



Axel Botte

Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

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

● **Le thème de la semaine : Actions américaines : la musique va-t-elle s'arrêter ?**

par Axel Botte

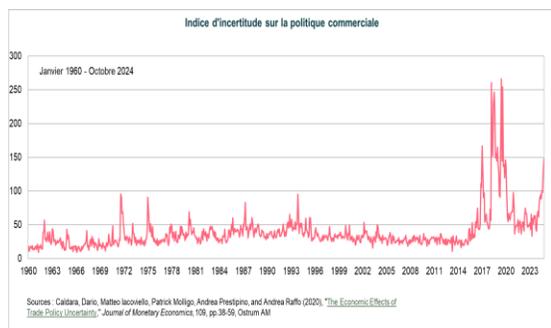
- La croissance des bénéfices des 7 Magnifiques a ralenti à 25 % au troisième trimestre. Les bénéfices agrégés des entreprises pour le reste du marché sont sans relief depuis deux ans.
- Le marché boursier américain a réagi favorablement à l'élection de Donald Trump. Le S&P 500 est en hausse de 24 % cette année, grâce à la performance exceptionnelle des 7 Magnifiques.
- La croissance des bénéfices des Mag7 a ralenti à 25 % au troisième trimestre. Les bénéfices des entreprises pour le reste du marché sont restés stagnants en agrégé au cours des deux dernières années.
- Trump souhaite mettre en œuvre des augmentations de tarifs douaniers sans précédent. Cela rappelle la loi Smoot-Hawley qui a aggravé les conséquences du krach boursier de 1929 et de la dépression économique.
- Le risque de dérapage fiscal semble très élevé sous la prochaine administration Trump. Une hausse forte des rendements à long terme pourrait mettre fin au marché haussier.
- La prime de risque des actions du S&P 500 est tombée à 0 %. Le secteur technologique se négocie désormais à des primes de risque négatives. Cela n'est pas sans rappeler la bulle TMT de la fin des années 1990.

● **La revue des marchés : La température monte doucement**

par Axel Botte

- L'escalade militaire entre la Russie et l'Ukraine rebat les cartes ;
- Le Bund replonge sous 2,30 % après des PMI médiocres ;
- Le crédit et les actions font du surplace ;
- L'or et le dollar comme vecteur de l'aversion pour le risque.

● **Le graphique de la semaine**



L'indice d'incertitude de la politique commerciale (TPU) est élaboré par la Division des finances internationales de la Réserve fédérale et mesure l'attention médiatique portée aux nouvelles liées à l'incertitude de la politique commerciale. L'indice reflète les résultats de recherches textuelles automatisées dans les archives de 7 grands journaux (Boston Globe, Chicago Tribune, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Wall Street Journal et Washington Post).

Un indice est calibré de sorte que 100 indique que 1 % des articles de presse contiennent des références à cette source d'incertitude.

● **Le chiffre de la semaine**

15/11

15/11 : Cette année, la journée de l'égalité salariale dans l'UE tombe le 15 novembre. A travail égal, les femmes gagnent 13% de moins que les hommes. Pour la CE, la transparence salariale est essentielle afin de combler cet écart. Source : Commission européenne.

• **Le thème de la semaine**

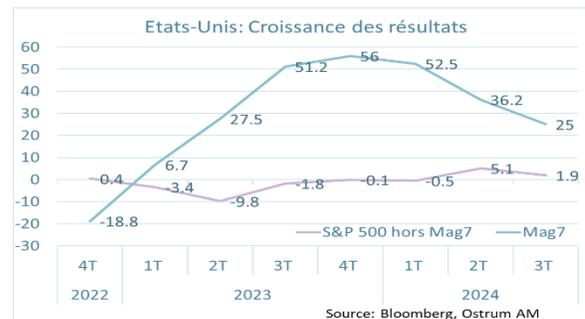
Actions américaines : la musique va-t-elle s'arrêter ?

