

Rédigé le 2 janvier 2025

# MARKET OVERVIEW JANVIER 2025

Par Dominique Marchese, Head of Equities et Jean-Philippe Vanderborcht, Head of Fixed Income

## NOS VUES POUR L'ANNÉE 2025

Avant de décrire les enjeux et les perspectives de l'année 2025 en matière d'économie, d'inflation, de taux d'intérêt, de devises et d'indices boursiers, nous résumons les temps forts de l'année qui vient de s'achever.

### 2024 : UN MILLÉSIME RICHE EN SURPRISES

Le millésime qui s'achève fut riche en surprises. Les États-Unis ont affiché leur « exceptionnalisme », comme il est désormais d'usage de qualifier une économie dont les performances ont dépassé de loin les attentes les plus optimistes. La croissance économique en volume (hors inflation) atteindra sans doute +2,7% en 2024, un rythme légèrement inférieur à celui de l'année précédente. Pour rappel, vers la fin de l'année 2023 le consensus prévoyait une croissance d'à peine 1,3%. La réalité fut ainsi fort différente du scénario central. Soutenue par la résilience du marché de l'emploi et les effets de richesse découlant des marchés financiers et de la désinflation (impact favorable sur les revenus réels), la consommation des ménages est restée solide alors que le cycle d'investissement a fortement accéléré (conséquence des programmes fédéraux tels que l'*Inflation Reduction Act*). Reflet des gains de productivité qui permettent de contenir les coûts unitaires de production sur une trajectoire de 2% par an, malgré des salaires en hausse de plus de 4%, les marges bénéficiaires des entreprises américaines sont proches de leur sommet historique. Les principaux indices boursiers ont fort logiquement enregistré de nouveaux records, en particulier les indices technologiques propulsés par le déploiement de l'intelligence artificielle (IA) générative et ses promesses de dopage de la croissance potentielle à plus long terme. **Si l'économie américaine a étonné par son dynamisme, l'activité est restée modeste en zone euro**, malgré les espoirs suscités par les indicateurs avancés au printemps, pénalisée par la crise politique en France (dissolution de l'Assemblée nationale en juin dernier) et la crise industrielle allemande (remise en cause du modèle mercantiliste de l'Allemagne, perte de compétitivité du secteur automobile). **Les autorités chinoises ont tenté de relancer la machine alors que la crise immobilière aggrave les pressions déflationnistes. Si Pékin est parvenu à redonner quelques couleurs aux indices boursiers chinois, l'Europe souffre toujours d'une prime de risque politique élevée.** Le rapport accablant de Mario Draghi, ancien président de la Banque centrale européenne (BCE, 2011-2019) et du Conseil des ministres de l'Italie (2021-2022), sur la compétitivité de l'Union européenne (UE), fut l'occasion de rappeler les faiblesses structurelles du Vieux Continent à l'égard des États-Unis et de la Chine. Alors que les défis liés à la révolution technologique et à la transition énergétique sont immenses, ce sont les choix politiques de l'UE des vingt dernières années qui

posent question. Bruxelles incarne la passion bureaucratique pour la norme, lorsque les États-Unis innovent et que la Chine produit.

Du côté de l'environnement des taux d'intérêt, 2024 fut synonyme de détente généralisée des politiques monétaires dans le cadre de la poursuite de la désinflation, même si les indices de prix ont désormais davantage de difficulté à atteindre les objectifs des banquiers centraux (résistance à la baisse des prix dans les services impactés par les salaires). Cependant, les anticipations d'inflation des agents économiques ont continué de se normaliser, à la grande satisfaction des principaux banquiers centraux.

L'année 2024 n'a pas été avare en surprises politiques, avec pour commencer le retour inattendu pour beaucoup et fracassant à plus d'un titre de Donald Trump aux affaires, victoire saluée par les marchés financiers malgré les inévitables polémiques suscitées par son programme jugé plutôt inflationniste. Le suicide politique d'Emmanuel Macron a permis à la France de conquérir le trophée fort peu envié « d'homme malade de l'Europe », et a surtout fragilisé un peu plus le projet européen en manque de leadership. Au Proche-Orient, l'effondrement de « l'axe de la résistance » chiite sous autorité iranienne, un éclatant succès pour les monarchies sunnites, la Turquie et Israël, rebat les cartes dans une région qui aspire à la paix. Nous soulignons à ce propos le grand flegme des marchés financiers à l'égard des crises géopolitiques récentes, notamment s'agissant des prix de l'énergie. La guerre en Ukraine, empêtrée dans sa 3<sup>ème</sup> année, semble dans une impasse. L'unité occidentale face à la Russie est clairement fragilisée (fatigue et prudence des protagonistes, arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche). Le soutien logistique apporté à l'Ukraine est à peine suffisant pour lui permettre de tenir le front, et pourrait forcer Kiev au compromis.

Les indices actions ont enregistré de belles performances en 2024, avec néanmoins de grandes divergences entre les zones géographiques (la palme revenant bien évidemment aux indices américains), entre les secteurs, et entre les grandes et les petites capitalisations boursières. Les inquiétudes légitimes sur la valorisation des actions américaines et sur la forte concentration des principaux indices boursiers (poids écrasant des « Sept Magnifiques ») n'ont pas

empêché les marchés de continuer leur progression tout au long de l'année, en dehors d'une courte période de consolidation durant l'été, alimentée par un bref moment de panique lié à la politique monétaire de la Banque du Japon (brutale correction de la bourse de Tokyo accompagnée d'une forte appréciation du yen), et de doutes

(injustifiés) sur la capacité de l'économie américaine à éviter le scénario de récession. Le niveau élevé de l'incertitude pour l'année 2025 a toutefois conduit à une légère consolidation des principaux indices boursiers vers la fin du mois de décembre.

