Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

MARCHE ACTIONS : ANALYSE DES MOTEURS DE PERFORMANCE

Points clés

- Sur le marché actions de la zone euro, on définit le rendement total comme la somme des contributions à la croissance des bénéfices (EPS Growth), du changement de valorisation des entreprises par rapport à leurs bénéfices (P/E) ainsi que de la croissance des dividendes.

- On constate que le rendement annuel moyen des dividendes est supérieur à celui du prix sur les 20 dernières années tout en affichant une volatilité plus faible que celles des bénéfices par actions.

- Dans les années où la conjoncture économique n'est pas porteuse, l'expansion des multiples financiers est le principal contributeur pour la partie gain en capital. A l'inverse, quand la croissance est présente et bien répartie, c'est le facteur croissance des EPS qui devient le principal contributeur pour la partie gain en capital.

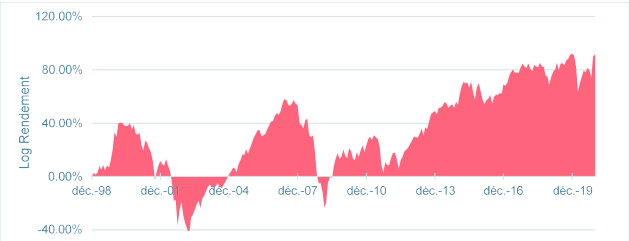
- La différence de résultats entre la zone euro et les Etats-Unis s'explique en grande partie par les rachats d'actions : ils sont privilégiés aux versements de dividendes pour rémunérer les actionnaires aux Etats-Unis, du fait d'une fiscalité plus avantageuse.

- Être en mesure de dynamiser son allocation sur les différents facteurs de performance permet une répartition plus contrôlée du rendement total dans le cadre d'une gestion active sur le marché actions.

Moteurs de performance du marché Actions Euro

La performance du marché actions de la zone euro, tel que mesuré par l'indice MSCI EMU, s'élève à 4.17% en log-rendements, définis comme la différence des logarithmes de la valeur de l'indice, annualisés sur les 20 dernières années (cf Graphe 1). Cette période s'étalant du 31 décembre 1998 au 31 décembre 2020, est concomitante à la création de la zone euro et à la mise en circulation de sa monnaie (création 1999, circulation billets et pièces depuis 2002).

Cette croissance dissimule des disparités dans la dynamique des deux principaux moteurs de performance : les dividendes et les prix.

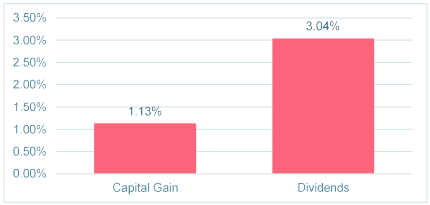


Graphe 1 : Log-rendements cumulés de l'indice MSCI EMU Total Return. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Le rendement total d'un actif financier non amortissable mono devise, tel que les actions de la zone euro, se décompose en une partie prix et une partie dividendes.

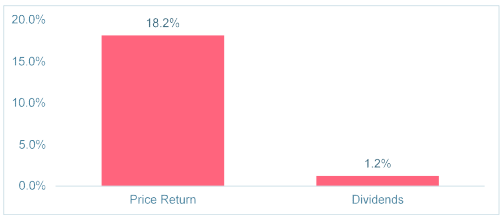
- d'un côté le rendement prix est plus volatile, il est composé des gains ou des pertes en capitaux investis sur le marché des actions ;
- et de l'autre le dividende offre un flux de revenus mais non garanti dans le temps.

On constate sur le Graphe 2 que le log rendement annuel moyen des dividendes sur les 20 dernières années est de 3.04% contre un rendement moyen annuel de seulement 1.13% pour le rendement prix.



Graphe 2 : Log-rendements annuels des dividendes et du capital gain sur les 20 dernières années de l'indice MSCI EMU. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Il est intéressant de constater sur le Graphe 3, la relative stabilité du rendement des dividendes au travers de sa volatilité historique qui est de 1.2% comparée au 18.2% pour la volatilité de la composante prix.



