

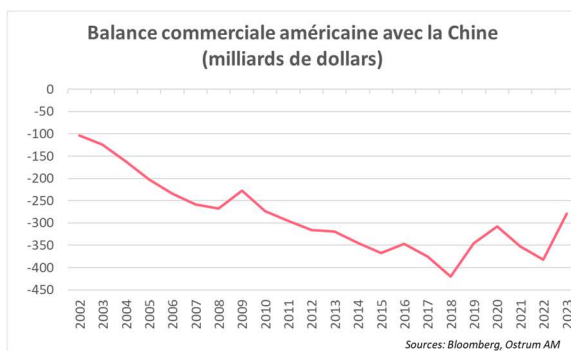
● Le thème de la semaine : Risque de concentration : le retour de la bulle TMT ?

- La performance des 7 Magnifiques a été exceptionnelle au cours des dernières années ;
- La performance du marché américain est de plus en plus concentrée, les 10 actions les plus importantes représentant 30 % de la capitalisation totale ;
- Le contexte actuel du marché peut être comparé à la bulle Internet autour du passage à l'an 2000 ;
- Le thème d'investissement de l'IA est indissociable de la performance des 7 Magnifiques et de la croissance de la productivité qui s'est en effet accélérée ;
- Malgré des gains de productivité plus rapides, les valorisations élevées des leaders du marché pourraient justifier des rotations du portefeuille permettant une meilleure diversification des risques.

● La revue des marchés : Un S&P 500 record

- Les enquêtes manufacturières se redressent ;
- Le S&P500 au-dessus des 5000 points ;
- Le dollar et les rendements obligataires en hausse ;
- Pression à la baisse sur les swap spreads.

● Le graphique de la semaine



Le déficit commercial américain avec la Chine s'est réduit en 2023 par rapport à 2022 passant de 382 milliards de dollars (1,5 % du PIB) à 279 milliards \$ (1 % du PIB), soit le déficit le plus réduit depuis 2018, lorsque Donald Trump avait lancé sa guerre commerciale contre la Chine.

La mise en place de tarifs douaniers sur les produits chinois a remodelé complètement les échanges commerciaux américains en privilégiant des pays comme le Vietnam ou le Mexique.

Donald Trump, candidat à la Maison Blanche, a indiqué vouloir mettre en place des tarifs douaniers de 60 % pour les produits chinois.

● Le chiffre de la semaine

42

Source : US Treasury

Il s'agit du montant record en milliards de dollars de l'adjudication de T-note à 10 ans du mercredi 7 février. Cet emprunt a toutefois attiré une forte demande.



Axel Botte

Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratège pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratège pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

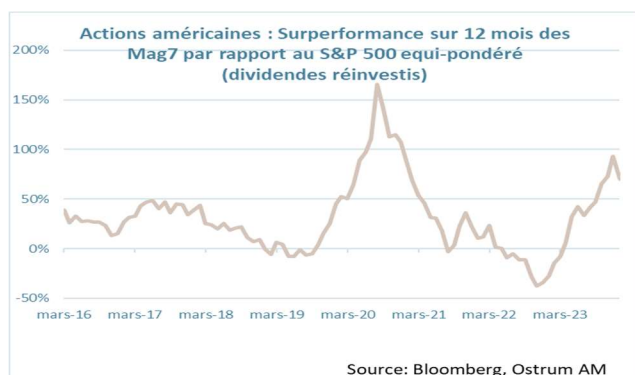
Concentration des risques : le retour de la bulle TMT ?

Les performances boursières des 7 Magnifiques s'avèrent excellentes au cours des dernières années. Cela a entraîné une concentration extrême de la performance des marchés actions stimulée par quelques titres, ce qui suggère que les principaux indices boursiers ne peuvent plus être considérés comme des paniers diversifiés.

L'IA va transformer en profondeur l'économie américaine. Cependant, les arbres ne montant pas jusqu'au ciel, les valorisations ne peuvent s'écarter trop longtemps des fondamentaux. En outre, la politique de la Fed a, peut-être involontairement, entretenu l'euphorie. Des comparaisons peuvent être faites avec la période de bulle TMT, qui s'est mal terminée pour le secteur technologique américain.

All-in sur les Mag7

La forte surperformance des 7 Magnifiques (Mag7 comprend Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Nvidia, Meta & Google) par rapport au marché boursier américain en 2023 évoque la bulle sur les actions technologiques du début du siècle. La concentration de la performance dans une poignée de titres apparaît extrême sur le plan historique. Les 7 Magnifiques sont portées par le thème d'investissement de l'intelligence artificielle. La surperformance des Mag7 par rapport à l'indice S&P 500 équi-pondéré est de 70 % à fin janvier.



