

Diversification, l'angle mort des marchés actions



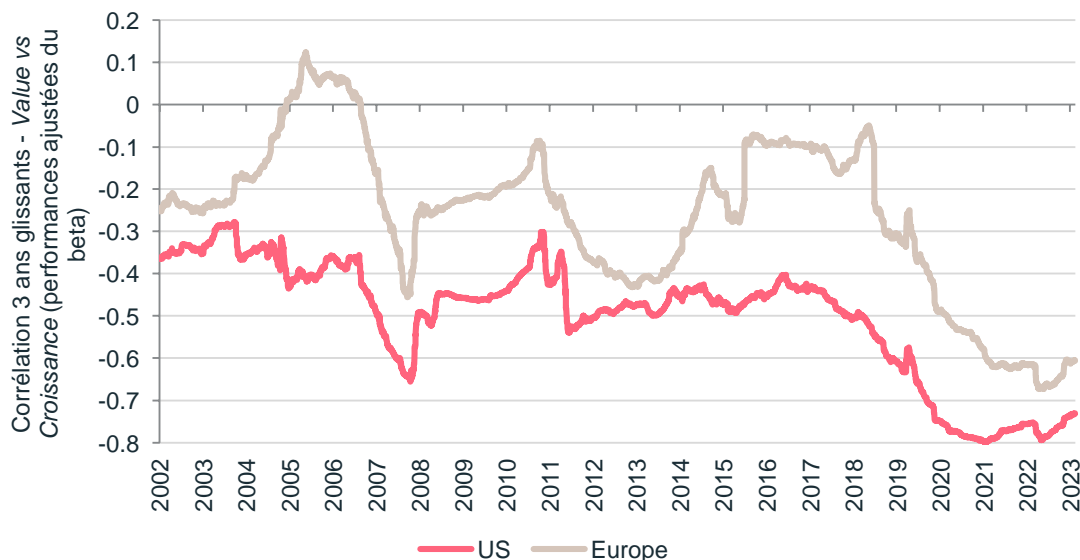
Juan Sebastian Caicedo, CFA

Gérant Actions Quantitatives

Au sein des marchés actions, l'année 2023 a été marquée par la forte surperformance des segments *Croissance* et *Cycliques* soutenus par plusieurs éléments : une activité économique plus résiliente que prévue ; la baisse rapide de l'inflation ; des discours plus accommodants de la part des Banques Centrales ; une expansion des multiples de valorisation grâce à l'explosion du sentiment autour de l'intelligence artificielle générative.

Sous un autre angle, le comportement du marché en 2023 est aussi l'effet miroir des tendances observées en 2022, une année qui avait été rythmée par la surperformance de la *Value* et plus spécifiquement des thématiques inflationnistes. Plus globalement, cette opposition *Value/Croissance* et, plus concrètement, *Inflation/Croissance* a été le facteur déterminant au sein des marchés actions depuis 2021. C'est aussi celui qui caractérise le mieux les incertitudes autour du contexte économique post-COVID. L'ampleur de cette polarisation est, par ailleurs, historique au regard de la corrélation entre la *Value* et la *Croissance*. Elle atteint, en effet, ses niveaux les plus négatifs depuis 25 ans comme le montre le graphique ci-dessous (Figure 1).

Figure 1 – Corrélation 3 ans value vs croissance (1999-2023)



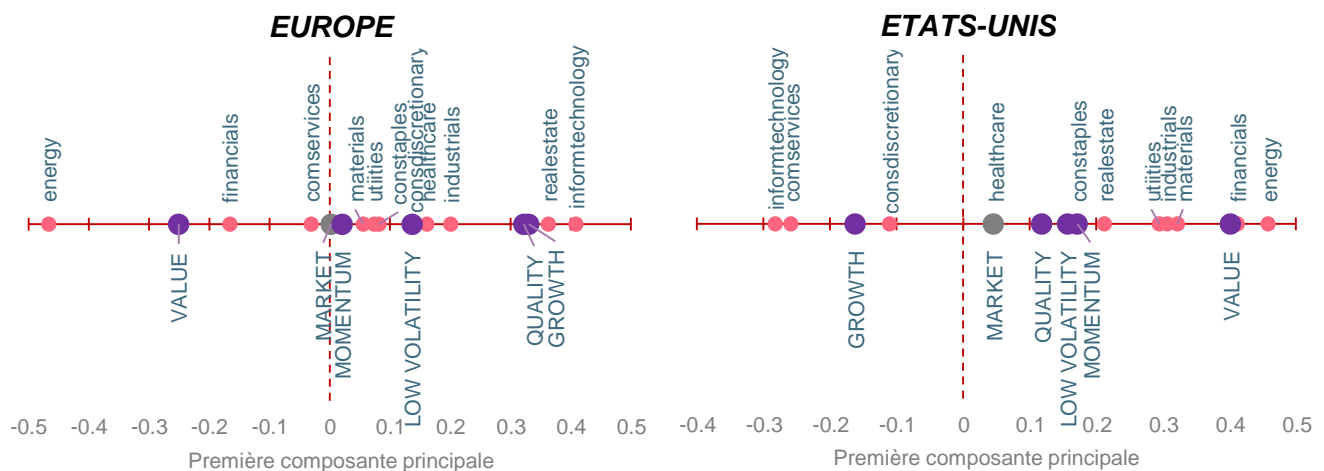
Sources : Ostrum AM, FactSet

Afin d'illustrer le caractère dominant de cette dynamique dans le marché, on peut déterminer, grâce à une analyse quantitative, quels sont les facteurs qui permettent de mieux expliquer la variabilité de l'ensemble des performances de l'univers sur une période donnée. Cette méthode statistique, connue sous le nom d'*Analyse en Composantes Principales (ACP)*, est particulièrement utile :