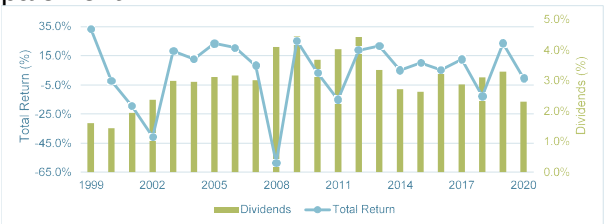
Graphe 3 : Volatilité annualisée du rendement prix et du taux de dividendes sur l'indice MSCI EMU au cours des 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Le rendement des dividendes

Le Graphe 4 illustre la performance historique des dividendes année par année en comparaison du rendement total. On peut observer que le rendement des dividendes s'est maintenu au cours des différents régimes de marché, notamment pendant des phases de marché baissier.

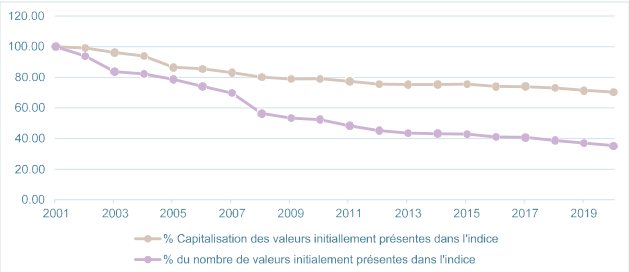
La volatilité des dividendes est beaucoup plus faible que celles des bénéfices par actions. L'engagement à verser un dividende est une décision forte, qui doit être soutenable dans le temps, qui engage le management vis-à-vis de la communauté financière. La cyclicité des bénéfices est dépendante en majeure partie de la conjoncture économique, alors que la cyclicité du dividende est dépendante de la volonté managériale de récompenser ou non les actionnaires. Si la conjoncture s'avère néfaste, pesant ainsi sur le bénéfice par action, le management peut accroitre son taux de distribution des bénéfices afin de maintenir le dividende, voire peut augmenter son endettement (de façon temporaire) afin de garantir la stabilité de son dividende. Bref, le dividende est beaucoup moins volatil que le bénéfice par action, notamment grâce aux

différents leviers dont bénéficie le management de l'entreprise afin d'assurer son existence et son paiement.



Graphe 4 : Log-rendements annuels des dividendes de l'indice MSCI EMU sur les 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Il faut également prendre en compte que ces niveaux de rémunération interviennent sur un indice dont la composition a significativement évolué au cours du temps. Si l'on regarde le Graphe 5 on s'aperçoit qu'en décembre 2020, il ne restait environ que 35% des valeurs initialement présentes dans le MSCI EMU en 2001.



Graphe 5 : Evolution de la composition de l'indice MSCI EMU. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

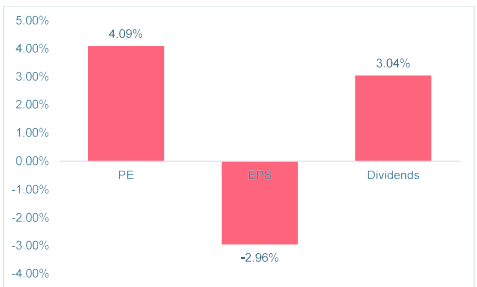
L'examen de la répartition de la performance totale entre gains en capitaux et dividendes sur le marché actions de la zone euro révèle la prépondérance des dividendes comme source de performance. Cette performance s'avère peu volatile malgré les chocs du marché et le turnover des sociétés qui ont composé le marché actions de la zone euro, si bien qu'on peut considérer cette composante de la performance comme régulière.

Gain en capital

Le gain en capital s'exprime comme la somme des contributions de l'expansion du ratio cours sur bénéfices (price-earnings ratio ou P/E) et de la croissance des bénéfices (earnings ou EPS). Ils contribuent respectivement à 4.09% et -2.96% tel que représenté sur le Graphe 6.

L'expansion du multiple financier payé sur la période (P/E dans le cas de figure étudié) s'explique amplement par la décrue régulière et massive des taux d'intérêts en zone euro sur les 20 dernières années, du fait d'une politique monétaire accommodante, et d'un manque cruel d'inflation, conséquence de la mondialisation ou globalisation de l'économie.