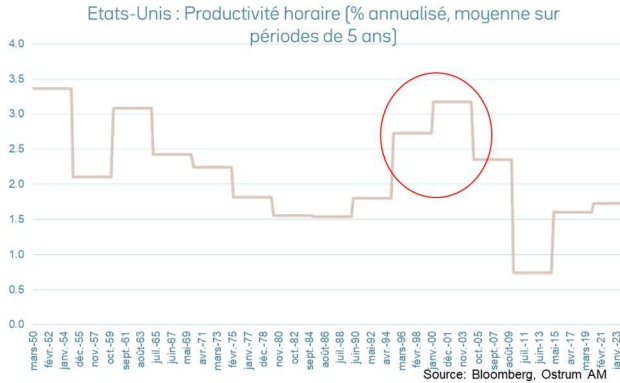
Les écueils du risque de concentration des marchés

La capitalisation boursière des 10 plus grosses actions est légèrement inférieure à 30 %. Le sommet historique de 33,2 % a été enregistré en juin 2000 (selon les calculs de JP Morgan). Ces marchés boursiers extrêmement concentrés présentent un risque de baisse important pour les indices plus larges. Des projections de profits plus prudentes ou les surprises négatives de bénéficiaires pour les 10 principales valeurs pourraient déclencher la vente d'actions des mêmes secteurs, les analystes répercutant sur les autres valeurs le message des mégacapitalisations.

En outre, la diversification des risques offerte par les fonds indiciels et les ETF peut s'avérer inefficace pour la plupart des investisseurs. Les indices boursiers sont en quelque sorte des portefeuilles « gérés » qui utilisent la capitalisation boursière comme seul critère de sélection des titres. Par construction, ils subissent un risque de corrélation entre titres. Un élément clé à retenir de cette observation serait qu'un indice équi-pondéré ou un portefeuille de volatilité minimale ou de corrélation minimale devrait mieux s'en tirer en cas de retournement à la baisse des stars de la cote américaine.

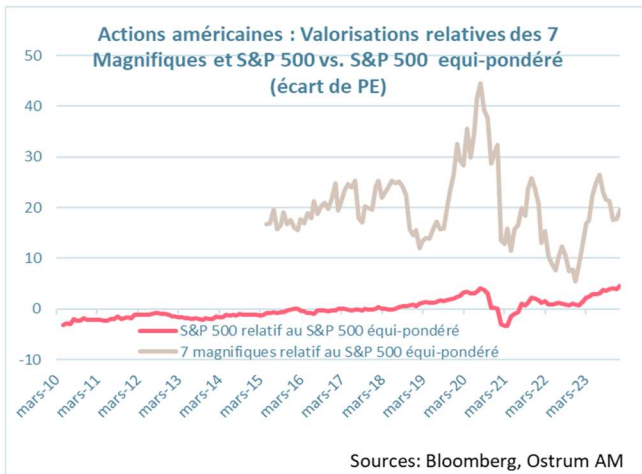
L'engouement autour des 7 Magnifiques se justifie par l'adoption rapide de l'IA, améliorant la productivité dans la plupart des secteurs de l'économie américaine. Cela a naturellement soutenu les actions technologiques, dont le fabricant de semi-conducteurs Nvidia, l'équivalent moderne d'un vendeur de pelles de l'époque de la ruée vers l'or.

Il est indéniable que l'intelligence artificielle contribuera à accélérer la croissance de la productivité. Les comparaisons avec la période d'apparition des technologies de l'information et de la communication lors de la seconde moitié des années 90 nous paraissent pertinentes. La productivité horaire avait augmenté de 2,5 % en moyenne entre 1995 et 2005. Il est tout à fait possible que l'économie américaine puisse bénéficier d'une accélération durable de la productivité. Pourtant, les arbres ne poussent pas jusqu'au ciel, et en aucun cas à la vitesse du rally boursier des Mag7.



Les excès de valorisation des Mag7 pourraient être source d'instabilité financière

L'écart de valorisation des actions des 7 Magnifiques sur le reste du marché boursier américain est significatif aujourd'hui et comparable au début du millénaire. Au début des années 2000, le marché dans son ensemble était plus cher en termes de PER qu'aujourd'hui. Cela renforce les risques liés à la concentration de la valeur boursière. Les futures baisses du marché résulteront probablement d'une correction des leaders actuels de la cote. Dans le graphique ci-dessous, nous utilisons l'indice FANG qui capture bien le thème de la concentration.



