

Évolution de l'intensité capitalistique et arguments en faveur des actions non américaines

Auteur



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

En bref

- L'augmentation de l'intensité capitalistique des marchés développés marque un changement structurel.
- Cela peut combler l'écart d'intensité du capital entre les marchés émergents et les marchés développés.
- Compte tenu du risque de compression des rendements globaux et d'élargissement de la dispersion, nous estimons que les entreprises efficaces en termes de capital, ainsi que la gestion active, devraient gagner en importance.

Les marchés boursiers ont tendance à confondre les résultats et les causes. Lorsque les actions affichent de bons résultats, les investisseurs cherchent des explications comme la croissance économique ou des politiques favorables. Pourtant, au fil du temps, les rendements boursiers ont toujours été liés aux rendements du capital des entreprises, et non au PIB.

Au cours des dernières décennies, les actions des marchés développés, en particulier aux États-Unis, ont surpassé celles des marchés émergents, non pas parce que leurs économies ont connu une croissance plus rapide, mais parce que leurs entreprises ont appris à se développer en utilisant moins de capitaux, leurs bilans ayant diminué par rapport à leurs comptes de résultat. Les logiciels ont remplacé le matériel, la propriété intellectuelle a remplacé les usines et les chaînes d'approvisionnement mondiales ont externalisé l'intensité des actifs.

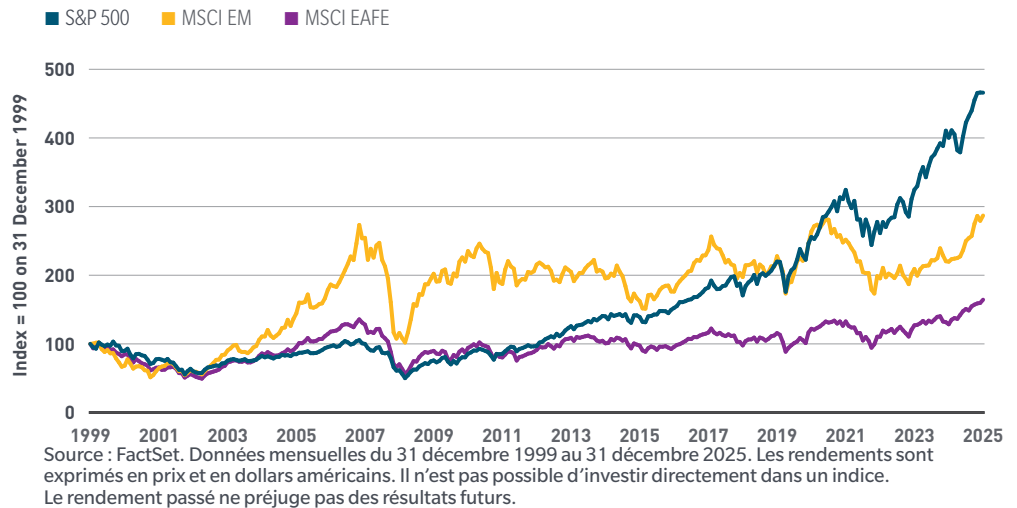
Les entreprises américaines ont montré la voie à cet égard, ce qui s'est traduit par une augmentation forte et durable du rendement du capital investi. Les évaluations ont suivi.

Les marchés émergents ont connu une trajectoire très différente. La croissance était réelle et souvent impressionnante, mais de nombreuses entreprises sur ces marchés étaient très capitalistiques. Les infrastructures, les logements, les capacités de production, etc. nécessitent d'importants investissements initiaux avec de longues périodes de retour sur investissement. Bien que cela ait contribué à la croissance économique, les rendements du capital sont restés modestes par rapport à ceux des entreprises des marchés développés. Les investisseurs qui privilégiaient les actions des marchés émergents par rapport à celles des marchés développés ont appris que la croissance économique seule ne suffit pas à accroître la richesse.



Cette distinction est importante, car les cours boursiers ne réagissent pas isolément à la croissance. Comme le montre la figure 1, les cours boursiers réagissent à l'efficacité avec laquelle le capital est déployé.

