

REVUE DES MARCHÉS

Patience est mère de vertu

C'est un mois de septembre qui ressemble à s'y méprendre au mois d'août : stress et anxiété en début de mois, avant que les banques centrales n'agissent en baissant les taux d'intérêt et en rassurant les marchés. La volonté de redonner du pouvoir d'achat aux ménages redevient la priorité de la FED à quelques semaines de l'élection américaine. C'est dans ce contexte changeant que les actions ont évolué au cours du mois offrant des performances très disparates entre des marchés mondiaux positifs sous l'impulsion des Etats-Unis et de l'Europe et l'Asie à la traîne.

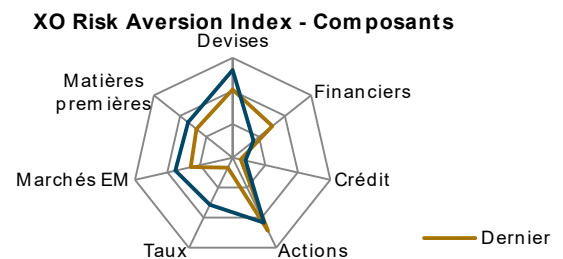
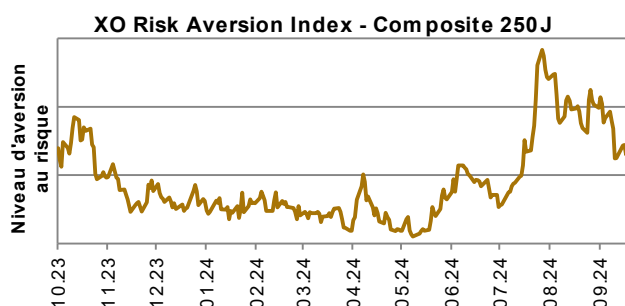
Les actions suisses sont malheureusement très en retard, avec un indice tiré vers le bas par Nestlé, plus grosse capitalisation, largement négative. Le marché valorise encore et toujours les titres technologiques et pénalise le secteur énergétique dans la crainte d'un ralentissement de l'activité.

Les obligations mondiales progressent avec la baisse des taux d'intérêt et l'immobilier suisse se stabilise dans un marché plus nerveux.

Les métaux précieux, or en tête, affichent une excellente performance en ce mois de baisse de taux d'intérêt, favorable à une dynamique haussière.

L'indicateur de risque reste en zone de risque moyen. Les sous-indices de risque matières premières et actions sont en augmentation alors que le risque sur les taux baisse.

	Valeur	septembre	2024
Marchés actions			
Suisse (SMI)	12 169	-2.15%	9.26%
Etats-Unis (S&P500)	5 762	2.02%	20.81%
Europe (Euro Stoxx 50)	11 873	0.91%	13.08%
Japon (Nikkei)	37 920	-1.88%	13.31%
Chine (Shanghai SE)	3 336	17.39%	12.15%
Marchés mondiaux (MSCI World)		1.83%	18.86%
Marchés émergent (MSCI EM)		6.68%	16.86%
Secteurs			
Consommation (discrétionnaire)		5.09%	10.88%
Energie		-3.53%	3.19%
Finance		0.98%	19.49%
Santé		-3.08%	12.96%
Technologie		2.15%	26.49%
Facteurs			
MSCI Small Caps		1.92%	5.01%
MSCI Large Caps		2.09%	4.88%
MSCI Value		1.88%	-11.01%
MSCI Growth		2.46%	21.31%
Volatilité		16.73%	
Marchés de taux			
Immobilier suisse (coté)		2.62%	9.83%
Obligations suisses		0.69%	3.99%
Obligations monde		0.81%	1.12%
Tx suisse à 10 ans		0.41%	-0.29%
Tx suisse à 2 ans		0.44%	-0.67%
Tx US à 10 ans		3.78%	-0.10%
Tx US à 2 ans		3.64%	-0.61%
Monnaies			
USD/CHF	0.845	-0.60%	0.37%
EUR/CHF	0.941	0.26%	1.36%
GBP/CHF	1.132	1.42%	5.61%
EUR/USD	1.115	0.91%	0.99%
JPY/USD	143.120	-2.09%	1.47%
Alternatif			
Matières premières		-0.08%	5.23%
Pétrole	68	-7.31%	-4.86%
Or	2 639	5.42%	27.93%
Bitcoin	63 477	7.64%	49.01%
Ethereum	2 603	3.78%	13.32%



REVUE ÉCONOMIQUE

Le cycle de baisse de taux est enclenché

Pour la première fois depuis 2020, la FED a abaissé ses taux en frappant fort avec une réduction de 50 points de base. La FED s'estime plus confiante dans la gestion de l'inflation qui a vu ses chiffres se réduire. Elle oriente désormais sa politique sur le soutien à l'économie et aux ménages pour réduire le coût du crédit.