- pour rationaliser le nombre de variables à observer
- et pour identifier, par ordre d'importance, les axes, appelés *composantes principales*, à prendre en compte pour faire une lecture de l'information.

Réaliser cette analyse sur les performances des marchés actions européens et américains sur ces trois dernières années permet d'afficher les corrélations de différents segments du marché, sectoriels et factoriels, à la *première composante principale*. Il s'agit de l'axe qui, pris individuellement, explique le mieux le comportement des actions depuis 2021¹.

Figure 2 – Corrélation des secteurs et des facteurs à la première composante principale (2021-2023)



Sources : Ostrum AM, Bloomberg, FactSet

Sur le graphique « Figure 2 » ci-dessus, on retrouve, que ce soit sur l'Europe ou les Etats-Unis, une nette opposition, au niveau sectoriel, entre la Technologie et l'Energie, et, au niveau factoriel, entre la *Value* et la *Croissance*.

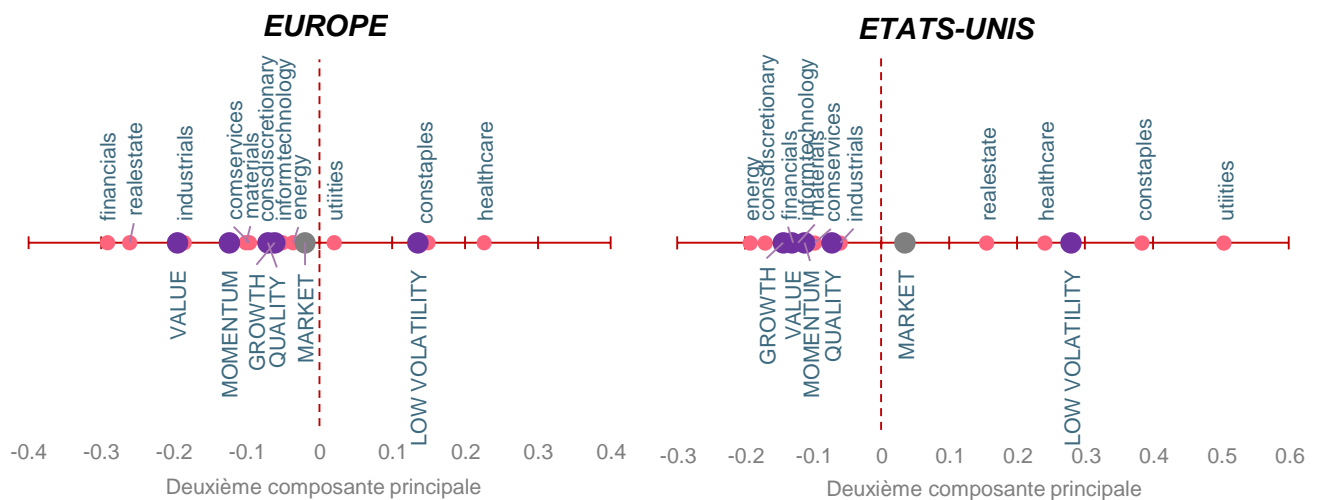
Cependant, il est essentiel de comprendre que la polarisation de cette relation s'appuie sur une vue qui reste uni-dimensionnelle. Plus important, l'extrême décorrélation qu'elle affiche pourrait se traduire par une simplification du niveau de diversification qu'offre le positionnement *Value* vs *Croissance*. Concrètement, au regard de l'évolution du marché ces trois dernières années, il peut sembler suffisant de s'appuyer uniquement sur deux positions concentrées au moment de construire un portefeuille diversifié et, en apparence diamétralement opposées. Toutefois, si on élargit l'analyse précédente à un deuxième axe, pour comprendre à quel point cette conclusion peut s'avérer fausse...

¹ Afin d'isoler l'aspect spécifique des corrélations, l'analyse est réalisée sur la base des performances ajustées du beta.

Dans la « Figure 3 » ci-dessous, nous avons réalisé le même exercice que précédemment mais, cette fois, sur la deuxième composante principale, c'est-à-dire le deuxième axe, par ordre d'importance, expliquant le comportement des marchés actions. Celui-ci est, par construction, décorrélié de la première composante, ce qui permet ainsi d'isoler une dynamique qui est orthogonale à celle que nous avons vue jusqu'à maintenant.

L'ajout de cette nouvelle dimension à l'analyse fournit immédiatement une nouvelle lecture des marchés actions.