Concernant la contribution négative de la croissance bénéficiaire, cela ne parait pas surprenant au regard des difficultés de la zone Euro à générer des bénéfices croissants sur les 20 dernières années. La zone euro s'est malheureusement caractérisée et se caractérise toujours par des difficultés structurelles à générer de la croissance séculaire. Les raisons en sont multiples, mais la plus importante réside dans la difficulté pour les entreprises de la zone à générer du chiffre d'affaires croissant, du fait de la faiblesse des volumes vendus, et/ou du fait d'un « pricing power » déficient. Bref, peu d'entreprises en zone euro, quelque soient les secteurs, gagnent régulièrement et sensiblement des parts de marchés. Sur les 20 dernières années, le leadership sur bon nombres de secteurs a été gagné par des entreprises américaines ou asiatiques, et cela au détriment de la zone euro. Cette perte de leadership s'est donc stigmatisée par des difficultés structurelles à générer une solide croissance bénéficiaire sur la période. La volonté des autorités monétaires de la zone à vouloir conserver une monnaie forte vis-à-vis des autres devises mondiales y a certainement contribué.

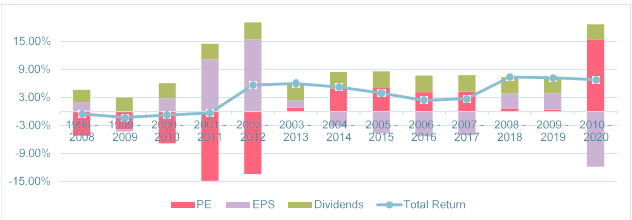


Graphe 6 : Log-performances cumulées des différents moteurs de performance de l'indice MSCI EMU, sur les 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Cependant les rendements générés par le P/E et les EPS se révèlent trop volatils par rapport à ceux engendrés par les dividendes tel qu'illustré sur le Graphe 7.

Graphe 7 : Volatilité annualisée sur le MSCI EMU au cours des 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

La répartition entre l'effet du P/E et celui de la croissance des bénéfices évolue fortement au cours des 20 dernières années. Le Graphe 8 illustre des tendances observables sur 10 années glissantes : elles montrent l'évolution de la répartition de la performance totale entre la croissance du P/E et celles des bénéfices. On remarque que les cycles économiques de croissance se matérialisent par une forte contribution au profit du facteur des EPS.



Graphe 8 : Log-performance glissante sur 10 ans des moteurs de performance de l'indice MSCI EMU. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

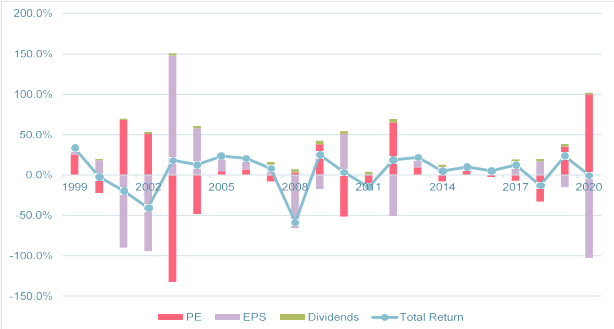
Après 2001, et l'explosion de la bulle technologique accompagnée par une contraction des multiples financiers payés, l'économie mondiale a retrouvé le chemin d'une croissance forte (2002 à 2012), diverse et bien répartie à travers le monde. Dans un monde où la croissance est donc moins rare, il semble logique que le multiple financier payé se soit contracté. La globalisation de l'économie, le développement des économies émergentes et l'avènement de la Chine comme l'une des principales puissances économiques du monde, sont les raisons majeures de cette phase d'expansion, favorable au facteur EPS. Les investisseurs ont favorisé les sociétés les plus sensibles à cette reprise du cycle bénéficiaire, celles ayant le plus de levier opérationnel à offrir. Il est donc logique que sur cette période, le facteur EPS ait été plus impactant car le plus recherché. La croissance n'étant pas rare, et bien diversifiée, les investisseurs n'ont pas cherché à surpayer (via une expansion de multiple financier) cette croissance.

A l'inverse, de 2010 à 2020, la croissance économique à travers le monde a été plus chaotique, moins diverse, plus concentrée sur certaines zones (Asie et Etats-Unis). La zone euro a été impactée par la crise des dettes souveraines périphériques, ce qui a engendré une réponse budgétaire plus restrictive de la part des différents Etats membres, favorisant ainsi une rareté de la croissance interne. Sur la dernière partie de cette période, la politique monétaire de la BCE a été plus accommodante, faisant fortement baisser les taux d'intérêts. Dans ce contexte de faible croissance interne, de taux extrêmement bas, il est logique que le facteur « expansion de multiple » - ou PE – ait une contribution positive à la performance boursière des actions de la zone euro. Dans un univers où la croissance est rare, les investisseurs se concentrent uniquement sur les sociétés se caractérisant par une croissance bénéficiaire séculaire, pérenne, visible, résiliente ; provoquant ainsi une expansion considérable des multiples financiers payés pour ces sociétés dites de croissance.