Figure 1 : Les marchés efficaces en termes de capital ont ouvert la voie

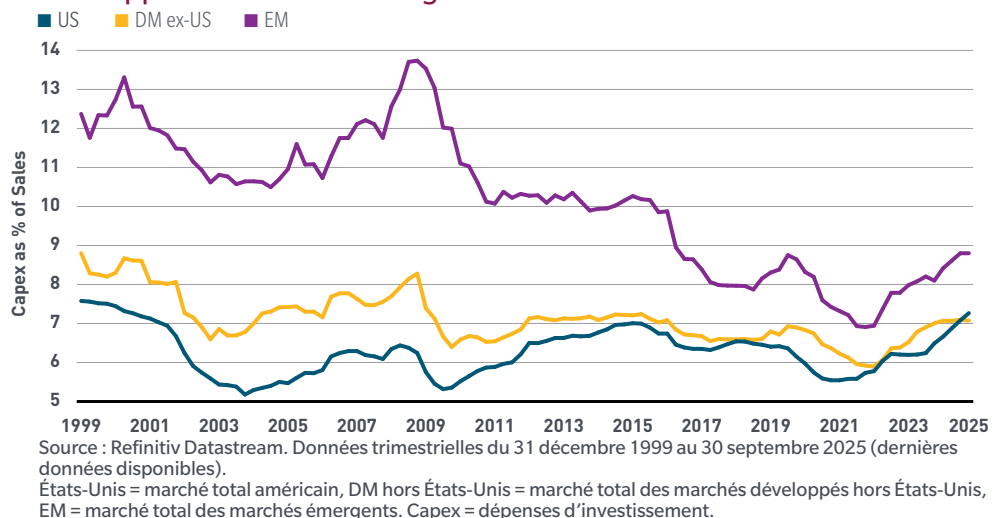


Au cours des 30 dernières années, les marchés développés ont bénéficié d'un avantage structurel à cet égard. Mais cela a peut-être changé.

Un changement dans l'intensité du capital

Au cours des dernières années, l'intensité du capital aux États-Unis a commencé à augmenter. Après avoir réduit leurs investissements pendant des décennies, les entreprises américaines engagent à nouveau des sommes importantes pour soutenir leur croissance. Les infrastructures liées à l'intelligence artificielle (centres de données, fabrication de semi-conducteurs, production d'énergie et redondance de la chaîne d'approvisionnement) nécessitent toutes des investissements initiaux importants et des réinvestissements continus.

Figure 2 : Les dépenses d'investissement dans les marchés développés commencent à augmenter





Ces investissements peuvent être stratégiquement nécessaires et économiquement intéressants, mais du point de vue du cycle du capital, l'augmentation de l'intensité capitalistique a presque toujours entraîné une baisse des rendements marginaux. Lorsque les capitaux affluent vers des occasions attrayantes, la concurrence s'intensifie, la dépréciation augmente et le rendement du prochain dollar investi diminue, même si les rendements des actifs existants restent élevés pendant un certain temps.

Il est important de noter que ce changement intervient alors que la rentabilité et la valorisation sont à un niveau historiquement élevé. Des rendements élevés et des capitaux abondants sont précisément les conditions qui encouragent le surinvestissement, dont les conséquences ont tendance à apparaître d'abord progressivement, puis d'un seul coup.

Nous avons déjà vu cela auparavant.

À la fin des années 1990 et au début des années 2000, les télécommunications étaient considérées comme une technologie transformatrice. Les réseaux à fibre optique promettaient une croissance exponentielle de l'utilisation des données et des modèles commerciaux révolutionnaires. Ce raisonnement était en grande partie juste, mais ce qui s'est avéré désastreux pour les investisseurs, ce n'était pas la technologie en soi, mais plutôt le fait que le montant des capitaux investis, et l'offre qu'il a générée, dépassaient ce que la société pouvait supporter. La morale de l'histoire était que le cycle du capital peut entraîner une offre excédentaire et diluer les rendements.

Le cycle d'investissement actuel, axé sur l'IA, est différent dans ses détails, mais familier dans sa structure. Lorsqu'un thème est suffisamment convaincant pour attirer d'énormes capitaux, l'histoire montre que les rendements futurs sont plus susceptibles d'être décevants que surprenants.

Les entreprises des marchés émergents abordent cette phase à partir d'un point de départ très différent.

