

La concentration au sein d'un indice ne dure pas éternellement

Auteur



Robert M. Almeida
Gestionnaire de portefeuille et
stratégie en placements mondiaux

En résumé

- La concentration actuelle d'un indice reflète la concentration des bénéfices et le fait que les investisseurs pensent qu'elle va durer – et non les flux passifs.
- La concurrence finit par réduire les rendements et élargir la capacité à générer d'importants bénéfices à un plus grand nombre de sociétés.
- L'IA peut accélérer ce processus en réduisant les barrières à l'entrée et en permettant l'arrivée de nouveaux concurrents.

Les indices reflètent un classement des sociétés en fonction de leurs bénéfices

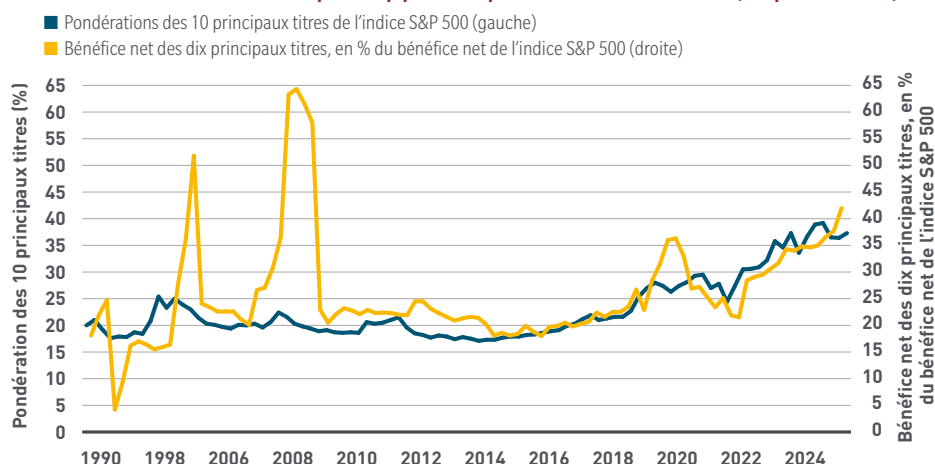
J'entends souvent dire que la concentration actuelle des indices est une conséquence de la pondération en fonction de la capitalisation boursière et de la croissance des placements passifs. Ce raisonnement confond le mécanisme qui enregistre la concentration et les facteurs économiques qui la créent.

La concentration d'un indice commence dans l'économie réelle. Quelques de sociétés génèrent une part disproportionnée des bénéfices et des flux de trésorerie disponibles. Les investisseurs attribuent ensuite une prime de valorisation à ces bénéfices parce qu'ils s'attendent à ce que la croissance et le rendement du capital demeurent supérieurs. Ce n'est qu'à ce moment qu'un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière devient concentré.

En d'autres termes, la concentration de la capitalisation boursière reflète deux choses : la concentration des bénéfices et la valorisation que les investisseurs attribuent à la durée prévue de ces bénéfices.

Comme le montre la figure 1, la capitalisation boursière totale des dix plus grandes sociétés de l'indice S&P 500 a généralement évolué proportionnellement aux bénéfices de ces mêmes sociétés.

Figure 1 : Dix principaux titres de l'indice S&P 500 Pondérations dans l'indice par rapport et part du bénéfice net (depuis 1990)



Source : Bloomberg. Données annuelles du 31 décembre 1990 au 31 décembre 2006; données trimestrielles du 31 mars 2007 au 20 août 2026. La part du bénéfice net est calculée en fonction du bénéfice net annuel de 1990 à 2005 et du bénéfice net des 12 derniers mois à partir de 2006.

Remarque : La part du bénéfice net peut fortement augmenter lorsque le bénéfice total de l'indice connaît une baisse marquée.



La fin des années 1990 nous donne des renseignements intéressants. La concentration a fortement augmenté à des moments où les placements passifs étaient beaucoup moins répandus qu'aujourd'hui. Les facteurs présents à la fois à cette époque et actuellement sont la concentration des bénéfices et l'optimisme que ces derniers devraient durer, et non un instrument de placement en particulier.