Le positionnement des investisseurs dans le concours de beauté

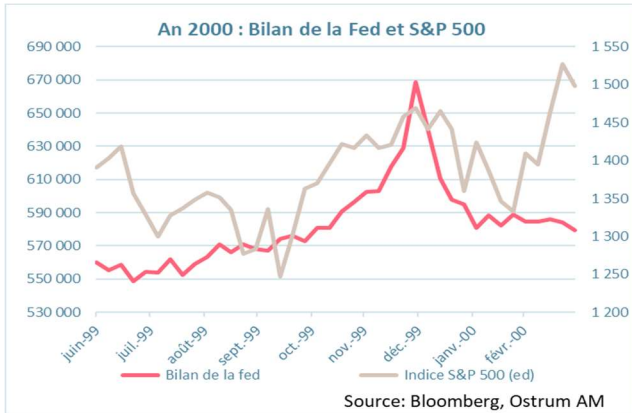
La valorisation élevée des actions les plus performantes est en quelque sorte le miroir d'une « value trap » dans des valeurs décotées qui continuent de se déprécier. Les gestionnaires d'actifs s'accordent sur un constat de survalorisation des mégacaps, de sorte que ces actions devraient être sous-pondérées par les

fonds communs de placement. Parmi les 7 Magnifiques, la plus grande sous-pondération concerne Tesla, dont l'exposition moyenne est 7 % en dessous des pondérations pré-Covid selon JP Morgan. De façon surprenante, la position sur les 6 autres actions des Mag7 est proche de la neutralité. Les gérants de fonds refusent d'aller à l'encontre du concours de beauté, même si l'issue de la surenchère pourra s'avérer douloureuse. Selon le dicton attribué à Keynes, le marché peut rester irrationnel plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable ou, pour un gérant de fonds, résister à la sous-performance. C'est un dilemme classique dans le domaine de la gestion de portefeuille : suivre la foule peut sembler protéger la performance à court terme, mais nuire à la rentabilité à plus long terme.

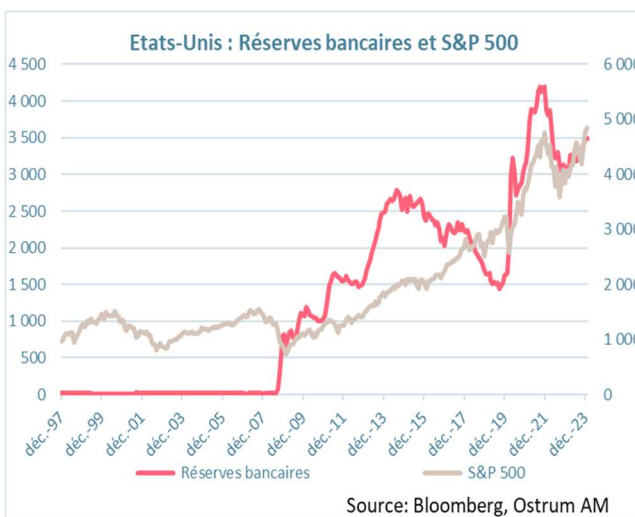
Dans les circonstances actuelles du marché, les programmes de rachat d'actions peuvent retarder, voire empêcher, la normalisation des valorisations des actions des mégacapitalisation. Les Magnificent 7 (et peut-être d'autres secteurs mal aimés comme les banques et l'énergie) contribuent fortement aux flux de rachats d'actions à hauteur de 200 milliards de dollars par trimestre. La beauté n'est pas bon marché. La beauté rare doit être plus chère. Les rachats d'actions accélèrent la « déséquitisation » (de l'anglais *de-equitisation* soit la réduction du financement par actions) des marchés financiers.

Le rôle de la politique monétaire

Un élément déterminant de la dernière phase haussière dans la bulle spéculative de 1999-2000 est l'injection de liquidités par la Réserve fédérale au tournant du siècle. Les marchés craignaient que le passage à l'an 2000 cause des bogues logiciels et perturbe un certain nombre d'activités, notamment le fonctionnement des marchés financiers. Le changement de date s'est finalement bien déroulé et ces injections de liquidités n'ont fait qu'engendrer une nouvelle hausse des cours boursiers.



À l'automne dernier, les réserves bancaires ont également augmenté parallèlement au rebond des marchés d'actions. La principale différence est que cet assouplissement de la Fed semble involontaire. Les banques ont tiré des liquidités du programme de financement à terme des banques (BTFP) conçu initialement pour endiguer la crise de la SVB en mars 2023. Les banques ont ainsi emprunté jusqu'à 57 milliards de dollars depuis la fin octobre. En effet, les taux de BTFP chargés par la Réserve fédérale (OIS 1 an + 10 pb) sont devenus moins chers, à mesure que les marchés intégraient des baisses de taux agressives en réaction aux communications de Christopher Waller, relayées ensuite par Jerome Powell. Ce lien apparent ne signifie pas que les banques achètent directement des actions, mais des conditions de liquidité plus favorables facilitent aussi les crédits (margin debt) aux investisseurs.



