



# Concentration du marché et risque géopolitique

## Deux enjeux clés

Deux tendances fortes se dégagent sur les marchés actuels : les niveaux de concentration historiques des marchés d'actions américains ainsi que le retour du risque géopolitique découlant de la rivalité entre les États-Unis et la Chine. Comment analyser ces deux thématiques pour les investisseurs ?

### **Concentrations de marché : le cas des actions américaines**

#### **Concentration du top 5 : un niveau inédit**

Lorsqu'on analyse les indices capi-pondérés américains, il est frappant de constater le poids prépondérant de certaines entreprises liées à l'Intelligence Artificielle et à la technologie en général. Les cinq plus grosses capitalisations américaines représentent actuellement environ 30 % de l'indice Bloomberg USA, soit l'équivalent des 500 plus petites capitalisations de cet indice<sup>1</sup>. Pourquoi ce chiffre est-il particulièrement intéressant aujourd'hui ? Premièrement, ce niveau de concentration est inédit, dépassant même celui de la bulle Internet des années 2000. Deuxièmement, on pourrait imaginer que ces plus grosses capitalisations ne se ressemblent pas tant que ça. Pourtant, historiquement, les plus grosses capitalisations de l'indice US sont très corrélées entre elles, et même beaucoup plus que le reste du marché ! Le risque pour l'investisseur « passif » est alors de limiter le nombre de primes de risque auxquels il s'expose, le rendant plus vulnérable en cas de choc systémique.

#### **Décrochage entre valorisations et bénéfices**

Un autre symptôme des concentrations de marchés aux États-Unis est le décrochage entre les

valorisations boursières et les bénéfices des entreprises : les 10 plus grandes capitalisations du S&P 500 représentent près de 40 % de l'indice à fin 2024, alors que leur part dans les bénéfices de l'indice ne dépasse pas 25 %. Ce décrochage a commencé en 2015 et s'aggrave continuellement. De même, les ratios de valorisation (P/E ratio) des dix plus grosses capitalisations de l'indice sont en moyenne 15 % plus élevés que le reste de l'univers.

Cette concentration pose un problème lors des crises, car les indices capi-pondérés maximisent leur exposition aux secteurs les plus concentrés juste avant les crises : le secteur pétrolier en 1972, le secteur IT en 2000, le secteur bancaire en 2007, etc.

#### **La peur du « FOMO » pour les gérants actifs**

Une des causes de la concentration toujours plus forte des marchés réside dans le fait que les gérants actifs, pour surperformer, n'ont pas d'autre choix que d'être aussi exposés que l'indice à ces fameuses concentrations.

Les inégalités de rendement dans les indices, liées aux méga caps, sont essentielles pour comprendre les marchés récents. En d'autres termes, les gérants actifs doivent détenir une part significative de ces grandes capitalisations



**Axel CABROL**

Co-Deputy CIO

**tobam\***  
unbiased.

(Nvidia & co) pour espérer rivaliser avec la gestion passive. Ce que nous disons chez TOBAM, c'est que suivre cette concentration pour faire sa sélection de titres est dangereux. Un indice étant le résultat de tous les paris des investisseurs, plus l'indice est concentré, plus le risque de concentration se répand auprès de l'ensemble des investisseurs.

