut s'inverser alors que les rendements deviennent plus généralisés. Ces périodes de transition présentent habituellement d'importantes occasions pour les gestionnaires actifs qui respectent une discipline en matière d'approche de placement, donnant lieu à un important vent favorable pour le style de placement de Bluewater.

La décision d'une « gestion active plutôt que passive » sur le marché américain doit tenir compte de ces nuances uniques de structure du marché, de la volatilité et du risque sous-jacent, puisque le véritable risque sous-jacent se définit le mieux comme une « dépréciation permanente du capital du client », ce qui est d'une importance capitale dans la philosophie de placement de Bluewater.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent au rendement annuel composé historique total au 30 septembre 2024 et tiennent compte des variations de la valeur unitaire et du réinvestissement de toutes les distributions. Ils ne tiennent pas compte des frais d'acquisition, de rachat, de distribution ou facultatifs ni des impôts sur le revenu payables par tout(e) porteur ou porteuse de titres et qui auraient réduit le rendement. Les fonds communs ne sont pas des placements garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs et investisseuses dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice. Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Ce commentaire pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont par leur nature assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses pouvant donner lieu à des écarts significatifs entre les résultats réels et ceux qui sont exprimés dans les présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les modifications des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée aux renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu dans les présentes n'est valable qu'au 30 septembre 2024. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou pour d'autres raisons.

© 2024 Placements Mackenzie. Tous droits réservés.