La concentration de la capitalisation boursière peut aussi diverger de la concentration des bénéfices, si les investisseurs s'attendent à ce que les bénéfices durent plus ou moins longtemps et s'ils modifient la valorisation qu'ils attribuent à ces bénéfices. À la fin des années 1990, la concentration de la capitalisation boursière a brièvement devancé la concentration des bénéfices; actuellement, les deux sont plus étroitement corrélées. La question est de savoir combien de temps les sociétés vont continuer de générer de tels bénéfices.

Les flux passifs peuvent consolider les pondérations existantes, mais ils ne créent pas de demande, de pouvoir de fixation des prix, de marges ou de rendement du capital investi. Un indice ne détermine pas quelles sociétés vont attirer les clients ni quelles sociétés vont afficher les meilleurs résultats. Il ne fait que refléter les résultats. Si les bénéfices représentent une compétition, l'indice représente le classement.

Qu'est-ce qui finit par diluer la concentration d'un indice?

Le rendement exceptionnel d'une entreprise attire les capitaux et les nouveaux arrivants sur un marché. Le capital augmente l'offre, ce qui donne aux clients plus d'options, exerce des pressions sur les prix et force les chefs de file à dépenser davantage pour défendre leur position. À un moment donné, le rendement du nouveau capital investi diminue, même si le rendement des actifs existants demeure élevé pendant un certain temps.

C'est le cycle du capital, que nous avons souvent décrit ces dernières années. Les chemins de fer et les télécommunications ont transformé l'économie, mais les investissements et la concurrence qu'ils ont attirés ont fini par créer une capacité excédentaire et diluer les rendements. La technologie a été une réelle invention durable, mais l'hypothèse selon laquelle les bénéfices colossaux demeureraient concentrés indéfiniment s'est avérée moins durable.

Pour diluer la concentration, il n'est pas nécessaire que les plus grandes sociétés disparaissent ou arrêtent de se développer. Il suffit que leurs bénéfices ralentissent, qu'elles dépensent davantage pour défendre leur position (comme c'est le cas actuellement), que leurs nouveaux investissements génèrent un rendement plus faible (ce qui est également d'actualité) ou que les investisseurs leur attribuent une valorisation plus faible (ce qui se produit déjà) parce qu'ils ont réduit la durée prévue de leurs avantages concurrentiels.

La concentration n'est pas diluée parce qu'elle est élevée. La dilution survient lorsque le contexte concurrentiel change.

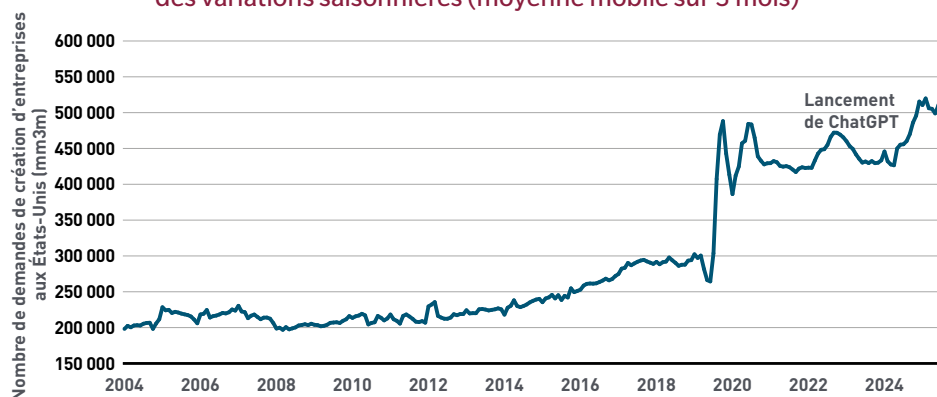
L'IA accélère le cycle

L'intelligence artificielle (IA) accélère ce changement. Les investisseurs se sont concentrés sur ce que l'IA peut faire pour les chefs de file d'aujourd'hui, mais ils sous-estiment peut-être le fait qu'elle permet aux concurrents de demain de gagner du terrain.