Le marché du travail aux Etats-Unis est au cœur des préoccupations de la banque centrale. Malgré des chiffres acceptables du chômage, la part de ménages américain ayant des emplois à temps partiels est toujours plus importante. Les ménages ont soit du mal à trouver un emploi, soit doivent travailler plus pour réussir à vivre.

Prix et taux	Etats-Unis			EuroZone			Suisse		
	Dernier	Δ 2024		Dernier	Δ 2024		Dernier	Δ 2024	
IPC	3.20%	-0.70%	□	2.20%	0.00%		1.10%	-0.60%	□
Taux directeur banque centrale	5.00%	-0.50%	□	3.50%	-0.70%	□	1.00%	-0.75%	□
Tx à 10 ans	3.78%	-0.10%		2.12%	0.10%		0.41%	-0.29%	
Tx à 2 ans	3.64%	-0.61%		2.07%	-0.34%		0.44%	-0.67%	
Croissance et indicateurs									
PIB	3.00%	✓	-0.20%	0.20%	✓	0.10%	1.80%	✓	1.30%
Croissance estimée	1.63%	✓		1.18%	✓		1.35%	✓	
Richmond (0)	-21	✗	-10						
PMI (/50)	54.4	✓	3.5	48.9	✗	1.3	49.9	✗	6.9
Philadelphia (/0)	1.7	✓	14.5						
Emploi									
Chômage	4.20%		0.50%	6.50%		-0.03%	2.50%		0.30%
Taux de participation	62.70%		0.2						
Etat (%PIB)									
Budget	-5.56%		0.90%	-3.52%		0.03%	0.80%		0.00%
Balance courante	-3.27%		-0.07%	2.52%		0.94%	7.09%		0.58%
Dette	121.38%			88.60%			39.12%		

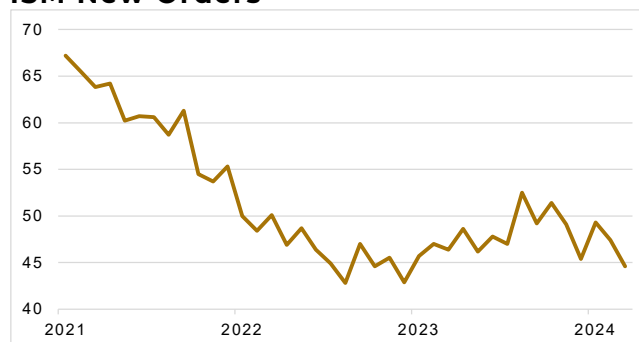
L'ISM Manufacturing New orders chute

L'indice ISM New Orders est un rapport sur l'activité manufacturière réalisé sur la base de données récoltées auprès de 300 responsables d'achat de la chaîne d'approvisionnement au niveau national américain. C'est un indice de diffusion, soit faisant une différence entre les réponses positives et les réponses négatives. Un chiffre au-dessus de 50 signifie un développement de l'économie, l'inverse pour un chiffre inférieur à 50. C'est un indice donnant une indication du mouvement sur la production, les nouvelles commandes, les emplois, les inventaires, les prix.

Le chiffre du mois de septembre indique un

tassement de l'activité manufacturière avec une baisse des nouvelles commandes tout en ayant des prix payés plus élevés.

ISM New Orders



Source : Bloomberg, XO Investments SA

LES FACTEURS À L'ÉPREUVE DU TEMPS

L'exposition aux petites capitalisations ou aux titres de valeur, découlant du modèle de Fama-French, offre-elle encore des perspectives de surperformance ?

Un modèle à 3 facteurs pour expliquer la performance des marchés

Le monde change, les marchés financiers évoluent, mais les facteurs de risques expliquant la performance des marchés résistent-ils au temps ? Une grande question qui permet de se repencher sur le modèle à trois facteurs proposé par Eugène Fama, Lauréat du prix Nobel, et Kenneth French en 1992. Les deux scientifiques ont développé un modèle d'évaluation des actifs comportant trois facteurs expliquant la performance des marchés :

- › Le facteur de marché capturant la performance globale des marchés financiers. C'est le « bêta ».
- › Le facteur taille reflétant la différence de performance entre les actions de petites capitalisations boursières et les grandes ;
- › Le facteur valeur mesurant la différence de performance entre les actions de valeur et les titres de croissance.

