



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

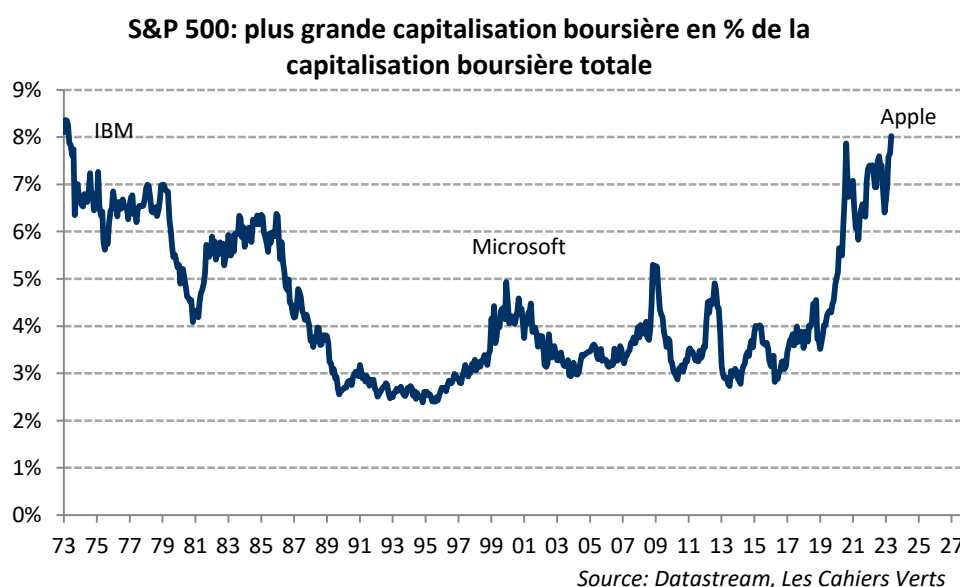
Chronique hebdomadaire
30 juin 2023

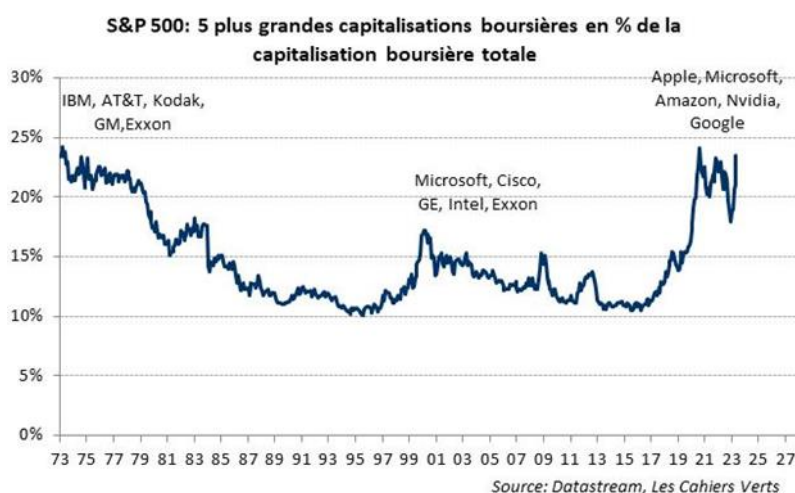
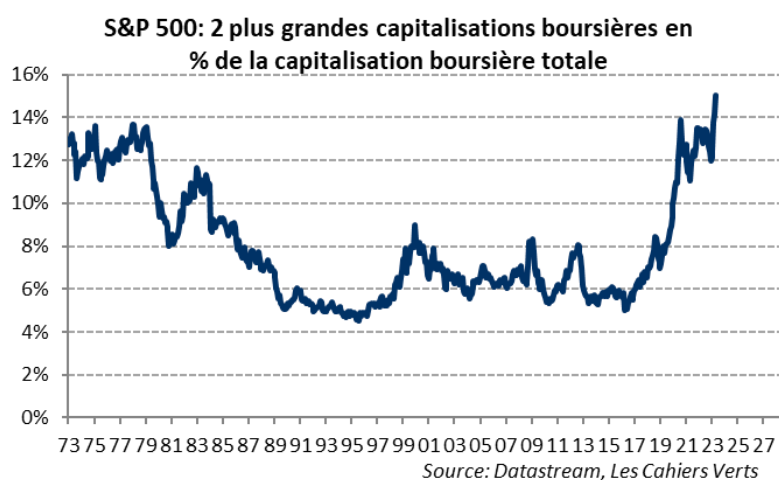
Concentration du marché actions américain : danger ?

