
Envisager les petites capitalisations en période de turbulence

Actions américaines | Octobre 2022



Nicolas Janvier
Head of US Equities, EMOA

- **L'avènement d'un nouvel environnement économique, marqué par la démondialisation, la hausse des prix, des taux et de l'inflation, continuera d'influencer le marché américain**
- **Ce recentrage domestique pourrait offrir des opportunités aux sociétés à faible capitalisation, qui ont historiquement surperformé en période de hausse des taux**
- **Nous n'allons pas cela dit tenter de prédire l'avenir macroéconomique, et préférons nous en tenir à notre processus d'investissement éprouvé**

Les actions américaines ont connu une décennie incroyable, plus de 10 années de mondialisation au cours desquelles les astres se sont parfaitement alignés pour les valeurs phares du S&P 500, la vague technologique profitant en premier lieu aux grosses entreprises de haute qualité telles qu'Amazon, Alphabet, Apple et Microsoft.¹ Et ce n'est pas aux Etats-Unis ni en Europe que l'on a observé la croissance la plus forte, mais bien en Chine et en Inde. Pourtant, ce phénomène résolument mondial a surtout profité aux géants technologiques américains.

Mais ces dernières années, depuis la pandémie et l'éclatement du conflit russo-ukrainien, un nouvel environnement se fait jour. Au menu : démondialisation, hausse des prix, inflation élevée persistante, remontée des taux d'intérêt et récession. Les connexions mondiales qui se sont créées des décennies durant, notamment au niveau des chaînes alimentaires et de l'approvisionnement énergétique en Europe, se fragilisent. L'exemple du gaz russe nous montre aujourd'hui qu'il n'est pas souhaitable de dépendre d'un pays tiers.

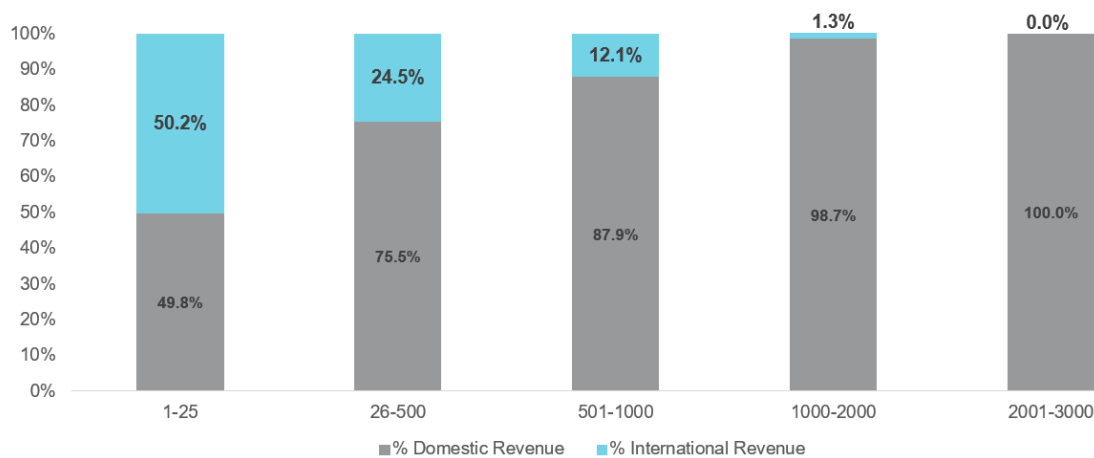
¹ Les références à des actions ou des obligations spécifiques ne sauraient être considérées comme une recommandation d'investissement. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs.

Les Etats-Unis ne semblent pas aussi impactés. Leur sécurité énergétique est relativement assurée par des niveaux de production domestiques élevés, et le pays n'importe pas autant de denrées alimentaires que l'Europe. Certes, les taux augmentent et la récession guette, mais l'économie tient bon. Le consommateur américain dispose d'une solide réserve de pouvoir d'achat, grâce au vaste plan de relance (pas moins de 5.000 milliards de dollars) mis en place pour protéger les ménages et les entreprises du choc économique causé par la pandémie. Cette « tirelire » Covid a fait grimper l'épargne à près de 35% du revenu disponible² et reste fort sollicitée aujourd'hui, preuve que la demande de biens et de services demeure élevée.