Il convient de noter que cette répartition n'est pas stable dans le temps. Si on regarde dans le détail, on observe sur le Graphe 9 des ruptures très fortes d'une année sur l'autre entre l'effet du P/E et celui des bénéfices sur la performance. Cela est particulièrement vrai pendant des phases de krach boursier comme lors des différentes crises financières que le marché a subies, exhibant au passage une aversion au risque des investisseurs qui se tournent alors vers des valeurs de croissance fondamentale.

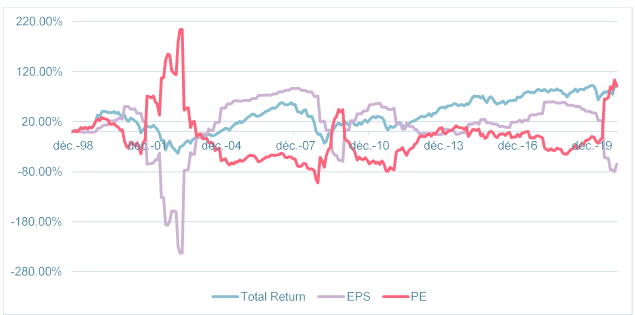
Année après année, nous retrouvons le même phénomène décrit précédemment, à savoir dans les années où la conjoncture économique n'est pas porteuse, quelles qu'en soient les raisons, l'expansion des multiples financiers est le principal contributeur pour la partie gain en capital. Comme la croissance est rare, les investisseurs se focalisent à l'extrême sur le peu de sociétés qui génèrent de la croissance bénéficiaire structurelle. En procédant de la sorte, ils poussent fortement à l'expansion des multiples financiers payés (2012 ou 2020). A

l'inverse, quand la croissance est présente et bien répartie, point besoin de concentrer ses investissements sur les rares sociétés à croissance séculaire. Les investisseurs se concentrent donc sur les sociétés ayant le plus de leviers pour amplifier leur croissance bénéficiaire, et c'est donc le facteur croissance des EPS qui devient le principal contributeur pour la partie gain en capital (2009 ou 2003).



Graphe 9 : Log-rendements annuels des moteurs de performance du MSCI EMU sur les 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

On peut voir que pendant les crises financières de 2001 et 2007, c'est la croissance des bénéfices qui semble concomitante à la baisse du marché actions, tandis que symétriquement l'expansion du P/E est orientée vers le haut sur ces mêmes périodes, comme le montre le Graphe 10 qui montre les écarts de performance cumulée sur ces périodes.



Graphe 10 : Log-performance cumulée de l'expansion du P/E et de la croissance des bénéfices. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Cette tendance se confirme au global lorsque nous étudions les corrélations entre les facteurs de performance :

	Price Return	EPS Return	PE Return	Dividends Return
Price Return		0.14	0.17	-0.06
EPS Return	0.14		-0.95	0.02
PE Return	0.17	-0.95		-0.04
Dividends Return	-0.06	0.02	-0.04	

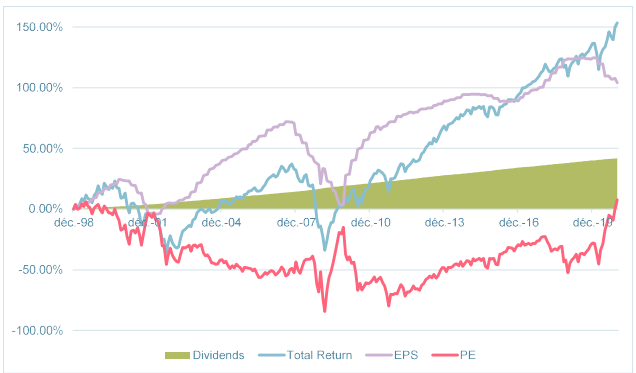
Tableau 1 : Corrélations des composants de performance de l'indice MSCI EMU sur les 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Au cours de la période étudiée, on retrouve une forte corrélation négative entre les rendements du P/E et des bénéfices (-0.95) tandis que le gain en capital semble faiblement corrélé avec le rendement des dividendes (-0.06).

Comparaison avec le marché US

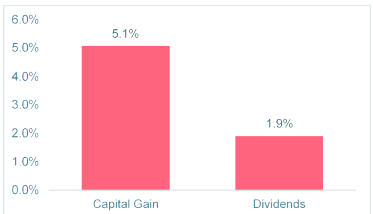
A titre de comparaison, on reproduit sur le Graphe 11 le même exercice de décomposition de la performance totale sur le marché actions US au cours des 20 dernières années à travers l'indice S&P 500.

En observant la performance des différents moteurs de performance de la zone US, on constate des écarts très importants avec le marché de la zone euro.



Graphe 11 : Log-performances cumulées des différents moteurs de performance de l'indice S&P500. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Le marché US réalise une log-performance totale de presque 7%. Le Graphe 12 montre la contribution des différents moteurs de performance : on observe que le gain en capital est loin devant la performance du dividende (+5.1% contre +1.9%), ce qui illustre une véritable différence de rentabilité sur l'allocation entre marché Euro et US.



Graphe 12 : Log-performances annualisées des prix et des dividendes de l'indice S&P500, sur les 20 dernières années. Source : Bloomberg, Ostrum Asset Management.

Concernant le marché US, et la moindre importance du dividende dans la constitution de

la performance actions, il faut prendre en considération que les managements américains favorisent beaucoup plus les rachats d'actions aux versements de dividendes, pour rémunérer leur base d'actionnaires, du fait d'une fiscalité plus avantageuse pour ceux-ci. C'est un élément majeur à considérer. C'est ce qui explique en grande partie la différence de résultats entre la zone euro et les US. Le rachat d'actions vient doper le gain en capital, et plus particulièrement la croissance des bénéfices par action, du fait de la diminution même du nombre d'actions.

De même le gain en capital, contrairement au marché Euro, est majoritairement représenté par la croissance des bénéfices (+4.7%) alors que l'expansion du P/E reste à (+0.4%) sur la période étudiée.

A la différence de la zone euro, les US se sont toujours caractérisés comme une zone de croissance forte, bien diversifiée, homogène, où la croissance structurelle n'est pas rare. Les US sont à l'origine, et ont massivement bénéficié du mouvement économique de globalisation. Les multiples disruptions qu'elles soient technologiques, sociétales, et/ou réglementaires, ont toujours été favorables aux sociétés américaines et à leur croissance bénéficiaire. Dans le leardership économique mondial, la part des entreprises américaines n'a pas été amputée comme cela a été le cas pour l'Europe et plus particulièrement la zone euro.

Ainsi, dans un univers où la croissance séculaire qui n'est pas rare, les investisseurs n'ont aucune raison de concentrer leurs investissements et donc les performances sur un nombre restreint de sociétés, et donc de pousser à la hausse les multiples payés. Les investisseurs se sont juste polarisés sur les sociétés américaines les plus exposées à cette croissance, trouvant toujours des supports d'investissements fournissant cette croissance bénéficiaire importante.

Conclusion

Dans le cadre du marché actions localisé sur la zone euro, on définit le rendement total comme la somme des contributions à la croissance des bénéfices (EPS Growth), du changement de valorisation des entreprises par rapport à leurs bénéfices (P/E) ainsi que de la croissance des dividendes.

On observe que, sur un horizon de temps relativement long, la répartition de la performance du marché euro est tout d'abord liée à des dividendes réguliers, faisant d'eux un style de rémunération particulièrement intéressant pour les investisseurs de la zone Euro.

Cependant, le gain en capital qui s'exprime comme l'interaction du P/E et de la croissance des bénéfices, est soumis à des régimes de marché qui peuvent avoir des impacts très marqués sur l'expansion du P/E ou la croissance des bénéfices. Ainsi, être en mesure de dynamiser son allocation sur les différents facteurs de performance permet une répartition plus contrôlée du rendement total dans le cadre d'une gestion active sur le marché actions.

De plus l'écart de performance entre le marché US et Euro est ici illustré par des moteurs sous-jacents de performance qui exhibent un comportement et une intensité différente par rapport aux phases que les marchés actions ont connues au cours des 20 dernières années. Un véritable écart de décomposition de la performance totale existe, qui doit donc être appréhendé spécifiquement selon chaque zone d'investissement.

Achevé de rédiger le 9 septembre 2021.

Chafic Merhy, PhD - Responsable Recherche Quantitative

Kévin Loiseau – Ingénieur financier

Olivier Lefevre – Responsable Recherche Actions

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.