Le S&P 500 ont fortement réagi à l'annonce de la victoire de Donald Trump. D'autres marchés ont enregistré des pertes, les investisseurs restants convaincus de l'exceptionnalisme américain en termes de croissance économique. La pérennité du marché haussier des actions dépendra d'un ensemble de facteurs, notamment les valorisations, les taux d'intérêt à long terme et le séquençage des politiques économiques. Ces politiques incluent les tarifs douaniers, les réductions d'impôts et la politique monétaire.

Les 7 Magnifiques concentrent la croissance des profits

Ralentissement des bénéfices

La saison des bénéfices du troisième trimestre 2024 est maintenant presque terminée. Comme d'habitude, les révisions à la baisse significatives des attentes de résultats avant les annonces ont fait en sorte que la plupart des surprises sur les BpA étaient à la hausse, avec un écart moyen au consensus de + 7 %. Cela dit, la croissance réelle des BpA a ralenti par rapport à l'année précédente.

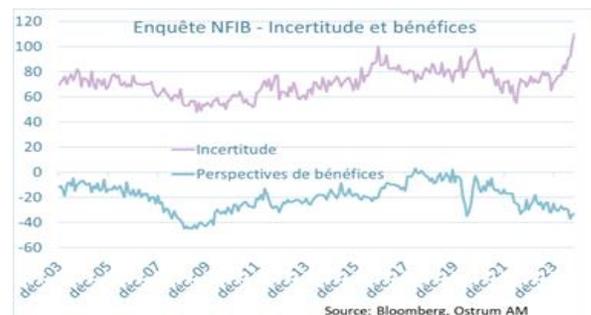


Par ailleurs, il existe une différence marquée entre les bénéfices des entreprises liées à l'IA et le reste du marché. Les 7 Magnifiques (Mag7) ont affiché une croissance des bénéfices de 25 % d'une année sur l'autre au 3^{ème} trimestre. C'est encore solide, mais néanmoins en nette décélération par rapport à l'augmentation annuelle de

36,2 % enregistrée au 2^{ème} trimestre. Il en va de même pour la croissance des ventes, qui a décéléré de 14,7 % à 11,9 %.

Mais là n'est pas l'essentiel. La croissance des bénéfices pour le reste du marché (S&P 500 hors Mag7) est étale depuis la fin de 2022. L'augmentation annuelle enregistrée au 3^{ème} trimestre reste modeste (+ 1,9 %). Les chiffres d'affaires sont également sans relief et présentent un écart similaire aux bénéfices entre les Mag7 et le reste. La situation est comparable pour les indices plus larges. Les bénéfices des entreprises incluses dans l'indice Russell 2000 ont été négatifs de plus de 10 % par rapport à l'année précédente.

Les perspectives de bénéfices semblent être assombries par un niveau d'incertitude sans précédent. L'enquête NFIB, qui sonde les dirigeants de petites entreprises, mesure ce facteur d'incertitude et la dynamique des perspectives de bénéfices des entreprises. Il est toujours difficile de faire le lien entre

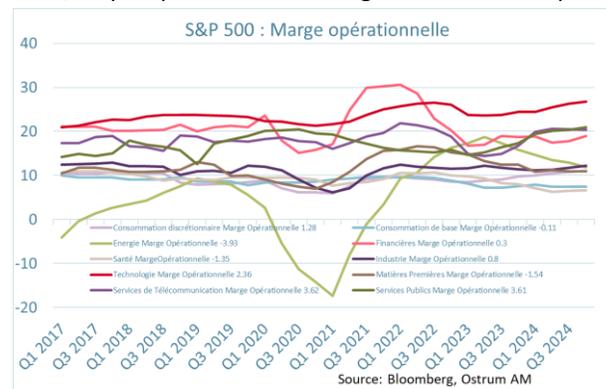


les enquêtes micro au niveau des petites entreprises et les bénéfices des multinationales cotées sur le marché boursier. Néanmoins, compte tenu des niveaux d'incertitude extrêmement élevés actuellement, l'enquête NFIB ne peut être ignorée par les investisseurs. La composante des bénéfices de l'enquête est également en chute libre sur l'année écoulée.