Le débat sur la concentration du marché actions américain n'est pas nouveau ; il intervient même de façon récurrente. Mais aujourd'hui, force est de reconnaître que la concentration du marché actions américain est, par certains côtés, extrême.

Que l'on prenne la principale valeur au sein du S&P 500, les 2 principales ou les 5 principales, on se retrouve à des niveaux que l'on n'avait pas vus depuis le début des années 70, c'est-à-dire lors de la période des « Nifty-Fifty » (cf. graphiques ci-dessous). Une époque caractérisée par un engouement des investisseurs pour les Big Caps réputées stables et solides (IBM, ATT, General Motors, ...). Engouement qui s'acheva avec le démarrage d'un grand et long bear market en janvier 1973.

On dépasse de ce point de vue les niveaux de concentration du sommet de la bulle Internet en mars 2000 et les titres « stars » de l'époque (Microsoft, Cisco, Intel...).



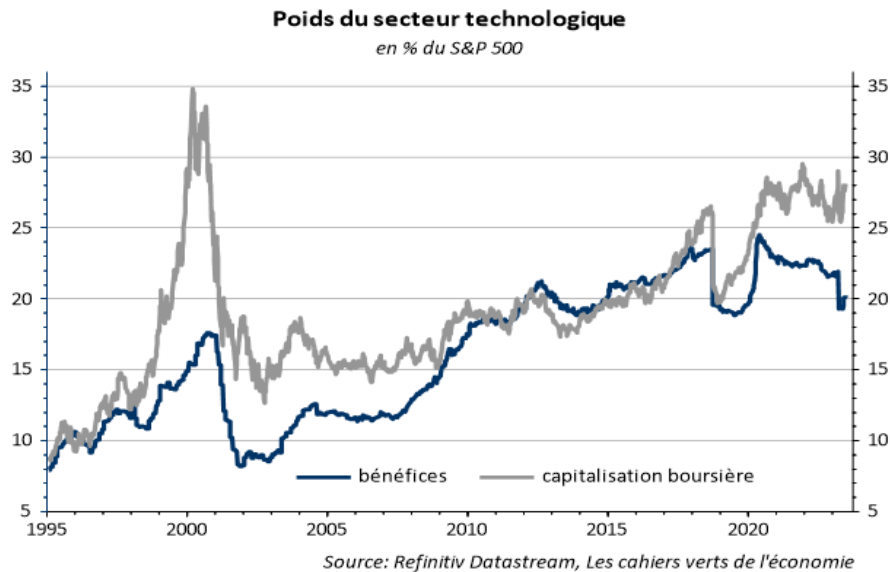


En outre, cette concentration s'effectue au profit d'entreprises du même « secteur », contrairement à l'époque des Nifty-Fifty. Or, le risque de concentration est plus élevé dans ce cas-là en cas de choc idiosyncratique qui frapperait le secteur lui-même. On pense en particulier aux différents projets de régulation sur l'intelligence artificielle.

Il faut cependant apporter des nuances à ce constat.

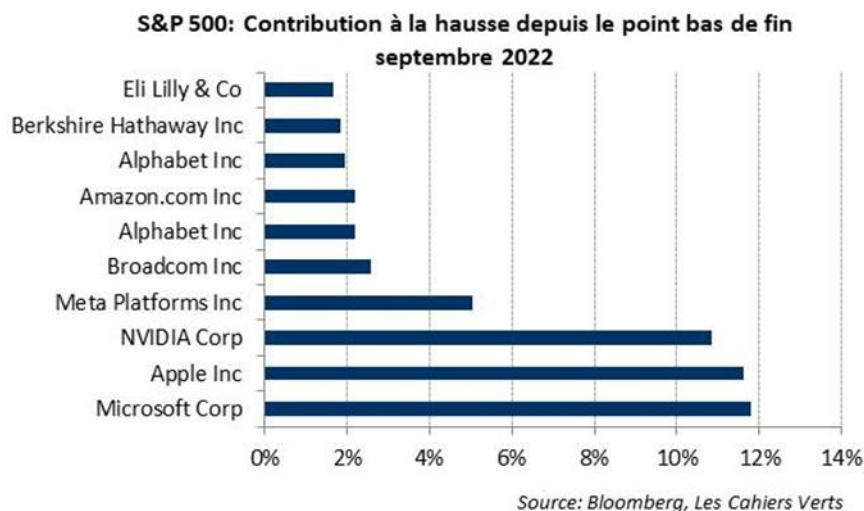
D'abord, si l'on prend en compte les 50 principales valeurs, le niveau de concentration est plus faible, autour de 80/85 centile, sous les niveaux de la bulle internet.