L'IA réduit la taille minimale nécessaire pour démarrer et exploiter une entreprise. Les ressources offertes autrefois par de grandes sociétés, qui nécessitaient un effectif stable, la recherche, le codage, le marketing, le service à la clientèle et l'administration, peuvent de plus en plus être louées ou automatisées. L'IA ne garantit pas la réussite d'une nouvelle entreprise, mais elle réduit le coût nécessaire pour se lancer sur un marché. Nous assistons à une forte augmentation des entreprises qui essayent de percer.



Figure 2 : Demandes de création d'entreprises aux États-Unis, données corrigées des variations saisonnières (moyenne mobile sur 3 mois)



Source : Bloomberg. Données mensuelles du 31 octobre 2004 au 31 juillet 2026. mm3m = moyenne mobile sur 3 mois.

Il vaut donc la peine de surveiller la hausse des demandes de démarrage de nouvelles entreprises aux États-Unis. Même si une demande n'est pas une entreprise fonctionnelle et que rien ne prouve que l'IA est à l'origine de cette augmentation, la tendance est compatible avec la diminution des obstacles à la création d'une entreprise et remet en question les sources de bénéfices bien établies.

Les indices incluent en premier les sociétés qui génèrent d'importants bénéfices

Il est important de noter que de nombreuses sociétés qui s'attaquent aux sources de bénéfices des chefs de file d'aujourd'hui demeurent privées. L'indice peut donc inclure le chef de file qui génère les bénéfices et lui attribuer une pondération élevée pendant des années avant d'inclure la société qui menace les bénéfices du chef de file.

Il est possible que la menace ne vienne pas d'une seule société. Plusieurs petits concurrents peuvent ensemble fragmenter le marché d'un chef de file, exercer des pressions sur les prix et transférer une partie du surplus aux clients. La valeur économique peut augmenter, tandis que la part des chefs de file actuels diminue dans l'indice.

Ce ne sont pas tous les avantages concurrentiels qui s'affaiblissent. Comme nous l'avons souligné dans plusieurs de nos articles parus dans la *Tribune du stratège* cette année, les données exclusives, les flux de travail fiables, les systèmes réglementés, la distribution et les relations avec les clients pourraient apporter plus de valeur à mesure que l'IA gagne du terrain. Les occasions résident dans la distinction entre les sociétés dont les avantages se renforcent et celles dont le rendement s'avère moins durable que ce que les investisseurs avaient prévu.

La question fondamentale n'est pas de savoir quelles sociétés adopteront l'IA. Presque toutes le feront, et les gagnants auront la bonne combinaison de capital humain et de capacités internes en IA. Il s'agit de déterminer quelles hypothèses de croissance, de marge et de rendement des sociétés demeurent raisonnables dans un monde où les coûts augmentent et où la concurrence s'intensifie.

De nombreux portefeuilles gérés de façon active sous-pondèrent les plus grandes sociétés par rapport à l'indice. Les gestionnaires de ces portefeuilles n'ont pas nécessairement une aversion aux sociétés de grandes tailles, mais ils sont réticents à supposer que la rentabilité extraordinaire de ces sociétés persistera indéfiniment. Ce processus rigoureux peut nuire au rendement lorsque la concentration des bénéfices et de l'indice continue d'augmenter, mais il peut être gagnant lorsque le cycle du capital se modifie, que les rendements diminuent et que les chefs de file du marché changent. Un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière ne s'adapte qu'après la variation des cours, tandis que les gestionnaires actifs peuvent se positionner avant que les changements surviennent. Ils n'ont pas besoin de repérer chacune des sociétés qui s'approprieront une part des bénéfices des chefs de file. Éviter les chefs de file dont la part des bénéfices futurs diminuera pourrait être tout aussi important.

Conclusion

Les flux passifs peuvent amplifier la concentration actuelle d'un indice, mais ils n'ont pas causé la concentration des bénéfices sous-jacente et ne peuvent pas la préserver lorsque la concurrence change les données financières. Comme par le passé, la concurrence, et non les mécanismes d'un indice, déterminera le moment où la concentration actuelle se diluera. Les placements passifs ne font que refléter le résultat. ▲



L'indice S&P 500 mesure l'ensemble du marché boursier américain. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

« 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.

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.

Tous les placements comportent certains risques, notamment la possibilité de perdre le capital investi.

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.

Veuillez 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 Management Association du Japon. 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.