Au sujet des coûts du travail, l'enquête indique depuis longtemps une pression sur les rémunérations et des difficultés de recrutement persistantes. Les données de salaires au niveau agrégé sont néanmoins plus nuancées. L'augmentation annuelle des salaires horaires moyens est stable autour de 4 %. L'indice des coûts de l'emploi a ralenti à + 0,8 % sur une base trimestrielle au 3^{ème} trimestre. Cependant, les coûts unitaires du travail ont été révisés à la hausse (à + 1,9 % au trimestre de septembre), les hausses de rémunération des travailleurs étant supérieures aux gains de productivité.

Les marges de la technologie contribuent énormément à la profitabilité du S&P 500

En examinant les données de rentabilité des secteurs du S&P 500, le secteur des technologies de l'information affiche la plus haute marge opérationnelle, suivi des services de télécommunication et des services publics. La marge opérationnelle dans le secteur des technologies de l'information devrait augmenter régulièrement pour atteindre plus de 26 % au cours du dernier trimestre de 2024, ce qui représenterait une augmentation de 236 points de base par rapport aux quatre derniers

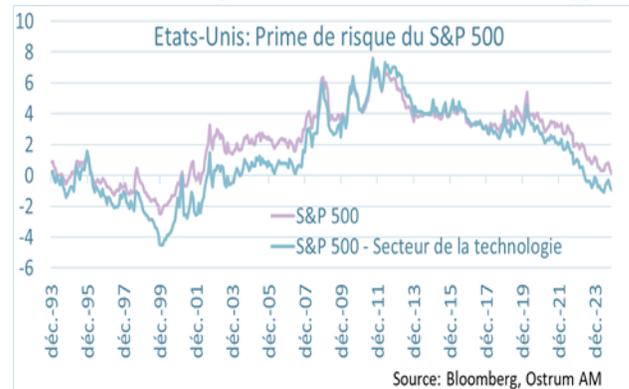


trimestres. Les marges restent stables dans la plupart des autres secteurs, mais elles sont en effet en baisse dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et de la santé. La variation des marges opérationnelles sur quatre trimestres est indiquée dans la légende du graphique ci-contre.

D'où peut provenir le risque baissier ?

Le plus grand risque pour un marché boursier dominé par les actions de croissance est une hausse inattendue des taux d'intérêt à long terme. En l'état actuel des choses, le risque à la hausse ne proviendra pas de la politique de la Réserve fédérale. Le FOMC est actuellement en train de réduire sa position restrictive. Les taux de la Fed devraient diminuer vers 4 % d'ici mars, se rapprochant de la borne supérieure de la fourchette de neutralité des taux d'intérêt. Cependant, le dérapage attendu des comptes publics pourrait engendrer une prime de risque de crédit à long terme ou souveraine plus élevée et, par conséquent, une courbe des rendements réels plus pentue. À l'été 2023, le rendement des obligations à 10 ans avait atteint 5 %, ce qui a motivé une intervention verbale du gouverneur Christopher Waller et de la présidente de la Fed de Dallas, Lorie Logan. Les banquiers centraux s'inquiétaient alors des risques pour la stabilité financière, quelques mois seulement après les faillites de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank. Si les taux à long terme devaient augmenter, les flux de bénéfices des entreprises projetés loin dans le futur auraient une valeur actuelle inférieure. Les valorisations boursières actuelles ne sont plus suffisamment basses pour accueillir des rendements plus élevés. L'écart entre le rendement des bénéfices futurs et le

rendement des obligations à 10 ans aux États-Unis suggère que la prime de risque des actions est



actuellement proche de 0 %.