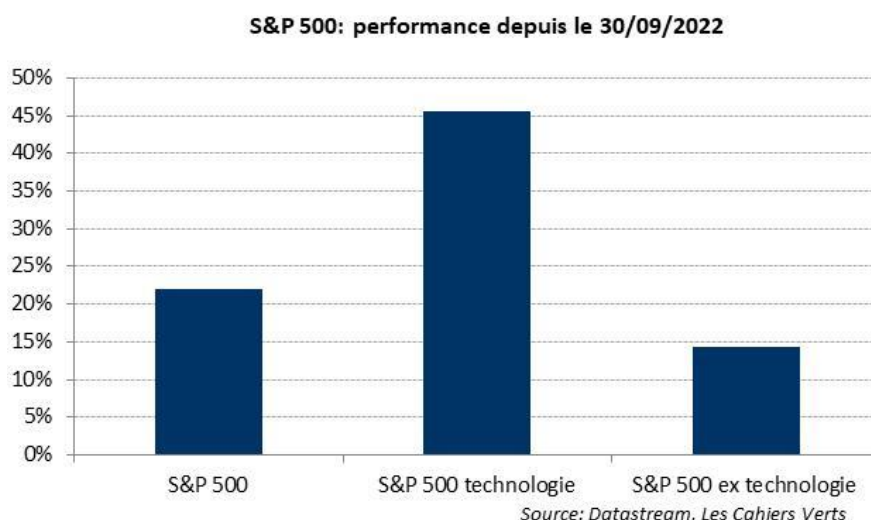
Ensuite, la concentration du marché américain est une donnée plus structurelle que conjoncturelle. La croissance du poids de la tech dans la capitalisation et dans les bénéfices du S&P 500 remonte à une trentaine d'années (cf. graphique ci-dessous).



Par ailleurs, si l'on appréhende la concentration non pas en termes de poids mais en termes de performance, on ne situe pas sur des niveaux extrêmes. Depuis le démarrage du rally de début octobre 2022, les 3 premières sociétés ont, certes, contribué à plus d'un tiers de la performance du S&P 500. Et le secteur tech a apporté 12% sur les 22% de performance depuis le point bas. Mais ce ne sont pas des données extravagantes.

Au total, la tech, après avoir largement sous-performé entre novembre 2021 et décembre 2022, a rattrapé une partie de son retard depuis 6 mois, voilà tout. Le marché hors tech a de son côté progressé plus modestement depuis fin septembre 2022 et est assez stable au total depuis mi-2021. (cf. graphiques ci-dessous)