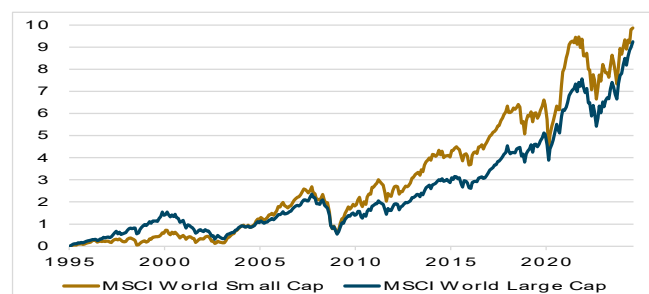
Les petites capitalisations toujours performantes

Quand on segmente le marché selon la taille des sociétés, on distingue généralement trois catégories de sociétés : Large Caps, Mid Caps et Small Caps. On mesure en effet la taille des sociétés avec la capitalisation boursière :

- › Large Caps : supérieur à 10 milliards d'USD ;
- › Mid Caps : entre 2 et 10 milliards d'USD ;
- › Small Caps : inférieur à 2 milliards d'USD.

Lors de la publication de leur étude, Fama et French montraient que les actions de petites capitalisations boursières étaient plus volatiles que les actions de grandes capitalisations boursières mais offraient une meilleure performance à long terme.

MSCI World Small Cap et Large Cap

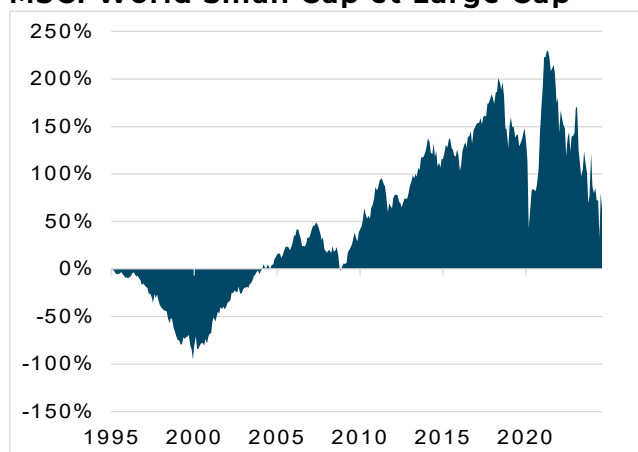


Source : Bloomberg, XO Investments SA

C'est ce que l'on retrouve en utilisant les indices mondiaux MSCI World dans leur version Small Caps ou dans la version normale, soit Large Caps. Depuis 1995, les petites capitalisations boursières surperforment les grandes capitalisations, tout en présentant une volatilité plus élevée.

Néanmoins cette surperformance n'est pas linéaire au cours du temps où des phases de surperformance des grandes capitalisations apparaissent. C'est en effet le cas entre 1995 et 2000 ou entre 2020 et 2024 avec un écart de performance qui se réduit, montrant la performance plus importante des Large Caps par rapport aux Small Caps.

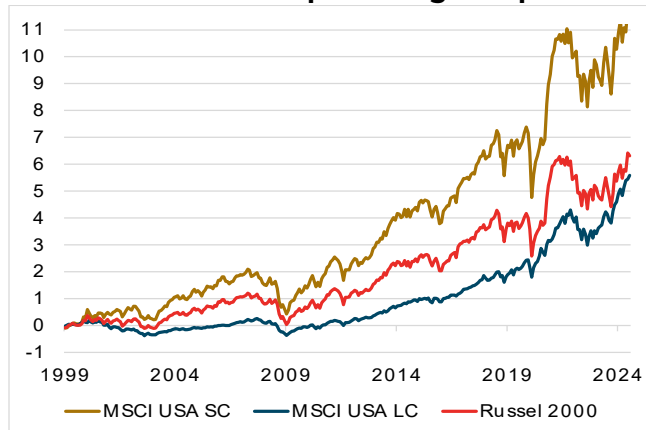
Écart de performance cumulée entre MSCI World Small Cap et Large Cap



Source : Bloomberg, XO Investments

Le modèle de Fama-French n'avait d'ailleurs pas été réalisé sur l'ensemble des titres mondiaux mais sur les Etats-Unis puis sur trois autres pays : Canada, Royaume-Unis et Japon. La considération d'un modèle au niveau national conduit généralement à de meilleurs résultats par rapport aux marchés globaux. Par exemple pour les Etats-Unis les conclusions sont similaires à ce qui avait été trouvé puisque le MSCI USA Small Cap devance largement le MSCI USA Large Cap sur la période 1999-2024. Il est néanmoins important de remarquer que la définition de l'indice joue un rôle non négligeable. Par exemple, l'indice Russell 2000, souvent utilisé comme benchmark pour les petites capitalisations, sous-performe significativement le MSCI USA Small Cap.