Comme indiqué ci-dessus, l'intensité capitalistique dans les marchés émergents est depuis longtemps supérieure à celle des marchés développés. De nombreuses entreprises des marchés émergents opèrent déjà dans des environnements où les capitaux sont rares, les coûts de financement élevés et l'efficacité sous-optimale. Si l'intensité capitalistique a quelque peu augmenté dans les marchés développés, ce qui importe, c'est la réduction séculaire de l'écart entre les entreprises des marchés émergents et celles des marchés développés.

Cela est important car les rendements du capital sont déterminés à la marge. Si les entreprises des marchés développés passent d'un modèle de croissance à faible intensité capitalistique à un modèle plus intensif en capital, tandis que les entreprises des marchés émergents ne deviennent plus progressivement plus capitalistiques, l'écart entre les rendements du capital pourrait se réduire, mais du côté des marchés développés.

Ce qui importe également, c'est ce que les investisseurs ont écarté. L'écart de valorisation entre les actions américaines et celles du reste du monde nous laisse penser que les investisseurs ne tiennent pas compte de l'impact de l'augmentation de l'intensité de capacité aux États-Unis.

Il ne s'agit pas d'un appel à délaisser les actions américaines, ni d'une affirmation selon laquelle les marchés émergents deviendraient soudainement peu gourmands en capitaux. L'argument est que la variation marginale de l'intensité capitalistique détermine la direction du changement, influençant ainsi les primes de risque variables que les investisseurs sont prêts à payer.

Nous pensons que c'est la raison pour laquelle les actions non américaines ont surpassé les actions américaines en 2025 et pourraient continuer à le faire, car le processus d'actualisation pourrait avoir commencé.



Ce qui nous amène au rôle de la gestion active.

Les périodes de hausse de l'intensité capitaliste ont tendance à comprimer les rendements globaux et à accroître la dispersion. Lorsque le capital est bon marché et que les modèles économiques sont peu gourmands en actifs, de nombreuses entreprises peuvent sembler florissantes simultanément. Lorsque le capital devient coûteux et que la croissance nécessite des investissements plus importants, la différence entre les entreprises qui allouent bien leur capital et celles qui ne le font pas devient cruciale.

Les indices de référence ne font pas la distinction entre une utilisation efficace et inefficace du capital. Ils récompensent la taille, pas la discipline. En revanche, les investisseurs actifs peuvent évaluer où le capital est investi, quel est le rendement attendu et dans quelles conditions concurrentielles.

À notre avis, dans un monde où le rendement du capital n'augmente plus uniformément, il est plus important de comprendre la répartition du capital, pas moins. La prochaine phase de rendement des actions ne devrait pas être tirée par une croissance des ratios généralisée. Elle sera motivée par la sélectivité.

Conclusion

L'intensité capitaliste est en hausse. Les rendements du capital s'ajusteront. Et les marchés finiront par refléter cette réalité. L'occasion, pour ceux qui sont prêts à regarder au-delà des discours et à se concentrer sur les mécanismes de création de valeur, réside dans l'identification de ceux qui s'adaptent et de ceux qui ne le font pas. Dans ce contexte, nous pensons que les entreprises non américaines, en particulier celles des marchés émergents, présentent un avantage. ▲

« 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 ») et ont été concédées sous licence pour être utilisées par S&P Dow Jones Indices LLC et sous-licenciées à certaines fins par MFS. Le S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC et a été concédé sous licence à MFS. Les produits de MFS ne sont pas commandités, endossés, vendus ou promus par S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P ou leurs sociétés affiliées respectives, et ni S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, ni leurs sociétés affiliées respectives ne font de déclaration quant à l'occasion d'investir dans ces produits.

Source de données de l'indice : MSCI. MSCI n'offre aucune garantie ni ne fait aucune déclaration, expresse ou implicite, et décline toute responsabilité quant aux données MSCI contenues dans le présent document. Les données MSCI ne peuvent être redistribuées ni utilisées comme base pour d'autres indices ou pour des titres ou produits financiers. Ce rapport n'est ni approuvé, ni révisé, ni produit par MSCI. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

Gardez à l'esprit que tous les placements comportent un certain degré de risque, y compris la perte éventuelle du capital investi.

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur (ou des auteurs) et peuvent être modifiées à tout moment. Ces opinions sont fournies à titre informatif uniquement et ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'achat de titres, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement antérieur n'est pas une garantie des résultats futurs.