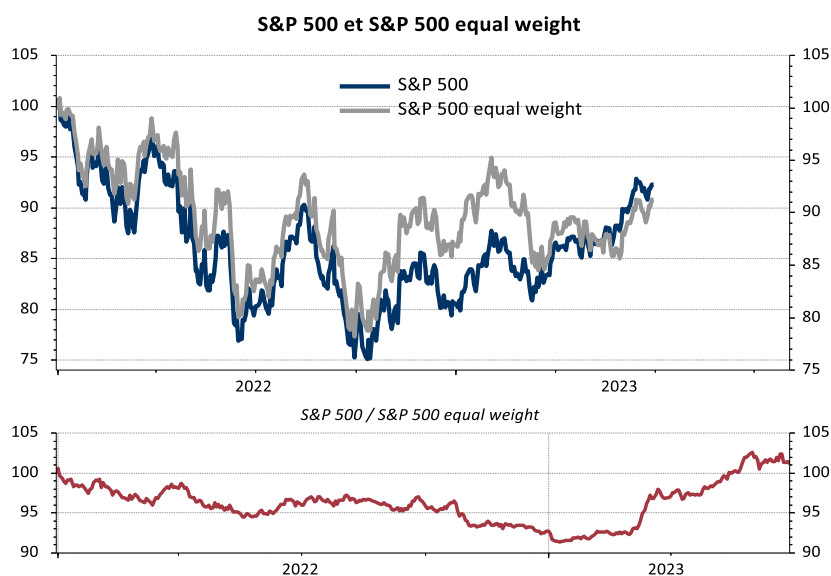




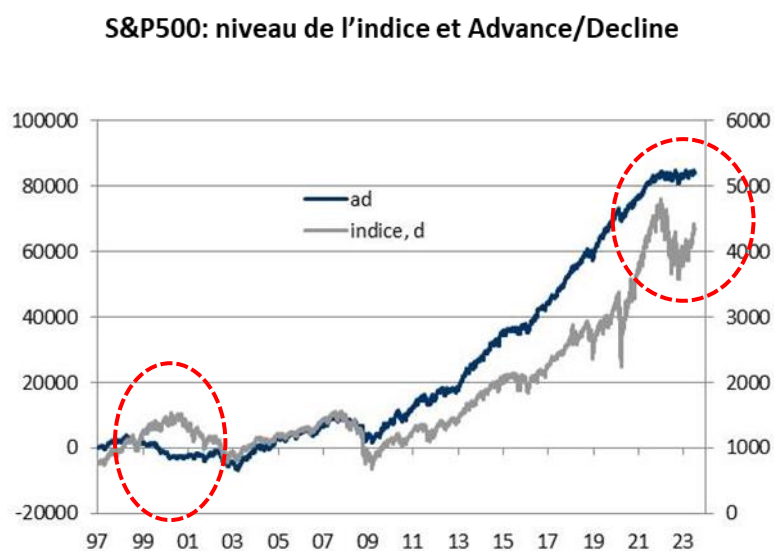
De manière plus générale, la divergence entre la performance du S&P 500¹ et celle du S&P500 équipondéré (S&P 500 Equal weight, chaque valeur a le même poids) n'est pas si énorme que ça.

Si on regarde plus précisément depuis le point haut de janvier 2022 (cf. graphique ci-dessous), la performance du S&P500 et celle du S&P500 équipondéré sont quasiment identiques, ce qui accrédite la thèse d'une sous-performance de la Tech dans un premier temps (novembre 2021 à décembre 2022), suivie d'un rattrapage par la suite (depuis décembre 2022). Par ailleurs, n'oublions pas qu'il n'y a pas eu que la tech qui a sur performé, mais aussi les stratégies qualité, défensives et low vol.

¹ Rappelons que l'indice S&P500 est pondéré par la capitalisation flottante (*free-float market capitalization-weighted methodology*).



Même remarque si l'on s'appuie sur la Advance/Décline Line (indicateur qui mesure la différence entre le nombre de valeurs qui progresse et celui des valeurs qui baisse). Il n'y a pas d'anomalie majeure (cf. graphique ci-dessous), contrairement à la fin des années 90 où l'indice progressait alors que l'Advance/Décline baissait.



Enfin et surtout, ce phénomène de concentration ne doit pas conduire à des jugements intempestifs sur l'existence d'une bulle actions.

S'il est vrai que les bulles se caractérisent par un rétrécissement du nombre de valeurs sur lesquelles s'appuie l'envolée des actions, il y a de nombreuses composantes propres aux bulles qui ne sont absolument pas présentes aujourd'hui. Rappelons que nous avons identifié depuis très longtemps 8 autres caractéristiques des bulles actions² : valorisation absolue extravagante ; prime de risque très faible/négative ; soudaine accélération des indices en fin de période ; puissante envolée des IPOs ; climat d'euphorie ; politique monétaire très accommodante ; afflux d'investisseurs individuels ; emballement de la volatilité quotidienne.

Au total, le phénomène actuel de concentration sur le marché actions n'est pas en soi très préoccupant. Tout au plus cela accentue le niveau de risque pris sur le marché (moindre diversification interne de l'indice).

Qu'en conclure sur le plan de la stratégie d'investissement à 6 mois ?

La période récente n'est pas extravagante du point de vue de la concentration et il faut ajouter qu'elle n'est pas illogique au regard du contexte le plus probable au cours des prochains mois. Même si nous excluons une récession formelle aux Etats-Unis, la croissance américaine restera faible, voire très faible au cours des prochains trimestres. Or, les phases préalables à un fort ralentissement ou à une récession se caractérisent par une surperformance du style Growth vs Value, des valeurs défensives vs cycliques, des Big caps vs Small caps et, d'une manière générale, des stratégies Low Vol et Defensive Quality.

Dans un tel contexte, le phénomène de concentration en cours a toutes chances de se renforcer ou au moins de se maintenir au cours des prochains mois.

Nous maintenons donc nos choix stratégiques déjà exprimés dans nos précédentes publications, en particulier dans le mensuel Asset Allocation :

- Long Growth vs Value (neutre Nasdaq)
- Long low vol
- Long defensive quality
- Long défensives vs cycliques
- Short valeurs/secteurs à beta élevé

² Chronique hebdomadaire du 7 janvier 2022 : « Une bulle actions qui corrigerait ? Non »