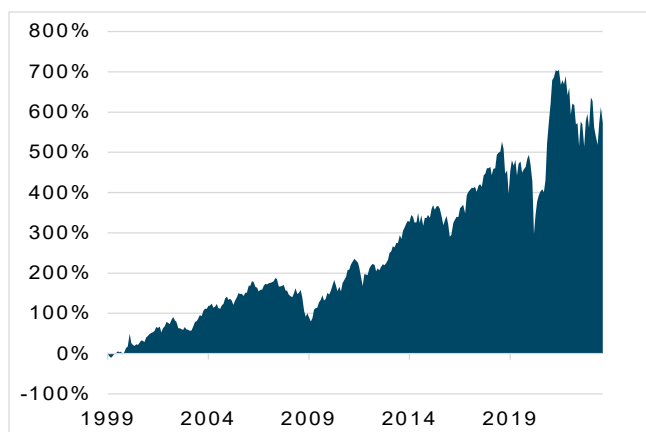
MSCI USA Small Cap et Large Cap



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Comme pour les titres mondiaux, les actions américaines voient des périodes de surperformance des grandes capitalisations boursières, encore une fois entre 2007 et 2009 puis entre 2020 et 2024. La surperformance récente des titres de grandes capitalisations est particulièrement marquée depuis l'accélération de l'inflation de 2020.

Écart MSCI USA Large Cap et Small Cap



Source : Bloomberg, XO Investments

En ce qui concerne la Suisse, la surperformance des petites capitalisations par rapport aux grandes capitalisations est criante.

Actions suisses : SPIEX et SMI



Source : Bloomberg, XO Investments

Cette surperformance est de plus très régulière, sans que l'on retrouve un phénomène de correction en faveur des grandes capitalisations dans la période récente. Ce marché est d'autant plus intéressant que les petites capitalisations suisses sont traditionnellement très exportatrices et font donc face à la difficulté d'exporter en raison du CHF fort.

Écart de performance cumulée entre SPIEX et SMI



Source : Bloomberg, XO Investments

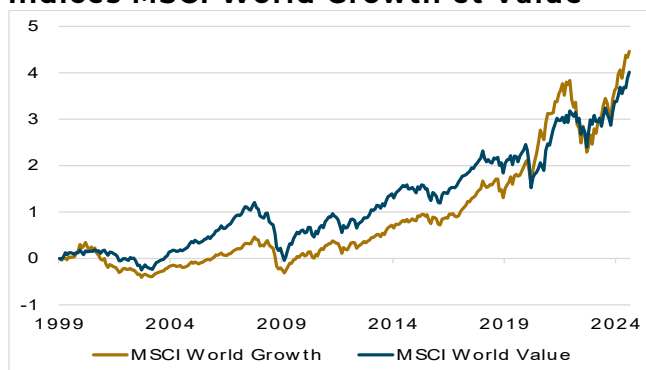
Les titres de valeur sous-performent les titres de croissance

L'autre facteur développé par Fama-French pour expliquer la performance des marchés boursiers est le facteur valeur. Il distingue ainsi deux titres de types :

- › Les titres de style « valeur » représentent des sociétés dont le prix de l'action est faible par rapport à leur valeur comptable. Ces titres ont des book-to-market élevés, soit des valeurs comptables rapportées au prix du titre élevées. On utilise aussi les flux de trésorerie, les revenus ou la valeur totale de l'entreprise pour caractériser ces titres faiblement valorisés par rapport à leur fondamentaux. Coca-Cola, BNP Paribas ou Nestlé font partie de ce type de titres.
- › Les titres style « croissance » caractérisant des sociétés dont les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et des résultats sont importantes. On prévoit donc que les fondamentaux des titres vont s'améliorer dans le temps. La distribution du dividende est généralement plus faible sur ce type de titres. Tesla, Netflix ou Apple sont des titres de croissance.

