



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 : Les marchés américains sous le choc de DeepSeek**

par Axel Botte

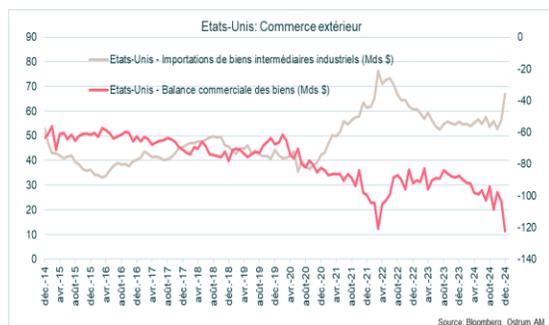
- DeepSeek a lancé deux nouveaux modèles d'IA open source, venant concurrencer GPT-4o tout en réduisant les coûts et la consommation de ressources ;
- DeepSeek devrait favoriser l'accès à l'IA des petites entreprises, et remettre en question l'intérêt des puces les plus avancées et coûteuses. Cette évolution est bienvenue, bien que les leaders du secteur doivent désormais s'adapter à une rentabilité incertaine sur leurs investissements massifs dans l'intelligence artificielle ;
- Il est à noter que DeepSeek pourrait n'être que la partie émergée de l'iceberg, alors que la Chine rattrape son retard sur ses concurrents en matière de semi-conducteurs et d'autres technologies avancées.
- Par suite de cette annonce, les actions technologiques américaines ont chuté fortement, avant un rebond effaçant ces pertes sur les deux jours suivants. Ce mouvement de marché isolé est rarissime, la plupart des titres ayant clôturé en hausse lundi ;
- L'annonce de DeepSeek constitue un signal d'alarme pour les marchés, obligeant les investisseurs à réévaluer les valorisations technologiques et le thème de l'exceptionnalisme de la croissance américaine. Une forte exposition à l'endettement parmi les investisseurs en actions pourrait accroître le risque de baisse pour les marchés boursiers, en cas de détérioration du sentiment des investisseurs.

● **La revue des marchés : Le choc puis l'accalmie sur les marchés**

par Axel Botte

- Le PIB américain en croissance de 2,3 % au 4^{ème} trimestre grâce à la consommation ;
- La Fed laisse les Fed funds inchangés, la BCE assouplit comme prévu ;
- Le Bund sous 2,50 %, resserrement généralisé des spreads ;
- Les actions absorbent le choc DeepSeek, l'EuroStoxx 50 en hausse de 8% en janvier.

● **Le graphique de la semaine**



La menace tarifaire agitée par Donald Trump a donné un coup de fouet à la demande d'importations en fin d'année dernière. Les entreprises, anticipant les barrières douanières, ont augmenté significativement leurs achats de biens intermédiaires étrangers.

La hausse des importations a dégradé le déficit de la balance des biens qui s'élève au niveau record de 122 Mds \$ en décembre 2024.

● **Le chiffre de la semaine**

0%

L'activité est ressortie stable en zone euro au 4^{ème} trimestre. L'Allemagne et la France ont vu leurs PIB se contracter de 0,2 % et 0,1 % respectivement alors que l'Espagne caracole en tête avec une croissance trimestrielle de 0,8 %.

Source : Bloomberg

- **Le thème de la semaine**

Les marchés américains sous le choc de DeepSeek

Le modèle de DeepSeek remet en cause l'hégémonie technologique américaine dans le domaine de l'intelligence artificielle, en offrant des performances similaires tout en consommant beaucoup moins de ressources. Cette avancée pourrait avoir des implications profondes pour la croissance économique, ces technologies moins coûteuses favorisant une adoption plus rapide de l'IA. Le défi posé aux géants de la technologie américaine pourrait peser sur le sentiment du marché et infléchir les flux de capitaux au détriment de Wall Street. Bien que la réaction initiale des indices ait été relativement limitée, les valorisations élevées des actions et le niveau de levier utilisé par les investisseurs augmentent les risques de correction.

Les marchés ont-ils oublié la destruction créatrice ?