DIVULGATION MONDIALE

Sauf indication contraire, les logos et les noms de produits et de services sont des marques de commerce de MFS[®] et de ses sociétés affiliées et peuvent être enregistrés dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** - MFS Investment Management; **Amérique latine** - MFS International Ltd.

Veuillez noter qu'en Europe et en Asie-Pacifique, ce document est destiné à être distribué aux professionnels des placements et à un usage institutionnel seulement. Au Canada, ce document est destiné à une distribution institutionnelle seulement. Au Qatar, ce document est destiné uniquement aux investisseurs avertis et aux personnes très fortunées.

Note aux lecteurs au Canada : Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note aux lecteurs européens britanniques et suisses** : Émis au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (U.K.) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro d'entreprise 03062718, et autorisée et réglementée dans la conduite des activités d'investissement par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. MIL UK, filiale indirecte de MFS[®], a son siège social à One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Note aux lecteurs européens (excluant les lecteurs britanniques et suisses)** : Émis en Europe par MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorisée en vertu de la loi du Luxembourg en tant que société de gestion des Fonds domiciliés au Luxembourg qui fournissent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels et dont le siège social est établi en S.à r.l. 4 Rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document ne doit être diffusé ou distribué à aucune personne autre que des investisseurs professionnels (conformément à la réglementation locale) et ne doit pas être utilisé ou distribué à des personnes lorsque cela serait contraire 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 un numéro de licence australienne de services financiers 485343. MFS Australia est réglementée par l'Australian Securities and Investments Commission.; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée limitée autorisée et réglementée par la Hong Kong Securities and Futures Commission (la « SFC »). MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de courtage en valeurs mobilières et de gestion d'actifs et peut offrir certains services de placement à des « investisseurs professionnels », comme définis dans la Securities and Futures Ordinance (« SFO »); **Pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd., 2801-12, 28^e étage, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une société à responsabilité limitée chinoise enregistrée pour offrir des services de consultation en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est enregistrée en tant qu'exploitant d'instruments financiers auprès du Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, et est membre de la Investment Trust Association, Japan ainsi que de la Japan Investment Advisers Association. Étant donné que les frais de gestion à la charge des investisseurs varient en fonction de circonstances comme les produits, les services, la période de placement et les conditions du marché, le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être divulgués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations du marché et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Les investisseurs doivent obtenir et lire attentivement le prospectus et/ou le document énoncé à l'article 37-3 de la Loi sur les instruments financiers et les opérations de bourse avant d'investir; **pour les lecteurs en Arabie saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exception du DIFC et de l'ADGM)**. Au Qatar, uniquement pour les investisseurs avertis et les personnes très fortunées. **À Bahreïn, pour les institutions de haut niveau uniquement** : Les renseignements contenus dans le présent document sont destinés strictement aux investisseurs professionnels. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétées comme une offre, une invitation ou une proposition d'offre, une recommandation de souscription ou un avis ou une recommandation concernant un produit, un service et/ou une stratégie financiers. Bien que tout ait été mis en œuvre pour garantir l'exactitude des informations contenues dans ce document, nous déclinons toute responsabilité en cas d'erreurs, d'omissions ou d'inexactitudes, ou pour toute action entreprise sur la base de ces informations. La reproduction, la diffusion et l'utilisation de ce document (ou d'une partie de celui-ci) ne sont autorisées qu'avec le consentement de la MFS International U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis à titre informatif seulement. Il n'est pas destiné au grand public et ne doit pas leur être distribué, ni être utilisé par eux. Les informations contenues dans ce document peuvent contenir des déclarations qui ne sont pas purement historiques, mais qui constituent des « déclarations prospectives ». Il s'agit notamment de projections, de prévisions ou d'estimations de revenus. Ces déclarations prospectives reposent sur certaines hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents ou supports pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, nous recommandons de consulter un conseiller financier agréé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique depuis l'étranger. **Afrique du Sud** – Le présent document, ainsi que les renseignements qu'il contient, n'a pas pour objet et ne constitue pas une offre publique de valeurs mobilières en Afrique du Sud et ne doit donc pas être interprété comme tel. Le présent document n'est pas destiné à être distribué au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni la MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés pour la vente publique en Afrique du Sud.