En ce qui concerne le secteur technologique, la prime de risque des actions est tombée à des niveaux très négatifs, comparables aux niveaux observés durant la bulle Internet de la fin des années 1990. Les valorisations actuelles rappellent les premiers jours de ce qu'Alan Greenspan avait qualifié d'« exubérance irrationnelle ».

Les tarifs sont potentiellement un facteur disruptif pour le marché

Les tarifs douaniers plus élevés et les sanctions commerciales pourraient faire dérailler le marché haussier. Une augmentation des tarifs Smoot-Hawley sur les biens agricoles et industriels a été adoptée par le Congrès en 1930. Ce projet de loi visait à protéger les agriculteurs américains et d'autres industries de la concurrence étrangère. La loi Smoot-Hawley a augmenté les tarifs d'environ 20 %, et au moins 25 pays ont réagi en augmentant leurs propres tarifs sur les produits américains. Avec le recul, la loi Smoot-Hawley est considérée une erreur de politique économique responsable de l'aggravation de la Grande Dépression aux États-Unis et dans le monde. La profonde dépression qui en a résulté a amplifié le marché baissier sur les actions. Dans l'économie mondiale d'aujourd'hui, des politiques commerciales de représailles auraient des effets similaires. Les politiques commerciales proposées par Donald Trump représentent donc des risques à la baisse considérables pour les actions américaines et mondiales.

Conclusion

Le marché boursier américain a affiché des performances exceptionnelles jusqu'à présent cette année (+ 24 %). La hausse des cours, combinée à une croissance des bénéfices médiocre, à l'exception des 7 Magnifiques propulsées par l'IA, a réduit la prime de risque des actions par rapport aux rendements à 10 ans à 0 %. Ces valorisations sont comparables aux niveaux observés durant la bulle Internet. Enfin, les hausses de tarifs appliquées à tous les pays rappellent la loi Smoot-Hawley, qui avait contribué à prolonger la spirale déflationniste de l'économie mondiale après le krach de 1929.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

La température monte doucement

La situation se tend en Ukraine et occasionne un repli sur les taux, le dollar et l'or. Les actions font du surplace comme le crédit qui continue toutefois d'attirer les flux.

L'escalade militaire entre la Russie et l'Ukraine puis le décrochage des enquêtes conjoncturelles en zone euro ont contribué au repli des rendements obligataires au cours de la semaine. Le swap spread, une mesure de l'aversion pour le risque, est redevenu positif sur la maturité 10 ans. La plupart des marchés d'actifs ne montrent néanmoins ni tendance claire ni excès de volatilité. Sur les marchés d'actions européens, les valeurs cycliques sous-performent les défensives de croissance. Les spreads de crédit oscillent autour de 90 pb contre swap. Le dollar reste fort, l'or bénéficie du contexte international troublé et le bitcoin intègre le soutien probable de la prochaine administration Trump. L'euro sous 1,05 \$ témoigne des anticipations de baisse de 50 pb du taux de la BCE en décembre.

La conjoncture européenne reste fragile. Les indicateurs ne sont pas unanimement faibles mais ce sont les PMI qui retiennent l'attention des investisseurs. La rechute des enquêtes dans les services s'observe en France (-3,5 point) et en Allemagne. Le PMI composite de la zone euro s'affiche à 49,7 en novembre. L'indicateur de l'INSEE est certes plus nuancé, mais l'incertitude sur la politique commerciale des Etats-Unis prédomine. La croissance allemande a été revue en baisse à + 0,1 % au 3^{ème} trimestre. Les exportations (-2,4 %) se contractent et l'investissement public, dans la construction notamment, plonge encore de 2,9 %. La fin du déstockage apporte la seule contribution positive à la croissance. Aux Etats-Unis, les mises en chantier de logements demeurent insuffisantes accumulant les retards sur les permis de construire accordés. Les ventes de maisons sont inhibées par des taux hypothécaires (6,90 % à 30 ans) très supérieurs au taux moyen payé par les ménages.