L'annonce de DeepSeek a provoqué une onde de choc à l'ouverture des marchés boursiers le 20 janvier. Les principaux acteurs technologiques ont enregistré des pertes significatives, Nvidia perdant près de 600 milliards de dollars de capitalisation boursière au cours de cette séance. Bien que nous ne puissions anticiper pleinement les conséquences de cette annonce, la réaction immédiate du marché nous rappelle que la destruction créatrice reste une constante dans le secteur des hautes technologies.

Le déplacement de la frontière technologique est un moteur clé de la croissance, et les anciens leaders peuvent être rapidement éclipsés, comme l'ont illustré les trajectoires d'Altavista, de Cisco Systems, de Nokia, d'AOL et de Yahoo. Le capital investi dans l'intelligence artificielle est considérable et soulève la question de sa rentabilité : quel sera le rendement marginal des investissements chiffrés en dizaines de milliards de dollars des géants technologiques d'aujourd'hui ? Dans ce contexte en perpétuelle évolution, la capacité d'adaptation de ces entreprises sera cruciale pour assurer leur pérennité.

L'annonce de DeepSeek

DeepSeek a réalisé des avancées significatives dans la technologie de l'IA avec l'introduction de deux nouveaux modèles : DeepSeek-V3 et DeepSeek-R1. Ces modèles rivalisent avec les performances de systèmes d'IA leaders tels que GPT-4o et O1 d'OpenAI, tout en consommant beaucoup moins de ressources. DeepSeek affirme avoir formé le DeepSeek-V3 pour un coût d'un peu plus de 5 millions de dollars, soit un budget très inférieur aux 100 millions de dollars ou plus dépensés par ses concurrents. Leurs gains d'efficacité proviennent d'innovations techniques permettant d'économiser de la mémoire et d'améliorer les performances grâce à une architecture particulière.

En termes d'efficacité d'inférence, les modèles de DeepSeek ne nécessitent que deux puces NVIDIA standards, coûtant environ 2 000 dollars chacune, contre plusieurs puces NVIDIA H100, pouvant atteindre environ 40 000 dollars chacune, pour d'autres modèles. Le modèle DeepSeek-V3 utilise une architecture de mélange d'experts (MoE) avec 671 milliards de paramètres, mais n'en active que 37 milliards à tout moment, ce qui réduit considérablement l'utilisation de la mémoire tout en maintenant une haute performance. Ce design modulaire permet à DeepSeek de stocker d'énormes quantités

Le spectre du cygne noir

DeepSeek rivalise avec ChatGPT ou O1 en restant beaucoup moins cher

de connaissances sans la surcharge computationnelle associée à d'autres modèles.

DeepSeek met également l'accent sur la transparence « open-source », fournissant des rapports techniques détaillés et un code « open-source » qui permettent la réplique et l'innovation continue au sein de la communauté IA. Leurs services API sont 95 % moins chers que ceux de concurrents comme OpenAI et Anthropic, un avantage de coût découlant de leurs processus d'entraînement et d'inférence innovants plutôt que d'une réduction de la marge bénéficiaire. De plus, le modèle R1 introduit des capacités de raisonnement auto-vérifiant développées grâce à un apprentissage par renforcement, améliorant le raisonnement structure et permettant des comportements émergents tels que la reconnaissance d'erreurs et l'auto-correction lors de l'inférence.

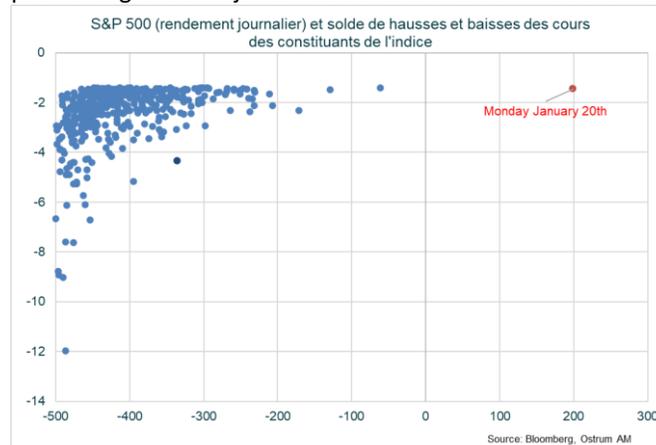
Les innovations de DeepSeek pourraient démocratiser l'IA, permettant aux petites entreprises et aux développeurs de rivaliser efficacement sans avoir besoin de ressources considérables. Cela pourrait réduire la demande de semi-conducteurs avancés de NVIDIA, les processus d'entraînement et d'inférence de DeepSeek nécessitant beaucoup moins d'unités. Des acteurs majeurs comme Meta et OpenAI étudieraient déjà les méthodes de DeepSeek pour rendre plus efficaces leurs propres opérations. Cependant, des doutes subsistent quant à la consommation réelle de puissance de calcul par DeepSeek et à la possibilité pour d'autres laboratoires de reproduire ses gains d'efficacité. Si elles étaient largement diffusées, les techniques de DeepSeek pourraient réduire considérablement les besoins en calcul et redéfinir l'économie du développement de l'IA, prouvant qu'il est possible d'atteindre une IA de haute qualité permettant d'établir un avantage concurrentiel sans investissements démesurés en ressources.

Réaction limitée du marché, mais DeepSeek est un signal d'alarme

Une séance de correction inhabituelle

L'annonce de DeepSeek intervient quelques jours avant les résultats du 4^{ème} trimestre 2024 des grandes entreprises technologiques américaines, dont Microsoft et Meta. Les investisseurs s'accordent sur le fait que les valeurs de technologie intègrent une trajectoire bénéficiaire élevée pour les années à venir. La prolongation du boom actuel de l'IA est la condition *sine qua non* du maintien de ces niveaux de valorisation. Les investisseurs attendent des éclaircissements de la part de ces géants de la technologie sur ces enjeux majeurs.

La dynamique du marché, en séance du lundi 20 janvier est inhabituelle en ce sens qu'une baisse d'1,5 % ou plus pour l'indice S&P 500 est en général associée à une chute pour une grande majorité des constituants de l'indice. On observe normalement un



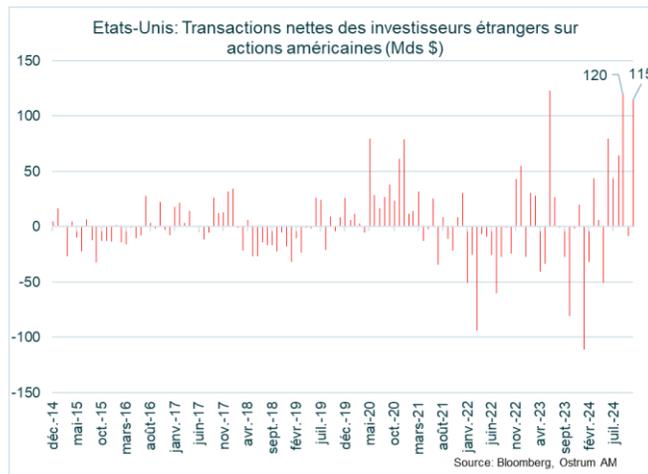
nombre de titres en baisse bien supérieur au total des hausses. Ce ne fut pas le cas lundi dernier. Le Nasdaq 100 a chuté de 3 % et Nvidia a plongé de 17 %, mais la majorité des actions du S&P 500 ont terminé la journée en hausse, avec un bilan hausses/baisses

positif de +198 (350 actions en gain et 152 en perte). De la même façon, l'indice S&P 500 équi pondéré a connu une séance étonnante au cours de la journée.

Il est difficile de quantifier l'impact d'une révolution telle que celle DeepSeek dès le premier jour, mais cette annonce doit être un signal d'alarme pour les entreprises américaines. Le fait que des modèles « open-source » puissent surpasser des modèles propriétaires bouscule l'ordre établi. La valeur pour les actionnaires en sera affectée, bien que l'accès élargi à des technologies avancées moins coûteuses facilitera aussi l'adoption de l'IA et ouvrira de nouvelles opportunités pour d'autres acteurs économiques. Comprendre comment DeepSeek a réussi à réduire le coût de ses modèles sera néanmoins essentiel pour les capitaines d'industrie américains. De plus, DeepSeek pourrait n'être que la partie émergée de l'iceberg. La Chine pourrait ainsi avoir déjà comblé une grande partie de son retard dans la conception des semiconducteurs les plus avancés.

Le marché pourrait remettre en cause la thématique de l'exceptionnalisme américain

La thématique boursière de l'exceptionnalisme de la croissance américaine, propulsé par l'essor de l'intelligence artificielle, pourrait désormais avoir atteint sa limite. Les investisseurs étrangers ont embrassé l'idée de la domination incontestée de l'Amérique



dans le domaine technologique, ce qui s'est traduit par d'importants flux de capitaux vers les marchés d'actions américaines. En novembre 2024, les achats nets d'actions américaines par les non-résidents ont représenté 114 milliards de dollars, soit le troisième total mensuel jamais observé. Ce flux

acheteur représente environ 3 % de la capitalisation boursière du marché boursier américain (en utilisant l'indice Russell 2000 comme proxy).

Cependant, un changement de sentiment envers la Chine pourrait rééquilibrer les flux de capitaux mondiaux, à mesure que la suprématie technologique américaine est remise en cause. Une vague de pessimisme pourrait déclencher une correction sur les bourses américaines. L'ampleur de la correction éventuelle dépendra de plusieurs facteurs, notamment du niveau de levier financier des investisseurs. Les données de la FINRA offrent un aperçu de la situation financière des investisseurs américains. La situation financière des investisseurs correspond à la trésorerie



disponible et au solde en crédit dans les comptes d'appels de marge, nets de la *margin debt*. Un chiffre négatif indique l'effet de levier. En janvier 2025, la position de dette nette des intervenants sur le marché actions américain s'élève au niveau record de 542 milliards de dollars, soit un peu plus de 1 % de la capitalisation boursière.

La dette nette rapportée à la capitalisation boursière a déjà dépassé les niveaux actuels à deux reprises (1,35 % en avril 2018 et 1,25 % en octobre 2021). Dans ces deux cas, une hausse des droits de douane ou une politique monétaire plus restrictive avaient provoqué une diminution forcée du levier et une baisse subséquente des cours. Compte tenu des niveaux de levier actuels, un retournement du sentiment du marché pourrait précipiter des flux de liquidation.

X

Conclusion

L'annonce de DeepSeek a surpris les marchés boursiers américains. Bien que les marchés aient effacé leurs pertes en deux jours, l'émergence de modèles d'IA avancés et peu coûteux en provenance de Chine pourrait contraindre les investisseurs à réévaluer l'hégémonie américaine dans le domaine de l'IA et à ajuster en conséquence les valorisations des valeurs du secteur.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Le choc puis l'accalmie sur les marchés

L'actualité des Banques centrales a été occultée par le choc DeepSeek et la hausse du déficit commercial américain. En Europe, les actifs risqués surperforment. Les actions s'inscrivent en hausse de 8% en janvier.

L'annonce de DeepSeek semble favoriser les réallocations de portefeuilles vers de nouvelles thématiques. Les actions de la zone euro en profitent d'autant que la BCE paraît résolue à maintenir un biais durablement accommodant. La Fed est plus hésitante compte tenu d'une situation conjoncturelle plus favorable, malgré le déséquilibre de la croissance. Les spreads souverains et de crédit témoignent encore de l'optimisme des intervenants malgré un environnement international délétère emmaillé des menaces tarifaires de Donald Trump.

L'économie américaine affiche une croissance de 2,3 % au 4^{ème} trimestre 2024. La consommation des ménages en est le moteur (+4,2 %) et notamment les dépenses en biens durables (+12,1 % après 7,6 % au trimestre précédent). La menace de relèvement des droits de douane à la prise de fonction de Donald Trump a temporairement stimulé la consommation. En revanche, l'investissement productif ralentit et la hausse de 5,3% de l'investissement résidentiel contraste avec la chute des promesses de ventes. Par ailleurs, la contribution nulle du commerce extérieur est incompatible avec la dégradation historique de la balance des biens (déficit de 122 Mds \$ en décembre). La Fed a maintenu ses taux inchangés dans ce contexte économique favorable. En zone euro, la BCE a réduit ses taux de 25 pb comme attendu. La croissance nulle en zone euro cache une hétérogénéité entre les pays membres difficile à appréhender pour la Banque centrale d'autant que l'inflation reste supérieure à l'objectif de 2 %. La BCE poursuivra néanmoins l'assouplissement.

L'émergence de DeepSeek semble remettre en cause le principal moteur de la performance boursière américaine. Les publications mitigées des géants de la technologie ont aussi alimenté une volatilité, qui épargne le reste de la cote et les marchés européens. Les taux longs se sont stabilisés autour de 4,50 % sur le T-note et 2,50 % sur le Bund. Le biais de la BCE pèse sur le court de sorte que la pente de la courbe s'accroît de nouveau (+ 6 pb sur le 2-10 ans). Au Japon, Ueda semble désormais enclin à poursuivre le resserrement monétaire. Le 10 ans japonais renoue avec ses sommets de l'année. Quant aux spreads souverains, la forte demande institutionnelle lors des syndications de janvier occulte totalement le désengagement de la BCE. Le spread de l'OAT 10 ans affiche même la meilleure performance depuis le début de l'année (-10 pb). Les swap spreads restent réduits et le crédit poursuit sa phase de surperformance. Les fonds continuent de collecter et le primaire s'est ralenti à l'approche de la saison des résultats. Les spreads sur l'investment grade ressortent à 82 pb et le high yield suit la forte hausse des marchés d'actions (-8 pb). Sur les marchés d'actions, le choc de DeepSeek à l'ouverture lundi (-3 % sur le Nasdaq) s'est rapidement résorbé. Les marchés européens sont en hausse de 8% depuis le début de l'année. La hausse profite à tous les styles de gestion à l'exception des petites valeurs. Les banques, la santé et les biens personnels surperforment.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	3-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.05%	-20	-11	-4
EUR Bunds 10a	2.4%	-13	-3	+3
EUR Bunds 2s10s	34.8 bp	+7	+9	+7
USD Treasuries 2a	4.23%	+4	-5	-1
USD Treasuries 10a	4.51%	-2	-8	-5
USD Treasuries 2s10s	28 bp	-5	-3	-5
GBP Gilt 10a	4.5%	-9	-10	-7
JPY JGB 10a	1.25%	+4	-7	-5
EUR Spreads Souverains (10a)	3-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	72 bp	-2	-2	-11
Italie	111 bp	+1	+2	-5
Espagne	61 bp	-1	+1	-8
Inflation Points-morts (10a)	3-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.02%	+2	+5	+9
USD 10a Inflation Swap	2.59%	+4	+13	+12
GBP 10y Inflation Swap	3.61%	+4	+4	+9
EUR Indices Crédit	3-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	91 bp	-4	-11	-11
EUR Agences OAS	55 bp	+0	-7	-7
EUR Obligations sécurisées OAS	51 bp	+0	-6	-6
EUR High Yield Pan-européen OAS	307 bp	-1	-11	-11
EUR/USD Indices CDS 5a	3-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	55 bp	+0	-2	-3
iTraxx Crossover	294 bp	+0	-13	-19
CDX IG	49 bp	0	0	-1
CDX High Yield	302 bp	0	-4	-10
Marchés émergents	3-févr.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	316 bp	+0	-9	-9
Devises	3-févr.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.030	-1.792	-0.068	-0.5
GBP/USD	\$1.241	-0.489	-0.072	-0.8
USD/JPY	JPY 155	-0.233	1.688	1.8
Matières Premières	3-févr.-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$75.6	-\$0.6	-\$0.4	1.8
Or	\$2 818.7	\$85.0	\$178.5	7.4
Indices Actions	3-févr.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	6 002	-0.17	1.00	2.0
EuroStoxx 50	5 212	0.46	7.00	6.5
CAC 40	7 846	-0.76	7.75	6.3
Nikkei 225	38 520	-2.64	-3.45	-3.4
Shanghai Composite	3 251	0.19	1.22	-3.0
VIX - Volatilité implicite	18.03	0.73	11.78	3.9

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-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 ...03/02/2025

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