Grandes capitalisations vs petites capitalisations

Qu'est-ce que tout cela implique pour les entreprises américaines ? Les grandes capitalisations continueront d'afficher des performances exceptionnelles : Amazon n'est selon nous pas près de voir sa croissance s'interrompre, pas plus que Microsoft et ses services de cloud. Pour les petites entreprises, l'impact d'une tendance à la démondialisation couplée à un recentrage sur le marché intérieur pourrait s'avérer plus significativement positif. Si l'on examine l'exposition aux revenus étrangers en fonction de la taille de la capitalisation boursière, par exemple, il apparaît que les petites capitalisations sont plus largement tournées vers le marché intérieur (Figure 1).

Figure 1 : avantage domestique – revenus médians nationaux et internationaux des entreprises



du Russell 3000 par capitalisation boursière

Source : Raymond James, 12 août 2022

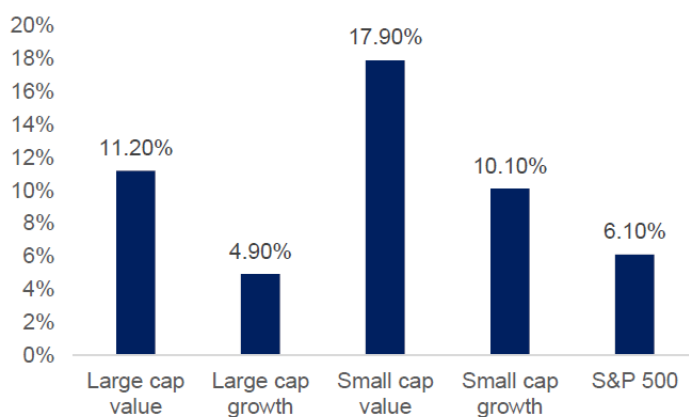
Nous constatons par ailleurs que le dollar reste fort. Dans le sillage de l'envolée récente du billet vert et des baisses respectives de l'euro et de la livre britannique, l'euro a atteint la parité avec le dollar, et ce pour la première fois en 20 ans. La livre n'est quant à elle pas passée très loin. Mais un dollar fort aura également des conséquences sur les bénéfices. Les entreprises américaines qui tirent une part importante de leurs revenus de l'étranger verront en effet leurs profits érodés par la vigueur de la devise une fois leurs revenus en devises étrangères convertis en dollars. Cette problématique concerne essentiellement les grandes capitalisations. Pour les

² Columbia Threadneedle Investments et Bloomberg, 9 septembre 2022

petites entreprises, on attend plutôt l'effet inverse : leur base de revenus reste bonne, dès lors qu'elles réalisent l'essentiel de leur croissance sur le sol américain, mais leur chaîne d'approvisionnement est mondiale. La vigueur du dollar renforce donc quelque peu leur pouvoir d'achat.

Nous avons par ailleurs constaté qu'historiquement, les petites entreprises font généralement moins bien que les grandes capitalisations lorsque les taux d'intérêt baissent, mais mieux que celles-ci dans un contexte de hausse des taux. En 2018³, nous avons démontré que depuis 1962 (date la plus ancienne à laquelle nous disposons de données fiables), le rendement du S&P 500 s'était établi à 6,1%, contre 14% pour les petites entreprises au cours des mois où les taux d'intérêt ont grimpé ; en revanche, lors des mois où les taux d'intérêt avaient baissé, la performance des grandes capitalisations était ressortie à 14,9%, contre 10% pour les petites capitalisations⁴.

Figure 2 : performance annualisée – ensemble des mois où les taux d'intérêt ont augmenté



Source : Hotchkis & Wiley, 2017

Si les petites entreprises surperforment en période de hausse des taux et d'inflation plus normale, c'est généralement parce que l'économie est saine. Il est en revanche plus difficile de dire ce qui se cache derrière une inflation qui culmine à plus de 8%. L'avenir nous le dira.

Commerce et industrie vs consommation

Ce qui est très intéressant, c'est que nous constatons, pour la première fois au cours de ce siècle, une nette distinction en termes de performance et d'expérience entre les différents secteurs, notamment entre les entreprises industrielles/commerciales et les acteurs de la consommation. Les premières, très reliées au cycle industriel, affichent une bonne résilience – elles profitent des tendances à la relocalisation et à l'automatisation, et peinent même à développer leur activité et à embaucher. Le marché de l'emploi américain est très tendu, avec seulement 200.000 nouvelles inscriptions au chômage chaque semaine⁵. La situation est bien différente en revanche pour les entreprises tournées vers les consommateurs. Ces dernières commencent à observer un ralentissement de la demande, qui s'accompagne d'une diminution de leur chiffre d'affaires et de pressions sur leur base de coûts, au niveau des matériaux et très certainement aussi de la main-d'œuvre. Peut-être est-ce là le signe que l'épargne accumulée en temps de Covid commence à fondre. Quoi qu'il en soit, dans la mesure où le consommateur

³ Nicolas Janvier, Les petites entreprises américaines dopées par la hausse des taux, octobre 2018

⁴ Hotchkis & Wiley, 2017

⁵ Columbia Threadneedle Investments et Bloomberg, 9 septembre 2022

représente quelque 70% de l'économie américaine, nous nous attendons à ce que cet écart se réduise à mesure que la frilosité des ménages se fera sentir également sur l'activité industrielle.

Nous voilà donc face à un contexte macroéconomique mouvant, tant sur le plan domestique qu'au niveau mondial. Et aux Etats-Unis, la Réserve fédérale entend relever les taux et les maintenir à un niveau qui, espère-t-elle, permettra de lutter contre l'inflation galopante. Les hausses récentes ont ainsi porté la limite supérieure de la fourchette de taux des fonds fédéraux à 3%-3,25%, un niveau auquel elle pourrait bien se maintenir plus longtemps que prévu. Le *dot plot* des projections de taux de la Fed indique un taux médian de 4,4% pour fin 2022, ce qui augure une nouvelle hausse de 125 points de base lors des deux dernières réunions de l'année, et un taux terminal de 4,6% en 2023⁶.

Notre approche de gestion

Nous n'allons pas tenter de prédire l'avenir macroéconomique. Nous préférons nous en tenir à notre processus d'investissement, qui consiste en une sélection de titres bottom-up fondée sur la recherche. Nos recherches intensives, menées à la fois aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, garantissent une compréhension plus approfondie et nous permettent d'identifier les entreprises qui seront selon nous à même d'améliorer durablement le rendement du capital investi, la rentabilité et la génération de flux de trésorerie disponibles, et qui intègrent dans leurs modèles économiques des considérations d'investissement responsable. Ces entreprises seront en effet bien placées pour surperformer tout au long du cycle de marché. Rien de tel que des portefeuilles axés sur les meilleures idées en matière d'actions pour traverser des marchés agités et produire de façon régulière de solides rendements corrigés du risque.

⁶ Bloomberg, octobre 2022



Informations importantes

Document exclusivement réservé aux clients professionnels et/ou investisseurs équivalents dans votre pays (non destiné aux particuliers). La présente communication a été rédigée à des fins promotionnelles. La mention d'un titre ne constitue en aucun cas une recommandation d'investissement.

Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un quelconque titre ou autre instrument financier, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. **Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques.** Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les **investissements internationaux** impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. **Les titres auxquels il est fait référence dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement.** Les opinions exprimées le sont à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.** Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

En Australie : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés de 2001 (Cth) et s'appuie sur le Class Order 03/1102 en ce qui concerne les services financiers qu'elle fournit à des clients « wholesale » australiens. Le présent document ne peut être distribué qu'à des clients « wholesale » en Australie, tel que défini à la section 761G de la Loi sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

A Singapour : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Cette publicité n'a pas été soumise à l'examen de la Monetary Authority of Singapore.

A Hong Kong : Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n°1173058.

Au Japon : Publié par Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No.3281, membre de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

Au Royaume-Uni : Publié par Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Dans l'EEE : Publié par Threadneedle Management Luxembourg S.A. Immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) sous le numéro B 110242, 44, rue de la Vallée, Luxembourg, L-2661 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Publié par Threadneedle Portfolio Services AG, Siège social : Claridenstrasse 41, 8002 Zurich, Suisse

Au Moyen-Orient : Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

columbiathreadneedle.com

Publié en octobre 2022 | Valable

jusqu'en avril 2023 | 5035793