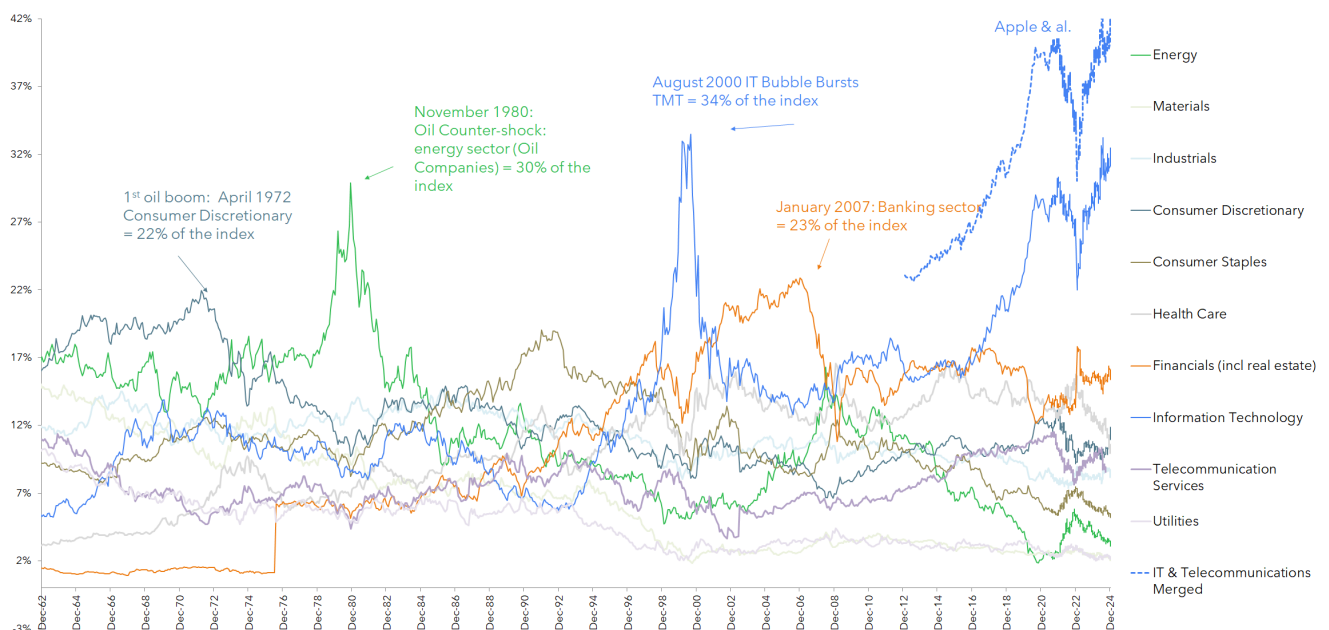
Si ce risque venait à se matérialiser, les conséquences seraient systémiques ! Il y a par ailleurs peu de chance que la gestion active traditionnelle suffise à éviter le problème. Notre stratégie brevetée Maximum Diversification® vise à construire des portefeuilles maximisant le ratio de diversification (mesure créée par TOBAM

pour mesurer l'exposition d'un portefeuille aux primes de risque du marché). En privilégiant la diversification et en analysant les corrélations et les poids, nous cherchons à obtenir un portefeuille moins volatil et mieux diversifié, qui, à long terme, délivre un meilleur rendement et offre une véritable protection pendant les périodes de déconcentration.

### Le retour du risque géopolitique

Un autre sujet brûlant de l'actualité économique et financière est le retour du risque géopolitique découlant de la rivalité entre les États-Unis et la Chine. Chez TOBAM, nous sommes convaincus qu'investir en Chine comporte des risques pour

### Marchés actions US : poids des secteurs



le rendement à long terme. Une analyse sur 25 ans montre que la performance des marchés actions chinois est inférieure à celle des autres marchés émergents et développés, malgré une croissance économique soutenue en Chine.

### Les résultats de la recherche académique

Pourquoi cette situation ? Plusieurs arguments issus de la recherche académique viennent étayer notre analyse.

En novembre dernier, le professeur Daron Acemoglu, professeur du MIT, a reçu le prix Nobel d'économie pour son travail démontrant l'importance d'institutions démocratiques solides dans la prospérité d'un pays. Dans un papier publié en 2019, Acemoglu étudie le lien spécifique entre le PIB par tête et le développement des institutions démocratiques.

Les conclusions sont sans équivoque :

- Il y a un effet causal positif de la démocratie sur la croissance économique.
- Un pays qui passe de l'autocratie à la démoc-

cratie réalise ~20 % de croissance du PIB/habitant supplémentaire au cours des 25 prochaines années par rapport à un pays qui reste autocratique.

- La démocratisation entraîne des investissements plus importants dans le capital, l'éducation et la santé.

- L'effet de la démocratie ne dépend pas du niveau initial de développement économique ou du niveau de revenus.

Le deuxième argument soulevé par la recherche académique est un avertissement : il ne faut pas accorder une confiance aveugle aux estimations de croissance du PIB des pays dirigés par des autocrates (L.R. Martinez, 2022). En effet, les recherches menées ont révélé que la croissance du PIB annoncée par les autocraties est surestimée jusqu'à 35 % en moyenne chaque année.



**En utilisant la richesse des données sur le degré de démocratie des pays, il est possible d'évaluer l'impact des autocraties sur chaque entreprise cotée dans les pays démocratiques.**

### Le coût direct et indirect des investissements dans les pays autoritaires

Un autre argument clé consiste à distinguer l'effet direct et indirect d'un investissement dans des pays non démocratiques. Suite à l'invasion

### Performance & expositions par quintile d'AE ("Authoritarian Exposure")

Performances	Q1: lowest AE	Q2	Q3	Q4	Q5: highest AE	Q5-Q1
Annualized return	8.9%	6.6%	3.4%	1.7%	1.2%	-6.9%
Vol	17.4%	18.0%	19.4%	21.4%	22.6%	13.5%
Sharpe ratio	0.51	0.37	0.18	0.08	0.05	-0.51
<b>Excess return regression coefficients</b>						
Market	+1%	+5%	+10%*	+14%*	+15%*	+13%*
SMB	-29%*	-21%*	-11%	-5%	+6%	+35%*
HML	-14%*	+6%	+11%*	+14%*	+19%*	+33%*
UMD	+9%*	+8%	+8.3%	+5%	+7%	-1.7%
QMJ	+9%	-5%	-20%*	-38%*	-51%*	-60%*
BAB	-6%	-2%	1%	-2%	-17%*	-11%
R <sup>2</sup>	14%	5%	10%	18%	26%	35%

de l'Ukraine, les investisseurs en actions russes ont subi des pertes considérables, montrant que l'instabilité potentielle des régimes non démocratiques expose davantage les investisseurs aux événements imprévus.

Mais ce n'est pas tout. Selon l'Université de Yale, plus d'un millier d'entreprises cotées en dehors de la Russie ont réduit leurs opérations dans le pays après l'invasion de l'Ukraine. Les pertes d'investissement sont estimées à 300 milliards de dollars, dépassant la valeur globale des avoirs des investisseurs occidentaux dans les actions russes cotées.

En utilisant la richesse des données sur le degré de démocratie des pays, il est possible d'évaluer l'impact des autocraties sur chaque entreprise cotée dans les pays démocratiques. Cette analyse permet de déterminer l'exposition autoritaire (Authoritarian Exposure, AE) de chaque entreprise démocratique.

Les résultats de cette recherche ont montré que les entreprises cotées sur les marchés développés peuvent présenter une exposition significative aux régimes autoritaires, même de manière indirecte. Avec la montée de l'influence économique des autocraties, cette question devient cruciale pour les investisseurs.

### **L'analyse du risque géopolitique : 3 conclusions**

L'analyse des entreprises situées dans des pays démocratiques conduit à trois conclusions essentielles :

1. Réduire le risque autoritaire permet une amélioration de la performance ajustée du risque.

Les ratios de Sharpe des portefeuilles classés par quintiles d'AE montrent une corrélation claire entre l'exposition autoritaire et des rendements plus faibles (voir graphique ci-dessous).

2. Le risque autoritaire diminue en se débarrassant des actions de mauvaise qualité (« junk ») : Les coefficients de régression des portefeuilles classés par quintile d'AE montrent une diminution significative de l'exposition négative aux facteurs « qualité » avec une réduction du risque autoritaire. Cela suggère qu'une réduction de l'exposition autoritaire est également associée à

une moindre exposition aux actions de qualité inférieure.

3. Le facteur de risque autoritaire est indépendant des autres facteurs et offre une prime de risque négative.

Les faibles valeurs de  $R^2$  des régressions suggèrent l'existence d'un facteur de risque lié à la réduction du risque autoritaire, indépendant d'autres facteurs. Le portefeuille Q5 – Q1 fournit un « proxy » de ce facteur, dont la performance négative inexplicée indique la présence d'une prime de risque négative.

Dans l'ensemble, nos conclusions suggèrent que les investisseurs peuvent construire des portefeuilles avec une faible exposition aux régimes autoritaires sans compromettre leur capacité à capturer des primes de risque à long terme.

Pour illustration, nos stratégies LBRTY®, qui visent à réduire l'exposition directe et indirecte au « facteur de risque » autocratique, surperforment leur indice de référence sur 1, 3 et 5 ans sur les univers EM, ACWI et USA !

1. Source : TOBAM, BBG USA, au 31 décembre 2024.

2. Source: TOBAM, Bloomberg, AQR.

Stocks within the Bloomberg World Developed Index were ranked every month according to their AE. We then constructed quintile portfolios of AE-sorted stocks, weighted by market capitalization. Portfolios were controlled each month for their past one-year volatility and rebalanced so that they were fully invested on average from April 2014 to April 2024.

Regression Coefficients are shown in % to improve readability. Factors Size (SMB), Value (HML), Momentum (UMD), Quality (QMJ) and Betting against Beta (BAB) are those of AQR's Global universe, and the associated Risk-Free rate has been used to compute Sharpe Ratios. \* Indicates that the estimated coefficient is different from zero with a probability of 99%.