Conclusion

La concentration extrême de la performance des actions américaines et notamment des 7 Magnifiques au cours de l'année écoulée pourrait être une source d'instabilité financière. Dans ce contexte, l'investissement dans un indice expose l'investisseur à un risque de concentration et de corrélation significatif. Cela ne veut pas dire que le thème de l'investissement dans l'IA sous-jacent aux performances des Mag7 ne changera pas l'économie en profondeur et n'accélérera pas la productivité. Mais l'assouplissement monétaire, certes involontaire, par le biais du BTFP de la Fed pourrait avoir gonflé les valorisations des Mag7 au-delà des fondamentaux. L'éclatement de la bulle TMT en 2000 nous rappelle le risque encouru par les investisseurs détenant des portefeuilles insuffisamment diversifiés.

Axel Botte

● La revue des marchés Un S&P 500 record

L'embellie des enquêtes prolonge le marché haussier sur les actions qui résistent au dollar fort et à la remontée des taux longs.

L'environnement des marchés reste favorable à la prise de risques. La remontée des taux (+ 15 pb), liée à hauteur des deux-tiers au rendement réel, semble saluer le réchauffement de l'activité manufacturière mondiale. La croissance soutenue aux Etats-Unis alimente la hausse des actions. Le S&P 500 affiche un nouveau record historique au-delà des 5000 points. A l'inverse du marché haussier de l'automne, les actions progressent malgré le rebond des taux longs et du dollar. Le Bund (2,36 %) participe au rebond des taux qui atteint 34 pb désormais en 2024. Les spreads souverains évoluent peu mais les swap spreads et le crédit entretiennent une dynamique favorable. Les spreads sur la dette des pays émergents en dollars se resserrent également vers 390 pb. Le yen rechute au-delà de 149,50 comme un signe de défiance face à l'engagement de la BoJ de mettre un terme aux taux d'intérêt négatifs.

Les dernières enquêtes conjoncturelles suggèrent que l'activité a touché son point bas cyclique au début de l'automne. La zone euro semble enfin émerger de la stagnation économique qui dure depuis le 4^{ème} trimestre 2022. Au sein de l'union monétaire, les écarts de croissance restent considérables entre l'Allemagne, en contraction de 0,3 %, et l'Espagne, en expansion de 0,6% entre octobre et décembre. Après un dernier trimestre sans relief, l'INSEE français projette une légère reprise (+0,2%) au premier semestre 2024. La clé sera le rebond attendu de la consommation. L'évolution des salaires semble pointer une nette amélioration du pouvoir d'achat. Le maintien de l'emploi et la stabilisation, voire une baisse, du taux d'épargne l'an prochain pourrait même accentuer le rebond de la demande. Les salaires posent la question de la persistance de l'inflation, dont la baisse espérée par les autorités monétaires semble requérir une diminution des marges bénéficiaires. Aux Etats-Unis, l'ISM des services continue de dépeindre une croissance forte que les premières estimations de la Fed d'Atlanta placent à 4,2% au premier trimestre. L'emploi et la détente des conditions de crédit

bancaire militent effectivement pour la poursuite de l'embellie du second semestre 2023. La surprise est venue du ralentissement du crédit à la consommation qui pourrait présager d'une inflexion dans les ventes au détail. L'inflation reste la principale préoccupation de la Fed. La révision des facteurs saisonniers de l'IPC dépeint une désinflation un peu plus rapide en fin d'année dernière. Les ISM préfigurent néanmoins de nouvelles tensions sur les prix des intrants.

Les marchés financiers poursuivent leur marche en avant grâce à l'amélioration des perspectives de croissance. Le rallye boursier a changé de nature de sorte que l'assouplissement monétaire anticipé n'est plus le principal moteur de la revalorisation des actifs. Les actions résistent au rebond du dollar et à la réduction du nombre des baisses de taux attendues. L'augmentation de la taille des émissions de T-notes a néanmoins été bien absorbée par le marché. Le 10 ans américain semble trouver un équilibre autour de 4,20 %. Le sentiment des intervenants les plus actifs sur les Treasuries s'est aussi équilibré après le rebond de 30 pb en 2024. Les points morts d'inflation expliquent un tiers du mouvement hebdomadaire. Outre les composantes prix payés des ISM, le baril de Brent s'affiche en rebond de 4 \$. Le Bund s'échange autour de 2,35 % dans l'attente du budget allemand. Les swap spreads s'installent sur une tendance de resserrement. La période de raréfaction du collatéral le plus sûr paraît terminée. Le swap spread se rapproche de 40 pb, un retour à la norme pré-covid paraît possible en fin d'année. Les spreads souverains se maintiennent. Un nombre important d'intervenants jugent attrayants les spreads des emprunts d'états contre swap. Les syndications s'allongent (Belgique, Espagne 30 ans). La forte demande permet déjà de couvrir près d'un quart des programmes annuels.