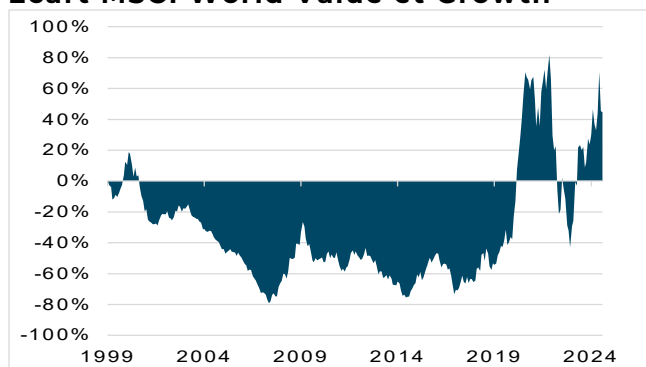
Fama et French identifient dans leur étude une surperformance des titres de valeur par rapport aux titres de croissance. C'est ce que nous retrouvons jusqu'en 2008 où le facteur valeur apporte plus de performance que le facteur croissance.

Indices MSCI World Growth et Value



Source : Bloomberg, XO Investments

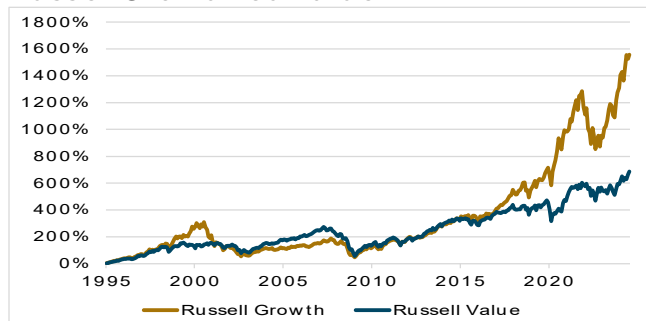
Écart MSCI World Value et Growth



Source : Bloomberg, XO Investments

Depuis 2008 la situation a changé. Sur la période 2008-2020, plusieurs phases de sur- et sous-performance des titres de croissance se succèdent, sans qu'une claire hiérarchie entre les deux styles s'impose. Depuis 2021, le style de croissance s'est imposé comme moteur de la performance du marché actions globales. L'inversement de tendance lors de la remontée des taux n'a été que de courte durée. Reste à savoir jusqu'à quand cette surperformance des titres Growth, principalement des titres technologiques dans les indices actuels, durera.

Russel Growth et Value



Source : Bloomberg, XO Investments

De 3 facteurs à 5 facteurs à x facteurs

Même si le facteur « petites capitalisations »

semble persister dans le temps, malgré une période récente négative, le facteur « valeur » est aujourd'hui très sous-performant et montre plus de volatilité dans son évolution en raison de sa dépendance aux secteurs aujourd'hui déterminants que sont l'IA et la technologie.

De nombreuses nouvelles études tentent d'améliorer les capacités de prédiction de la performance en intégrant d'autres facteurs de risques. De nouveaux facteurs ont été imaginés, les plus répandus étant :

- › Momentum : les actions qui ont progressé ont tendance à rester performantes à court terme ;
- › Liquidité : les actions moins liquides offrent des rendements attendus plus élevés pour compenser leur faible liquidité ;
- › Rentabilité : les entreprises dont la rentabilité opérationnelle est solide surpassent celles dont la rentabilité opérationnelle est faible ;
- › Investissement : les entreprises qui investissent de manière conservatrice surpassent celles qui investissent de manière agressive.

La recherche académique ne se limite pas à cela, car des centaines de facteurs ont été développés. Tous ces modèles se heurtent malheureusement à de nombreuses limites, en premier lieu le fait qu'elles se basent sur un échantillon limité des rentabilités historiques. Dans une telle situation on trouvera forcément des facteurs qui ont un pouvoir de prédiction par chance, donc corrélés aux rendements passés, mais avec un pouvoir de prédiction très limité sur les rendements futurs. L'exploitation des facteurs par la gestion systématique (quantitative) ou par des modèles basés sur l'intelligence artificielle est consécutive à l'existence d'inefficiences mais avec une durée de vie très courte puisque leur exploitation gomme rapidement leur rentabilité.

La diversification, le retour à la moyenne après une période d'exagération ou la rigueur dans la gestion apparaissent une fois encore comme les principaux moteurs de la gestion de fortune et des risques. Il convient de ne pas oublier que « *les marchés boursiers sont une combinaison de maths et de psychologie.* », Seth Klarman et que « *les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable.* » - John Maynard Keynes.