Figure 3 – Corrélation des secteurs et des facteurs à la deuxième composante principale (2021-2023)



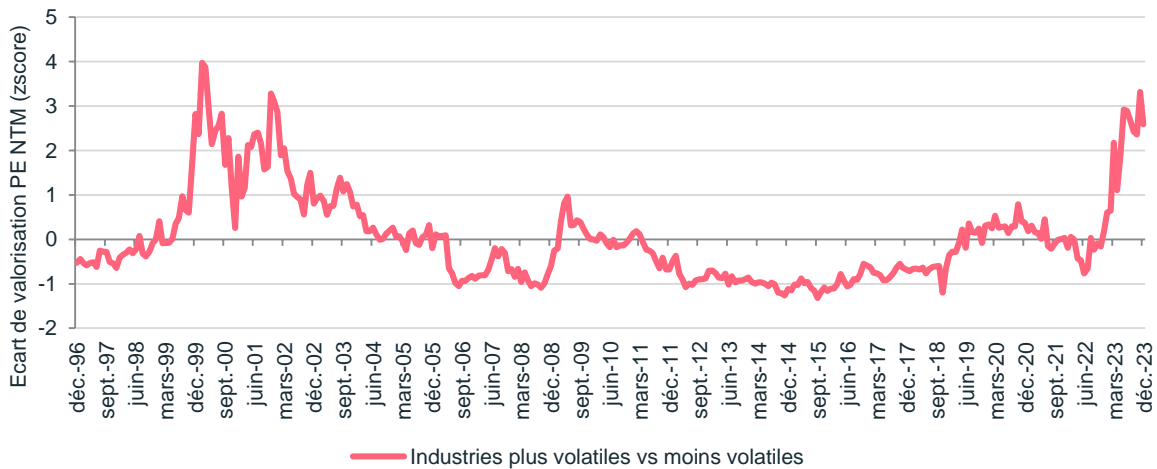
Sources : Ostrum AM, Bloomberg, FactSet

Tout d'abord, l'antagonisme *Value / Croissance* disparaît. De plus, les segments les plus défensifs, et notamment le facteur *Low Vol*, sont les seuls à proposer un rôle diversifiant. Cet aspect du marché est largement négligé par les investisseurs aujourd'hui, au point de réduire la diversification à sa plus simple expression, c'est-à-dire à une simple relation binaire.

Comme nous l'avons abordé dans une précédente publication, la valorisation historiquement élevée des industries plus volatiles par rapport aux défensives (Figure 4 ci-dessous) en est aussi la preuve². Elle traduit à la fois le risque de concentration et l'excès de confiance qui caractérisent l'environnement actuel.

² Un marché qui en cache un autre : <https://www.ostrum.com/fr/news-insights/insights/un-marche-qui-en-cache-un-autre>

Figure 4 – Ecarts de valorisation (PE NTM). Industries plus volatiles vs industries moins volatiles. MSCI AC World, décembre 2023



Sources : Ostrum AM, Bloomberg, FactSet

Nous rappelons souvent que l'absence de volatilité n'est pas équivalente avec l'absence de risque. Au contraire, la relation entre les deux est souvent réflexive. En effet, dans un premier temps, la baisse de la volatilité modifie positivement la perception des participants. Cette baisse impacte à son tour positivement les prix et façonne davantage les perceptions du risque. A ce stade, la relation s'auto-renforce.

Mais, dans la durée, cette première phase donne lieu à des prises de risque de plus en plus élevées. La confiance se transforme en excès, l'allocation de capital n'est plus optimale et les risques sont sous-estimés. La relation devient auto-correctrice et la confiance extrême dans un marché concentré finit par aggraver l'impact des ajustements futurs.

Pour un investisseur, s'interroger sur quelle étape de ce cycle nous traversons aujourd'hui peut s'avérer déterminant.

Dans le contexte actuel, force est de constater que les discussions autour des avantages de la diversification ne sont pas faciles à entendre. Après tout, on ne change pas une équipe qui gagne ! Les portefeuilles concentrés autour des sociétés technologiques, et notamment de la technologie américaine, ont très largement surperformé depuis la crise financière de 2008 et ont renforcé leur domination avec l'avènement de l'intelligence artificielle générative plus récemment. Cependant, il est aussi très révélateur que cette récente surperformance soit accompagnée de niveaux records de valorisation relative et d'une polarisation de plus en plus évidente dans la dynamique des marchés actions. Une deuxième question devient donc essentielle : quel est l'objectif d'un choix d'investissement ? Cherche-t-on à maximiser les gains dans un seul scénario ou, au contraire, à augmenter le nombre de scénarios dans lesquels on peut espérer être gagnant ? Dans le deuxième cas, aujourd'hui, il est pertinent de revisiter la diversification en allant au-delà des polarisations d'apparence. Cela veut dire aller chercher des segments de marché réellement différenciants, tels que notamment des secteurs et des titres plus défensifs, de surcroît dans un contexte où leur valorisation n'a jamais été aussi attractive en relatif aux segments plus risqués depuis près de 20 ans.

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, un label 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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

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.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com



Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS