

JANVIER 2025

Editorial

Une année 2024 pleine de rebondissements !

2024 s'achève, nous voici à l'heure du bilan et force est de constater que cette année aura eu son lot de surprises et d'évolutions contrastées, tant d'un point de vue boursier qu'économique, politique ou géopolitique.

Les bourses américaines, à l'instar de ce qui avait été observé en 2023, auront une nouvelle fois mené le bal en 2024, avec une performance de +23.84% pour l'indice S&P500 et de +25.98% pour le Nasdaq-100. Ceci contraste fortement avec la relative atonie des bourses européennes, l'indice Eurostoxx50 ne progressant que d'un modeste +7.69%, sans parler du très décevant recul de -3.04% pour le CAC40, conséquence de la prudence des opérateurs quant à la situation hexagonale, caractérisée par une situation parlementaire bloquée et une dette publique en forte hausse, conséquence aussi des replis significatifs observés sur des valeurs importantes de la cote (-45.80% pour ST Micro, -22.98% pour l'Oréal, -11.73% pour LVMH ou encore -9.01% pour TotalEnergies). Les marchés émergents n'auront pas fait mieux avec un petit +5.34% sur 2024, les autorités chinoises prenant visiblement leur temps pour dévoiler tous les détails de leur ambitieux plan annoncé en septembre (l'arrivée prochaine de Donald Trump à la Maison Blanche y est sans doute pour quelque chose). Le Japon semble en revanche avoir tiré son épingle du jeu (+19.22% pour le Nikkei), mais retraitée de l'effet yen, la progression exprimée en dollars retombe à 6.84%.

Large surperformance donc des bourses américaines, même si cette hausse ne s'est pas faite de manière homogène tout au long de l'année. Schématiquement, nous pouvons dire que sur les six premiers mois de 2024, ce sont les mega capitalisations qui ont tiré la bourse US et spécialement les « 7 magnifiques » (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia, Tesla). Le second semestre aura en revanche vu s'enclencher d'autres moteurs de performance. Le meilleur exemple de cette évolution en deux temps réside en Nvidia, révélée par la poussée de l'intelligence artificielle. Nvidia a progressé de +149.46% sur le premier semestre, mais de « seulement » +8.70% sur le second semestre. A l'inverse, des valeurs qui n'avaient rien fait, voire baissé durant la première partie de l'année, telles Carnival Corp ou encore PayPal, se sont réveillées au cours du second semestre, affichant des gains de respectivement 33.12 et 47.08%. Quoi qu'il en soit, la surperformance an-

nuelle des actions américaines par rapport au reste du monde a rarement été aussi importante, avec des valorisations autour de 25x les bénéfiques tandis que les actions européennes et émergentes restent pour l'heure verrouillées dans le bas de la fourchette historique, autour de 14x les bénéfiques. Il est vrai que d'un point de vue macro-économique, les Etats-Unis auront montré une belle résilience avec un PIB de nouveau au-dessus de 3.00% depuis juin dernier. Et en dépit d'une légère remontée du taux d'inflation depuis 3 mois (plus de détails à ce sujet dans notre Special Topic en page 4), la Réserve Fédérale américaine a jugé opportun de baisser ses taux directeurs à trois reprises depuis la mi-septembre, le taux des Fed Funds passant de 5.50% à 4.50% aujourd'hui. Croissance solide, résultats des entreprises US au rendez-vous, politique monétaire plus accommodante, nous avons là un cocktail parfait pour justifier la hausse des multiples sur les actions américaines. L'Europe, engluée dans une croissance molle, des problèmes de compétitivité et d'instabilité politique, un couple franco-allemand au point mort, n'a pas eu cette chance et son évolution boursière en est le témoignage. Cela étant, la tendance est clairement à l'assouplissement des politiques monétaires un peu partout dans le monde. Plus de 60% des banques centrales ont adopté l'an dernier un biais accommodant et ont abaissé leurs taux directeurs lors de leur dernière réunion de politique monétaire. Ceci va rester en 2025 un élément de soutien pour les actions.

Au niveau des taux d'intérêt à long terme, les évolutions ont été également été contrastées, mettant les nerfs des investisseurs obligataires à rude épreuve. Sur les 4 premiers mois de 2024, la vigueur de l'économie US a surpris avec une consommation des ménages toujours soutenue et un secteur manufacturier plutôt résilient. Ajoutons à cela les commentaires de certains membres du FOMC au sujet d'une inflation cœur potentiellement supérieure aux anticipations et nous avons là le terreau pour un mouvement à la hausse sur le rendement des emprunts d'Etat US à 10 ans, de 3.80 fin décembre 2023 à près de 4.70% fin avril. Puis à partir de début mai, ce fut la décrue, portée par des attentes de *softlanding* et par le reflux de l'inflation, l'indice CPI passant de 3.50 fin mars à 2.40% fin septembre. Dans ce contexte, les rendements à 10 ans se sont redétendus, passant de 4.70 à 3.60% mi-septembre. Un beau rallye obligataire de 5 mois mais qui devait prendre fin avec la prise en compte par les opérateurs que l'inflation aurait du

	Q4 2024	FY 2024	Close 31/12/24
DOW JONES	0.51%	12.88%	42,544.22
S&P 500	2.07%	23.31%	5,881.63
FTSE 100	-0.78%	5.69%	8,173.02
EUROST.50	-2.09%	8.28%	4,895.98
CAC 40	-3.34%	-2.15%	7,380.74
FTSE MIB	0.18%	12.63%	34,186.18
MSCI EM	-8.15%	5.05%	1,075.48
CRUDE OIL	5.21%	0.10%	71.72
GOLD	-0.38%	27.22%	2,624.50
EUR/USD			1.0354
EUR/CHF			0.9401
EUR/GBP			0.8275
EURIBOR 1M			2.845%

mal à descendre beaucoup plus bas vers l'objectif des 2% de la Fed, tant le marché du travail américain s'est montré solide en ce début d'automne. Sans oublier les anticipations de victoire du candidat Trump, perçu à juste titre comme pro-business, mais également comme un profil un peu plus « inflationniste » que sa concurrente Kamala Harris, surtout dans un contexte de guerre commerciale et de retour des barrières douanières. Ceci explique que les rendements longs se soient nouveau tendus entre mi-septembre et fin décembre, passant de 3.60 à 4.60%, pesant ainsi sur les performances obligataires. Mentionnons néanmoins pour être tout à fait exhaustif que sur l'année complète, les segments obligataires à *beta* plus élevés (obligations *high yield*, dette financière subordonnée, obligations *corporates* des pays émergents) ont surperformé les emprunts d'Etat, affichant parfois des performances proches de 10%. L'appétit plus prononcé pour le risque combiné au portage attractif aura en effet permis de compenser ici la volatilité des taux d'intérêt dans un contexte de taux de défaut contenu autour de 5% pour la dette *high yield*. Attention toutefois, les valorisations se sont tendues, spécialement aux Etats-Unis et la prime de risque crédit est désormais à son plus bas niveau depuis 10 ans, tant sur les segments *investment grade* que *high yield*.

Signalons enfin pour terminer cette revue 2024 qu'en dépit de la tendance plutôt *risk-on* sur les actifs risqués cette année, les instruments de diversification se sont remarquablement bien comportés. Franc suisse, métaux précieux, bitcoin... Tous ces instruments ont suscité de l'intérêt auprès des investisseurs et s'échangent proche de leurs niveaux historiques. Il est vrai que le monde reste en ébullition avec un conflit en Ukraine toujours pas résolu, impliquant désormais des combattants nord-coréens



sur le sol européen. Impensable il y a quelques mois encore. Le Moyen-Orient reste pour sa part une cocotte-minute avec deux sujets prégnants, le nucléaire militaire iranien et le nouveau pouvoir en Syrie, mis en place avec la bénédiction de la Turquie. Le courant populiste gagne du terrain partout en Europe, les grands équilibres géopolitiques se déplacent, de nouvelles alliances, de nouveaux axes se créent (Iran-Russie-Corée du Nord), tout cela peut créer une certaine anxiété et justifier le recours à ces actifs de protection même si les performances boursières ont plutôt été bonnes.

Dans ce contexte tellement incertain, à quoi faut-il dès lors s'attendre pour 2025 ?

Le retour de Trump devrait provoquer dans un premier temps un durcissement des politiques commerciales et migratoires aux Etats-Unis. Mais concomitamment à ce que l'on pourrait qualifier de choc d'offre négatif, l'anticipation de baisses d'impôt sur les sociétés et la vague de dérégulation annoncée devrait doper la demande domestique. Le mix de tout cela devrait permettre la poursuite d'une croissance réelle autour de 2.5% avec plus ou moins autant d'inflation. Le nouveau président devrait également tenir rapidement ses promesses de baisses d'impôts pour la classe moyenne et accélérer l'effort de réindustrialisation. Il devra alors se confronter à la force d'un dollar boosté par la hausse du Nasdaq. Aura-t-il alors la tentation, comme au cours de son premier mandat, de tenir un discours public débouchant sur un affaiblissement graduel du dollar, manière d'externaliser les coûts d'ajustement de sa politique au reste du monde ? Il est encore probablement un peu tôt pour le dire, mais cela fait partie des points que nous monitorerons de près. Scott Bessent, ex-directeur des investissements chez Soros, pressenti pour être le futur Secrétaire au Trésor de la nouvelle administration a par ailleurs conseillé à Donald Trump de poursuivre une politique du « 3-3-3 » : réduire le déficit budgétaire à 3 % du PIB d'ici à 2028 (ce qui va impliquer de réduire les dépenses gouvernementales), stimuler la croissance vers les 3 % grâce à la déréglementation (ce qui devrait augmenter les revenus fiscaux) et produire 3 millions de barils de pétrole supplémentaires par jour (afin de réduire les prix de l'énergie et contrôler l'inflation).

En zone euro, on scrutera tout particulièrement la trajectoire budgétaire de la France. L'enjeu est important au vu du poids des obligations françaises dans les portefeuilles institutionnels mondiaux. Il est dès lors impératif pour Paris d'opérer un électrochoc permettant de corriger la dérive des comptes publics. La situation actuelle est malheureusement révélatrice de 25 ans d'échec des mécanismes européens de surveillance budgétaire. Une union moné-

taire ne peut pas fonctionner sans un minimum de discipline collective au niveau budgétaire et il ne faudrait pas que les dérives hexagonales fassent resurgir les doutes quant à la soutenabilité de la monnaie unique. La faiblesse actuelle de l'euro est d'ailleurs certainement en partie le reflet de ces doutes.

Pour ce qui est de la Chine, le monde est dans l'expectative. Les autorités ont annoncé en septembre toute une série de mesures de relance destinée à redynamiser l'économie et stimuler le cours des actions. Cependant, l'endettement, le surinvestissement, la bulle immobilière qui a du mal à se dégonfler, la consommation intérieure léthargique et les pressions commerciales internationales continuent d'entretenir les faiblesses structurelles de l'économie chinoise que les plans de relance ne peuvent résoudre à eux seuls. Il sera dès lors intéressant de monitorer la teneur des premières discussions entre Pékin et Donald Trump dès que ce dernier aura pris ses fonctions le 20 janvier prochain.



Au niveau de nos portefeuilles, nous restons pour l'heure exposés sur les actions américaines. La surperformance devrait se poursuivre dans les prochaines semaines compte tenu de l'impact positif des premières mesures de Trump sur la confiance et les dépenses des ménages. Qui plus est, si l'on estime que 2023 et 2024 ont constitué les deux premières années d'un classique *bull market* (qui comme toujours a démarré dans un relatif scepticisme, voire pessimisme, souvenons-nous de début 2023), 2025 pourrait constituer la phase d'optimisme de ce marché haussier de long terme, avec l'accélération des flux entrants positifs pour les actions et un nombre croissant d'investisseurs optimistes dans le marché. Attention toutefois, les craintes relatives aux pressions inflationnistes ou des taux longs trop proches des 5% pourraient amener les opérateurs à s'interroger sur les niveaux de valorisation objectivement très élevés atteints par certains secteurs de la bourse américaine.

C'est en grande partie pour cela que nous ne nous désintéressons pas complètement de l'Europe. Bien au contraire. Le pessimisme désormais assez consensuel sur la zone euro a pour conséquence le fait que certaines sociétés de qualité, moins exposées à l'incertitude politique ou économique, peuvent être accumulées à des prix très inférieurs à ceux de leurs équivalents américains, fournissant ainsi une diversification opportune pour les investisseurs en ac-

tions. Il y a peu à attendre en termes de croissance des bénéfiques en Europe compte tenu du manque de dynamisme de la zone. Mais la cote européenne recèle en son sein de nombreux leaders mondiaux dont les niveaux de valorisation sont devenus très raisonnables, qu'il s'agisse du secteur du luxe, de l'aéronautique, de la santé ou encore de la consommation discrétionnaire.

Valorisations raisonnables également au sein des bourses émergentes, même si en ce qui concerne la Chine, il convient, comme nous l'avons déjà esquissé, d'en savoir un peu plus sur les détails et le *timing* d'implémentation du plan chinois. L'Inde, dotée de ce talent de savoir tisser et entretenir des liens entre le Nord et le Sud Global, va continuer à bénéficier d'une croissance robuste et présente actuellement des valorisations plus détendues qu'il y a 3 mois. Nous demeurons investis sur l'ensemble de la zone.

Etant donné l'importance accrue du poids de la dette et des déficits nationaux un peu partout dans le monde, et tout spécialement en Europe, les impératifs budgétaires vont conduire les banquiers centraux (hors Etats-Unis) à assumer la plus grande partie du soutien économique en 2025. Ceci devrait être positif pour les instruments obligataires dont les rendements, tout particulièrement après la période de tension sur les taux longs de ces dernières semaines, procurent un portage attractif, une certaine visibilité sur la performance mais aussi un amortisseur pour encaisser avec une sérénité relative toute mauvaise nouvelle, qu'il s'agisse d'un imprévu macro-économique ou géopolitique. Ce pourrait donc être de nouveau une bonne année pour les portefeuilles équilibrés 60-40 (60% taux, 40% actions).

Enfin, il conviendra de rester attentifs face aux bouleversements technologiques majeurs qui s'annoncent, qu'il s'agisse des crypto-devises, sur le devant de la scène avec l'élection de D. Trump, auxquelles nous consacrons le Grand Angle de ce numéro, ou de l'intelligence artificielle. L'IA générative devrait en effet continuer à être une thématique majeure en 2025, avec de plus en plus d'entreprises qui tenteront d'accroître leurs revenus et leur rentabilité grâce à des applications nouvelles de l'IA.

En cette période de grands changements, nous souhaitons vous remercier toutes et tous pour votre confiance et votre fidélité tout au long de l'année écoulée. Nous vous souhaitons, ainsi qu'à vos proches, une année 2025 prospère, pleine de réussites et d'heureux moments. Que cette nouvelle année soit synonyme de prospérité et de succès pour vos investissements.

Christophe Carrafang



Macroéconomie

Une croissance mondiale plutôt résiliente en 2024

Indice des prix: Stabilisation

- Pour la Zone Euro l'inflation est de +2.2% avec un indicateur « core » à +2.7%.
- Aux Etats-Unis l'évolution des prix est de +2.7%. Le recul du prix de pétrole et plus globalement du coût de l'énergie favorise la détente sur les prix. L'indice core reste stable à +3.3%.
- L'inflation chinoise n'est pas un sujet, bien au contraire, malgré le plan de relance elle reste atone à +0.2%.

Marché de l'emploi: Les facteurs démographiques toujours à l'œuvre

- En Zone Euro, malgré une activité économique en ralentissement, le taux de chômage reste étonnamment bas à 6.3% un nouveau record (chiffre d'octobre). Cependant les deux plus grosses économies de la Zone ont vu leur taux de chômage progresser en 2024 de 7.1% à 7.6% pour la France et de +5.8% à 6% en Allemagne.
- Aux Etats-Unis, les créations d'emploi sont moins vigoureuses que l'année passée, et le taux de chômage après un plus bas à 3.5% en mars 2023, est désormais de 4.2%, ce qui reste historiquement faible.

Activité manufacturière: Pas d'amélioration en 2024

- L'indicateur global reste aux alentours des 50 ; malgré des niveaux de stock bas, et les coûts de production en baisse, nous ne voyons pas d'amélioration en 2024.
- L'activité de la Zone Euro se détériore (45.1), les deux principales économies, l'Allemagne et la France, ont des taux de croissance faibles et un climat politique délétère.
- Aux USA, l'indice fait un plus haut depuis avril mais toujours sous le niveau des 50 (49.3).
- L'activité chinoise se redresse un légèrement au-delà des 50 sur le dernier trimestre de l'année.

Activité des services: Une bonne résistance.

- L'indice global est stable depuis plusieurs mois à 53.1.
- L'activité des services en Zone Euro se stabilise également juste au-dessus du niveau de croissance (51.4) ; La France décroît : 48.2.
- Les indicateurs chinois se reprennent et sont proches des 52.
- Aux Etats-Unis l'indicateur est attendu pour décembre à 53.1, soit une légère progression par rapport au mois précédent.

Damien Liegeois

Grand Angle

Les promesses de Donald Trump sur les cryptomonnaies seront-elles réalisables ?

La réélection de Donald Trump a été l'un des principaux moteurs du rallye des cryptomonnaies de cette fin d'année. Ce dernier a proposé une série de mesures ambitieuses afin de démocratiser l'univers des cryptomonnaies aux États-Unis.

Il envisage la création d'une réserve stratégique de Bitcoin, à l'image des réserves pétrolières, avec l'engagement de ne jamais vendre ces avoirs.

Il promet également de positionner les États-Unis comme leader mondial en innovation et en réglementation des cryptomonnaies, devant des pays comme la Chine.

Son administration travaillerait à établir un cadre réglementaire favorable, conciliant préoccupations environnementales et développement économique.

Enfin, il propose de créer un conseil consultatif présidentiel composé d'experts pro-cryptomonnaies pour guider ces initiatives.

Toutes ces propositions nécessitent une analyse approfondie de leur contenu et de leur faisabilité dans lesquelles elles s'inscrivent. Historiquement sceptique envers les cryptomonnaies, les déclarations récentes de Trump, durant sa campagne politique, pourraient refléter une stratégie politique ou économique plutôt qu'un changement fondamental de position. Cela soulève des questions quant à leur réalisabilité.

Tout d'abord, la réglementation des cryptomonnaies aux États-Unis est complexe et fragmentée. Si Trump envisage de favoriser leur adoption ou d'imposer un cadre plus strict, il devra naviguer parmi les nombreuses agences fédérales (SEC, CFTC, etc.) et coordonner leurs actions. Cette tâche nécessite une forte volonté politique et une stratégie claire, des éléments souvent absents dans la mise en œuvre des promesses électorales.

(suite en page 4)



(suite de la page 3) **Les Etats-Unis sont le plus grand mineur de bitcoins au monde, avec environ 40% de parts de marché en 2022. Pour faire augmenter ce chiffre, tout dépendra de la politique énergétique qui sera mise en place par les républicains : un retour aux combustibles fossiles au détriment des énergies renouvelables, se traduisant par une énergie moins chère et plus fiable, aura sans doute un certain succès. Pour les autres cryptomonnaies moins énergivores, tel que l'Ethereum, la clé sera de fournir un environnement réglementaire et fiscal attrayant.**

Ensuite, la question technologique et économique est cruciale. Promouvoir les cryptomonnaies, par exemple en facilitant leur utilisation ou en lançant un éventuel "dollar numérique", suppose d'importants investissements en infrastructure numérique, en cybersécurité et en éducation financière. Ces initiatives sont réalisables, mais elles nécessitent du temps, des fonds, et un consensus politique bipartisan, ce qui peut être difficile à obtenir.

Durant sa campagne présidentielle, le candidat républicain a fait part de son intention de créer une réserve stratégie de bitcoin. Les Etats-Unis en détiennent déjà plus de 200'000, obtenus lors de diverses saisies : une sénatrice républicaine, Cynthia Lummis, défend même l'idée de constituer une réserve de 1 million de bitcoins afin de renforcer la situation financière du pays. Il est difficile pour l'heure de voir le bitcoin comme une réserve de valeur au vu de sa courte histoire et de sa forte volatilité.