Sur les marchés financiers, l'annonce d'un changement de doctrine nucléaire de la Russie en réaction aux frappes ukrainiennes sur le territoire russe s'est traduite par un retour sur l'actif sans risque. Le T-note s'est détendu jusqu'à 4,34 % avant de remonter vers 4,40 %. L'adjudication de 20 ans, maturité souvent boudée par les investisseurs, a rencontré moins d'intérêts. La BCE semble encline à baisser les taux dès décembre, son seul instrument pour stimuler la demande et contrecarrer les plans de Donald Trump. La pentification reprend avec la publication des PMI. Le Bund replonge 2,30 %. Le besoin de financement allemand, net de l'amortissement du portefeuille de la BCE, est pourtant significatif en 2025 (137 Mds € selon Citi). La France est dans une situation similaire avec 167 Mds € d'appel au marché dans un contexte politique encore plus incertain. Le spread de l'OAT se rapproche de nouveau de 80 pb. Sur les marchés du crédit, la baisse des rendements allemands induit un élargissement des spreads mesurés. Les valorisations sur l'investment grade oscillent autour de 90 pb contre swap. Cette sur-rémunération continue d'attirer les flux, principalement sur les fonds de crédit géré activement. Le marché primaire devrait s'arrêter après une dernière semaine. Il y a sans doute de la valeur dans les spreads des obligations sécurisées en moyenne supérieure à 40 pb.

Les marchés d'actions sont sans tendance avec des cycliques en sous-performance. Nvidia ne suffit plus à tirer les marchés à la hausse. Le dollar et l'or témoignent d'une préférence pour la sécurité.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	25-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.04%	-15	-8	-37
EUR Bunds 10a	2.25%	-13	-5	+22
EUR Bunds 2s10s	20.7bp	+2	+3	+59
USD Treasuries 2a	4.34%	+6	+24	+9
USD Treasuries 10a	4.35%	-7	+11	+47
USD Treasuries 2s10s	0bp	-13	-13	+37
GBP Gilt 10a	4.38%	-9	+14	+84
JPY JGB 10a	1.08%	-1	-10	-51
EUR Spreads Souverains (10a)	25-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	82bp	+9	+8	+28
Italie	128bp	+8	+2	-40
Espagne	74bp	+5	+4	-23
Inflation Points-morts (10a)	25-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	1.93%	-6	-5	-20
USD 10a Inflation Swap	2.54%	0	+7	+13
GBP 10y Inflation Swap	3.59%	+1	+1	+5
EUR Indices Crédit	25-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	107bp	+7	+3	-31
EUR Agences OAS	65bp	+5	+4	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	57bp	+10	+3	-21
EUR High Yield Pan-européen OAS	328bp	+6	-14	-71
EUR/USD Indices CDS 5a	25-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	57bp	+1	0	-2
iTraxx Crossover	304bp	+3	-4	-10
CDX IG	49bp	0	-4	-8
CDX High Yield	300bp	-7	-28	-56
Marchés émergents	25-nov.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	330bp	-3	-13	-54
Devises	25-nov.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.049	-0.973	-2.853	-5.0
GBP/USD	\$1.258	-0.671	-2.939	-1.2
USD/JPY	JPY 154	0.207	-1.341	-8.6
Matières Premières	25-nov.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$74.9	\$1.6	-\$0.7	0.3
Or	\$2 679.4	\$68.9	-\$68.2	29.9
Indices Actions	25-nov.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 969	1.68	2.78	25.1
EuroStoxx 50	4 807	0.34	-2.76	6.3
CAC 40	7 267	-0.16	-3.08	-3.7
Nikkei 225	38 780	1.46	2.28	15.9
Shanghai Composite	3 264	-1.81	-1.09	9.7
VIX - Volatilité implicite	15.12	-2.95	-25.63	21.4

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 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 ...25/11/2024

Natix 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 Natix 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 Natix 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 Natix Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natix 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 Natix 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 Natix 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 Natix 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