

2024, contre toutes attentes, formidable année boursière ...

Le marché boursier a vécu une année 2024 singulière, portée en grande partie par la robustesse du marché américain et les "Magnificent 7", déjouant ainsi les prévisions des principaux stratégestes et investisseurs, qui anticipaient un objectif de 5400 points pour le S&P 500 au 31 décembre 2024. Atteignant 5881 points, l'indice a réalisé une performance exceptionnelle de +23,3%, surpassant de 10% les attentes des économistes. Tandis que la vigueur du marché américain a largement dépassé les attentes, la bourse européenne (Stoxx 600) n'a progressé que d'environ 6% en 2024, alors que le CSI 300 (indice chinois) et le Nifty 50 (Inde) clôturent respectivement en hausse de 1.6% et 11%.

La performance de notre poche action se monte à +20.6%, reflet d'une forte pondération au marché US, combiné à une maîtrise précise des facteurs de risques et d'une bonne diversification. Bien que la zone Europe ait été un frein à la performance, notre positionnement tactique sur la Chine (en mars 24) ainsi qu'à certaines thématiques (Jeux vidéo +62%, spatial +52% ou digitalisation +30%) ont permis de capturer des performances solides tout en participant à la diversification des risques.

Le marché obligataire a été très volatil, ponctué par les annonces de la FED concernant sa future politique de taux directeurs étant donné la trajectoire de croissance et d'inflation des US. La volatilité sur les taux s'est concentrée sur la partie longue (maturité > 7 ans), reflet de la grande nervosité des acteurs, ainsi notre positionnement sur la partie courte suite à une plus grande prudence de notre part concernant le potentiel inflationniste ainsi que le risques de déception du marché sur des baisses de taux importantes, ont permis de capter de la performance tout en réduisant la volatilité. Enfin notre diversification hors des US sur une faible partie plus risquée (souverains émergents, haut rendement corporate US et EU) a permis de dégager une performance obligataire de l'ordre de +7.1%.

L'exposition aux cryptomonnaies a également fortement bénéficié aux portefeuilles, avec une progression d'environ 90% de cette poche sur l'année 2024, grâce à l'élection de D. Trump.

Dans ce cadre, avec le taux monétaire (€STR) en moyenne à 3.1% sur l'année, les performances de nos poches d'allocation sont les suivantes :

	Sécurité	Prudent	Equilibré	Dynamique
Performance	5,90%	16,43%	20,54%	25,37%
Sharpe*	1,51	1,79	1,78	1,78
Sur 2 ans	11,48%	31,84%	42,07%	52,79%

*Ratio de Sharpe = [rendement du portefeuille – taux monétaire] / volatilité

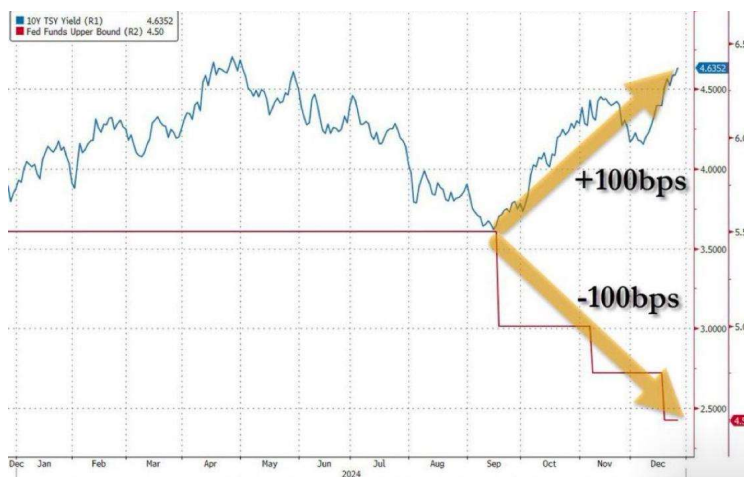
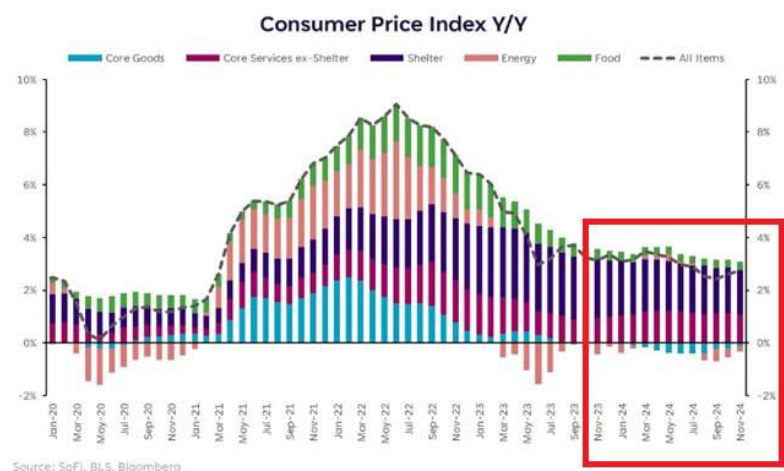
Nous notons un ratio de Sharpe, aux alentours de 1.7, signe d'une bonne diversification, tant de la performance que des risques, au sein des différents profils.

Une fin d'année très politique qui catalysera l'année 2025

La politique monétaire est, pour une fois, reléguée à la seconde place, avec la victoire de D. Trump aux élections présidentielles US. Cette victoire est totale, le camp républicain remportant la Maison-Blanche et la chambre des représentants donnant le control du Congrès (le Sénat étant déjà républicain).

Les marchés ont réagi instantanément : hausse du dollar et des taux US sur une crainte exacerbée de tarifs douaniers élevés, hausse des marchés actions US et des cryptomonnaies, baisse des valeurs européennes ayant une forte exposition au marché domestique américain... Le monde financier interprète, comme à son habitude, de manière très brutale les annonces du futur président.

Si la politique annoncée par D. Trump est clairement inflationniste, cela aura un impact sur la politique monétaire de la FED, dans un contexte où l'inflation (CPI) US stagne à un rythme annualisé de 3.3%, bien au-dessus des 2% cible de la FED. L'inflation cœur (« core ») reste au-dessus d'un niveau de 3%, soutenu par une composante « service » qui reste solide.



Les taux de marché US ont progressés de 100bps, à l'inverse des baisses des taux de la FED, avertissant cette dernière que le marché semble estimer que la politique monétaire en cours n'est plus adaptée à la dynamique actuelle, et que les déficits abyssaux atteignent des niveaux inquiétants... Les taux de marché sont désormais à des niveaux bien supérieurs à ceux des taux directeurs.

Dans un contexte où la croissance US résiste, encore et toujours soutenue par la bonne tenue des consommateurs, J.Powell semble relativement confiant dans la capacité de l'économie à fonctionner avec un soutien réduit de la banque centrale US.

L'un des enjeux majeurs de la présidence de D.Trump sera le niveau de la dette (\$36trn+) et des déficits abyssaux (\$2trn annuel). Bien que ce problème ne soit pas nouveau, il est latent depuis plusieurs décennies et D. Trump semble déterminé à y remédier.

Tout problème budgétaire se résout soit en :

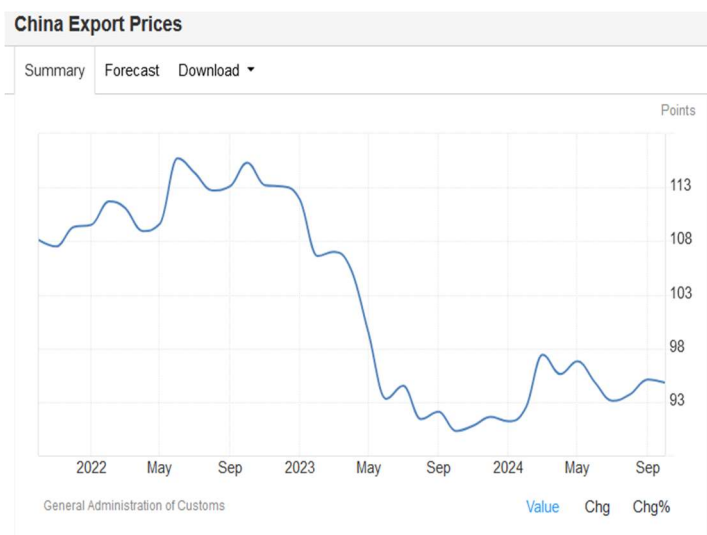
- Augmentant les recettes (aka les impôts),
- Baissant les charges (aka les dépenses gouvernementales).

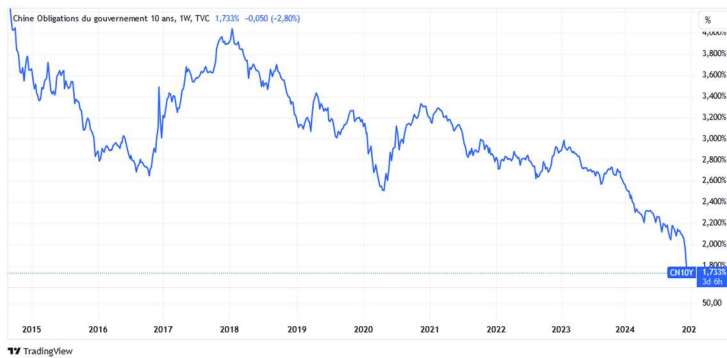
La ligne directrice de D. Trump concernant la première option est claire : augmenter les impôts via des droits de douanes élevés tout en abaissant les prélèvements sur les entreprises et les ménages US ; cela revient à favoriser la consommation intérieure de produits locaux.

La seconde option est plus hypothétique : l'annonce de la création du *Department Of Government Efficiencies* (le DOGE, en référence à la cryptomonnaie...), géré par E.Musk ne doit pas être sous-estimé... La proximité de l'homme le plus riche du monde au gouvernement ne nous paraît pas anodine tant l'ambition affichée est élevée : rééquilibrer les comptes publics (en améliorant la productivité des administrations et en ouvrant la chasse aux dépenses inutiles) et faire baisser le déficit. Son expertise de cost-killer alliée à sa capacité d'innovation pourraient faire bouger les lignes directrices considérées comme inamovibles. L'urgence est toutefois réelle, une dette de \$36trn avec un déficit de \$2trn et des intérêts de l'ordre de 4% est une trajectoire intenable

Chine : sortie de crise tumultueuse

Si la tempête immobilière qu'elle a traversée semble être derrière elle, ses effets semblent continuer d'être digérés. Les dernières données d'inflation (CPI) ne sont pas rassurantes, affichant une baisse séquentielle de -0.6%, qui aurait pu être bien pire si les prix de la nourriture n'avaient pas été en augmentation de 1% à la suite d'une mauvaise météo. La consommation n'est donc pas repartie. En corollaire, les prix à l'export sont toujours à la baisse démontrant un stress pressenti vis-à-vis de la potentielle élection de D. Trump, et d'une possible situation de stocks très élevés.





La PBOC a également dévoilé d'autres séries de mesures de soutien à l'économie durant le trimestre, entraînant ses taux d'emprunts à des niveaux très faibles, et soutenant le marché actions Chinois dans son rebond entamé en septembre.

Zone Euro : entre l'enclume et le marteau

La zone Euro se trouve dans une certaine atonie, et les messages envoyés par la BCE n'aident pas à la déchiffrer la teneur de la situation. En effet, la croissance reste molle, mais les composantes Service du PMI sont marginalement meilleures. La croissance des salaires reste élevée et à des niveaux supérieurs à la période pré-Covid, dans un environnement de chômage faible, ce qui, combiné à une productivité qui stagne laisse persister les pressions inflationnistes qui restent un risque. Ainsi, si la situation ne semble pas empirer ou s'améliorer, nous nous interrogeons sur la raison poussant la BCE à continuer les baisses de taux, avec 125bps de baisses prévues pour 2025, s'ajoutant au 100bps de 2024 ?

Le risque de sur-assouplissement est réel, menant à plus d'inflation et/ou une marge de manœuvre fortement réduite si une nouvelle crise subvient... à moins que le diable ne se cache ailleurs. L'arrivée de D. Trump au pouvoir pourrait, en pressurant la Chine avec des droits de douanes important, favoriser ces derniers à exporter vers le vieux continent en pratiquant du dumping, ce qui serait néfaste pour les industries européennes ; s'il ne décide tout simplement pas d'augmenter de façon importante les droits de douane. Les externalités proviennent également du front Ukrainien, la nouvelle présidence US pouvant favoriser une fin du conflit...

Les US continuent de tirer la croissance mondiale et ne semblent pas fléchir, la Chine est proie à des problèmes internes qu'elle est décidée à résoudre à travers une large palette de mesures plus ou moins conventionnelles et la zone Euro n'arrive pas à trouver de réelle dynamique tout est étant en proie à des problématiques autant externes qu'internes. **Nous assistons à une désynchronisation des grandes zones géographiques.** L'année 2024 a été l'année du no-landing surprise, contrairement à ce que beaucoup (y compris nous) pouvions penser en début d'année.

Impact sur les marchés

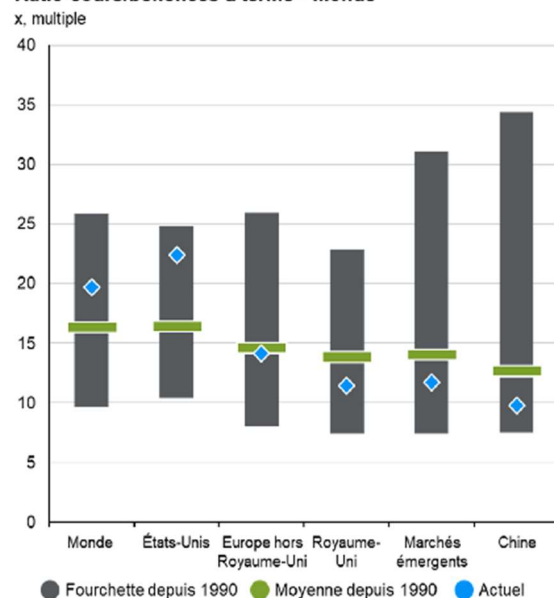
La croissance continue donc de surprendre, et avec elle les craintes de récession qui animaient l'ensemble du marché à l'aube de 2024, se sont évaporées tout au long de l'année.

Le marché action US se traite, toujours à un niveau historiquement élevé. Les autres zones géographiques continuent de voir leurs niveaux de valorisation rester, au mieux à leur niveau moyen historique, au pire avec des décotes importantes.

Les US continuent donc de tirer la croissance mondiale, ainsi que d'attirer les flux, reflet de leur capacité d'innovation technologiques ainsi que d'une politique monétaire qui, quoi que certains prédicateurs pessimistes puissent dire, fait un sans-faute.

Nous restons ainsi positifs sur le marché US, émettant toutefois la réserve d'une valorisation élevée ainsi que d'une trop forte polarisation des indices vers les Mega-caps (7 sociétés représentant 40% du S&P 500) confortant notre volonté d'être correctement équilibrés entre différents types de sociétés ou de facteurs afin de mieux balancer les risques. Les risques de déceptions sur les publications des Magnificent 7 est toutefois réel, qui dans un contexte de valorisation élevé, doit être atténué. Nous restons sous-pondérés à l'Europe, tant les défis sont nombreux et les risques importants (géopolitique, dumping Chinois, tarifs US, régulation importante) mais continuerons de surveiller des dynamiques émergentes, notamment en Inde et en Chine ainsi que certaines géographies.

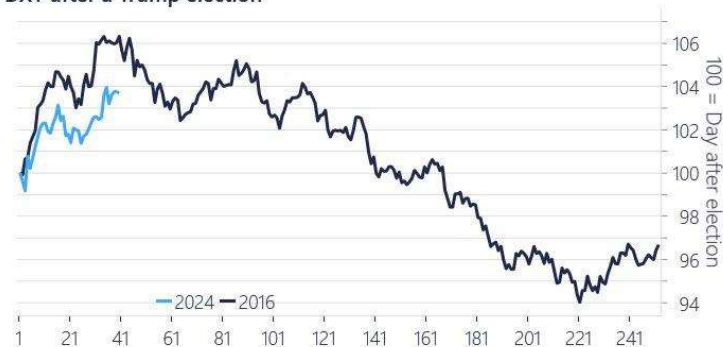
Ratio cours/bénéfices à terme - Monde



Source : JP Morgan

Nous sommes cependant moins négatifs (contrariant comme à notre habitude), sur le niveau du dollar qui atteint un niveau très haut depuis l'élection de D. Trump. Ce dernier n'a toutefois pas d'intérêt majeur à garder une devise trop forte (car contraignant les exports). Ainsi nous sommes plutôt positionnés à la baisse sur le dollar, ce qui devrait impacter positivement les matières premières (comme l'or), ou encore le Bitcoin.

DXY after a Trump election



Source: Steno Research, Bloomberg and Macrobond

La hausse des taux longs US (4.5% pour le 10 ans US), nous apparaît être un niveau intéressant à exploiter à moyen terme, ainsi nous rajouterons progressivement de la duration US dans les portefeuilles obligataires afin de capturer du rendement élevé.

Cryptomonnaies :

Ayant affiché plusieurs fois sa bienveillance sur cette classe d'actif ainsi que la technologie de la blockchain, l'élection de D. Trump a permis au Bitcoin d'être propulsé au-delà des \$100K. La sénatrice républicaine du Wyoming a, en outre, déposé le projet du *Bitcoin Act*, ouvrant ainsi la porte à la constitution d'une réserve stratégique de 1m de Bitcoin achetés par le gouvernement fédéral sur 5 ans (soit 200 000 par an). Cette loi est étudiée par l'équipe de D. Trump et, si elle était votée, serait un catalyseur supplémentaire pour l'appréciation du cours. Notons l'entrée en vigueur de MiCA (markets in crypto-assets) en Europe à partir du 30 décembre 2024, qui devrait renforcer la régulation des acteurs des crypto-actifs en encadrant les émetteurs et prestataire de services dans le but d'augmenter la protection des consommateurs en luttant contre les abus de marché.



Conclusion :

Les prévisions de début d'année sont souvent hasardeuses et inutiles tant les dynamiques de marché sont imprévisibles et font appel plus à des biais comportementaux,

Les performances réalisées lors de cette année 2024 confortent notre positionnement d'indépendance totale, reflet de notre volonté de ne subir aucune influence et garder un jugement clair, proportionné et pragmatique. Cette nouvelle année qui s'ouvre ne sera sans doute pas différente des autres sur les marchés financiers, dans sa capacité à décevoir des optimistes et surprendre les pessimistes.

Le passage d'une nouvelle année ne rompt pas les dynamiques existantes et profondément ancrées, nous restons toutefois convaincus que des vents contraires peuvent s'installer de manière extrêmement rapide, parfois disproportionnés. Dans cette optique ne modifions pas le cap des gestions et restons, comme à notre habitude, alerte à tout changement de paramètre afin de naviguer sereinement dans un océan de possibilités.

Nous vous souhaitons une excellente année 2025 !

Bertil Aubrun

Président

Achévé de rédiger le 03/01/2025