Enfin, les promesses de Trump doivent être mises en perspective avec les dynamiques internationales. Les cryptomonnaies étant par nature globales, toute initiative américaine devra tenir compte des politiques des autres grandes puissances, comme la Chine ou l'Union européenne. Une approche isolationniste pourrait s'avérer contre-productive, notamment si elle freine l'innovation ou les investissements étrangers.

En somme, bien que les promesses de Donald Trump sur les cryptomonnaies puissent être séduisantes pour une partie de l'électorat, leur mise en œuvre soulève des défis significatifs. Leur réalisabilité dépendra non seulement de sa capacité à mobiliser les ressources nécessaires, mais aussi à concilier les intérêts divergents au sein de l'écosystème américain et international des cryptomonnaies.

Damien Beasse

Special Topic

Bilan de l'inflation 2024 et perspectives

Il y a six mois nous faisons un point sur l'inflation de la première partie de 2024 et constatons qu'aucun des deux scénarios noirs ne se mettait en place : ni une désinflation rapide qui aurait été provoquée par une récession forte, ni une accélération de l'indice des prix sur des emballements géopolitiques.

Au terme de cette année, nous assistons à une stabilisation globale de l'indice des prix. Au niveau du G7, après un plus bas à +2.10% en septembre, le taux d'inflation moyen reste contenu à +2.6%. Au-delà de ce chiffre, les réalités géographiques sont toutefois diverses.

L'économie américaine qui fait mieux que résister avec une croissance économique autour de +3%, voit son indice des prix baisser à +2.7%, mais sans les éléments conjoncturels elle demeure stable à +3.3% depuis plusieurs mois. L'évolution des prix est toujours au-delà des objectifs de la FED mais à un niveau suffisant pour justifier trois baisses de taux depuis août pour un total de -100bp (-1%) et un taux

directeur ramené à +4.5%. Pour 2025 elles pourraient être moindres.

En Zone Euro, le taux d'inflation poursuit son recul en passant de +2.6% en juin à +2.2% en novembre et de +2.9% à +2.7% pour l'indice « core ». L'objectif de la BCE est quasiment atteint avec une activité qui ralentit notamment dans les deux principales économies de la Zone qui affichent des taux de croissance décevants, avec un retard de compétitivité grandissant et des réalités politiques pour le moins complexes ; on attend +0.7% de croissance en France en 2024 et une récession de -0.2% pour l'Allemagne. Mme Lagarde, présidente de la Banque Centrale Européenne, a agi, à l'instar de la FED, en appliquant des baisses de taux de -100bp depuis l'été. La Zone Euro pourrait avoir besoin de nouvelles baisses rapidement.

Pour 2025, hors éléments géopolitiques imprévisibles, plusieurs forces pourraient être à l'œuvre pour contrer la désinflation. D'une part, la politique économique expansionniste et protectionniste du prochain président américain qui va peser sur les prix par les baisses

d'impôts et les tarifs douaniers. D'autre part, la relance chinoise tant attendue, malgré ses contours encore flous, qui devrait déboucher sur une reprise des hausses de prix en Chine avec comme conséquence une exportation de l'inflation dans les pays importateurs de produits chinois. Un dernier facteur à prendre en compte est que les baisses de taux un peu partout dans le monde, en soutien à l'économie vont, dans un deuxième temps, avoir un impact prix lié à la reprise de la consommation et de l'immobilier.

A contrario, pour assister à une forte baisse du taux d'inflation il faudrait que les indicateurs économiques se détériorent fortement en ce début d'année et qu'il faille plus d'interventions monétaires et plus de patience pour commencer à voir pleinement les effets d'une politique monétaire plus accommodante.

La balance penche tout de même pour une stabilisation/reprise d'une certaine inflation en 2025 (hors Europe ?), rien à voir cependant à ce que nous avons connu dans la période post covid de 2021/2023.

Damien Liegeois