Les spreads de crédit sont stables autour de 90 pb contre swap. Les émissions se placent facilement. Sur le high yield, le marché primaire reste inexistant et les flux entrants conduisent à un renchérissement malgré quelques tensions spécifiques. La demande d'AT1 reste soutenue.

Les actions marquent des sommets avec un S&P 500 au-delà de 5000. Les publications disponibles traduisent une croissance annuelle des résultats de 5%. L'EuroStoxx 50 progresse dans le sillage de Wall Street et des bénéfiques du luxe.

Axel Botte

● Marchés financiers

| Emprunts d'Etats | 12-févr.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
|---------------------------------|-------------|------------|---------|-----------|
| EUR Bunds 2a | 2.69% | +7 | +17 | +28 |
| EUR Bunds 10a | 2.35% | +3 | +17 | +33 |
| EUR Bunds 2s10s | -33.8bp | -4 | 0 | +5 |
| USD Treasuries 2a | 4.47% | 0 | +32 | +22 |
| USD Treasuries 10a | 4.16% | +0 | +22 | +28 |
| USD Treasuries 2s10s | -31.2bp | +1 | -10 | +6 |
| GBP Gilt 10a | 4.05% | +5 | +26 | +52 |
| JPY JGB 10a | 0.73% | +0 | -8 | -12 |
| EUR Spreads Souverains (10a) | 12-févr.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| France | 50bp | +0 | +1 | -3 |
| Italie | 155bp | -1 | -1 | -12 |
| Espagne | 97bp | +5 | +4 | +1 |
| Inflation Points-morts (10a) | 12-févr.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| EUR 10a Inflation Swap | 2.19% | 0 | +5 | +6 |
| USD 10a Inflation Swap | 2.46% | -1 | -2 | +4 |
| GBP 10y Inflation Swap | 3.56% | -3 | +1 | +3 |
| EUR Indices Crédit | 12-févr.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| EUR Credit IG OAS | 130bp | -1 | -14 | -8 |
| EUR Agences OAS | 67bp | -1 | -3 | -3 |
| EUR Obligations sécurisées OAS | 74bp | -1 | -4 | -4 |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 376bp | -15 | -25 | -23 |
| EUR/USD Indices CDS 5a | 12-févr.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| iTraxx IG | 58bp | -1 | -2 | 0 |
| iTraxx Crossover | 318bp | -10 | -3 | +5 |
| CDX IG | 54bp | -1 | -1 | -2 |
| CDX High Yield | 348bp | -6 | -5 | -9 |
| Marchés émergents | 12-févr.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 390bp | -4 | -22 | +6 |
| Devises | 12-févr.-24 | -1sem (%) | -1m(%) | 2024 (%) |
| EUR/USD | \$1.077 | 0.214 | -1.689 | -2.5 |
| GBP/USD | \$1.261 | 0.590 | -1.121 | -1.0 |
| USD/JPY | JPY 149 | -0.322 | -2.869 | -5.4 |
| Matières Premières | 12-févr.-24 | -1sem (\$) | -1m(\$) | 2024 (%) |
| Brent | \$81.3 | \$3.3 | \$3.4 | 5.7 |
| Or | \$2 022.7 | -\$2.4 | -\$26.3 | -2.0 |
| Indices Actions | 12-févr.-24 | -1sem (%) | -1m(%) | 2024 (%) |
| S&P 500 | 5 027 | 1.37 | 5.08 | 5.4 |
| EuroStoxx 50 | 4 729 | 1.58 | 5.55 | 4.6 |
| CAC 40 | 7 673 | 1.09 | 2.78 | 1.7 |
| Nikkei 225 | 36 897 | 2.04 | 3.71 | 10.3 |
| Shanghai Composite | 2 866 | 3.43 | -0.95 | -3.7 |
| VIX - Volatilité implicite | 13.35 | -2.34 | 5.12 | 7.2 |

Source: Bloomberg, OstrumAM

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 50 938 997 € – 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.

Achevé de rédiger le ...12/02/2024

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, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.



www.ostrum.com