## 2025 : MACROÉCONOMIE, INFLATION, TAUX D'INTÉRÊT & DEVISES

### Economie

Les contours d'un **atterrissage en douceur de l'économie mondiale** ont été dessinés en 2024, avec une croissance résistante conjuguée à une modération de l'inflation permettant aux principales banques centrales - à l'exception notable de la Banque du Japon - de lancer un cycle d'assouplissement monétaire. Une poursuite de cette dynamique positive semblait probable pour 2025, mais un **degré d'incertitude inhabituellement élevé** entoure toute projection depuis les élections américaines de novembre. **La nature, l'ampleur et le timing des politiques que mènera la nouvelle Administration Trump demeurent flous et pourraient influencer fortement le sort de l'économie américaine et le reste du monde.** Compte tenu de la solidité des fondamentaux dans le secteur privé, de marchés du travail normalisés et de conditions financières favorables, **l'économie mondiale devrait être en mesure d'absorber une version « modérée » du programme de Donald Trump** (droits de douane ciblés et /ou limités à la Chine, lutte contre l'immigration clandestine, prolongation des baisses d'impôts de 2017,...). Et c'est sur cette base que s'articule notre scénario central pour l'année à venir. Toutefois, les forces mises en mouvement sont multiples, complexes et parfois contradictoires. Les investisseurs se doivent donc de garder à l'esprit le fait qu'un dosage excessif (guerre commerciale généralisée, déportation massive de clandestins, déficits budgétaires hors de contrôle...) pourrait déstabiliser les économies et les marchés financiers mondiaux.

### Obligations

Les marchés obligataires ont à nouveau connu un **parcours assez volatil en 2024**, avec des taux d'intérêt longs oscillant au sein d'une fourchette assez large. La fin d'année a vu un retour des taux longs en dollar vers le sommet de cette fourchette, **les intervenants tentant d'intégrer les implications du raz-de-marée républicain lors des élections américaines en termes d'inflation et d'offre de papier, ainsi que le discours moins accommodant de la Réserve fédérale (Fed) lors de sa réunion de décembre.** Après 100 points de base (1%) de baisse des taux directeurs en trois mois, son président Jerome Powell a tempéré les attentes et suggéré un rythme d'assouplissement nettement plus lent dans un environnement incertain. **A l'inverse, la BCE semble plus confiante en un retour de l'inflation sur sa cible en 2025 dans un contexte de risques baissiers sur une croissance déjà modeste.** Nous maintenons une attitude positive sur la dette gouvernementale dans un scénario central favorable incluant une marge encore confortable d'assouplissement monétaire avant d'atteindre une zone plus neutre pour les taux d'intérêt directeurs. Un niveau de rendement plutôt élevé par rapport à l'historique post-crise financière, une concurrence moins forte des produits monétaires et un pouvoir décorrélant au sein de portefeuilles diversifiés devraient

constituer des attraits suffisants pour les investisseurs. **Nous tablons sur des *returns* positifs alimentés par le portage et un léger repli envisageable sur les taux longs** (vers 4.00% pour le taux 10 ans souverain américain et 1.90% pour son équivalent allemand). **Les marchés du crédit restent supportés par les fondamentaux solides des entreprises** et la gestion assez conservatrice de leurs bilans dans la période post-covid. **Toutefois, les primes de risque (*spreads* de crédit) se sont fortement rétrécies en 2024** pour se situer autour des points bas enregistrés depuis la crise financière. En l'absence de choc majeur, nous pensons que le crédit peut continuer à surperformer grâce au portage, mais les niveaux actuels ne laissent guère de marge d'erreur. Face à un environnement incertain, **nous privilégions donc la dette de qualité supérieure (*Investment Grade*)** pour de nouveaux investissements. Une attention soutenue restera de mise pour la sélection et la diversification des titres.

### Devises

Après un accès de faiblesse durant l'été, le **dollar américain** a rebondi lors du dernier trimestre pour émerger comme **la plus forte devise majeure de l'année 2024.** Aux États-Unis, les urnes ont offert le verdict le plus favorable possible au billet vert. **Les propositions plutôt reflationnistes du candidat républicain sont susceptibles de maintenir l'avantage de croissance et de taux d'intérêt du côté américain.** Par ailleurs, une guerre commerciale toucherait les blocs européen et chinois à un moment délicat où leur demande domestique est faible. **L'euro semble ainsi vulnérable** vu le degré élevé d'ouverture au commerce international et le carcan budgétaire limitant les possibilités de relance... à moins que le conservatisme fiscal allemand ne soit assoupli après les élections de février. **Dans l'attente d'une clarification sur les vraies intentions de la nouvelle Administration américaine, le dollar devrait rester ferme. Mais il faut noter qu'il a déjà été porté par un positionnement spéculatif assez prononcé et que ses niveaux de valorisation sont déjà élevés.** Nous pensons qu'une cassure durable de la parité nécessiterait des mesures très dures aux États-Unis (comme des droits de douane généralisés) et une récession européenne. Si ces extrêmes sont évités, un rebond modeste de l'euro vers 1,05-1,10 dollar semble plausible dans la seconde moitié de l'année à la faveur d'une baisse de l'incertitude et de banques centrales s'approchant d'une stabilisation des taux. **Nous maintenons toutefois une petite exposition au dollar dans nos portefeuilles car il reste un outil intéressant de couverture contre certains types de risques cycliques et géopolitiques.**

## MARCHÉS D' ACTIONS EN 2025 : DIVERSIFIER EN DEHORS DES « SEPT MAGNIFIQUES »

Les actions américaines, qui pèsent pour environ deux tiers des indices mondiaux, sont historiquement chères, ce que personne n'ose nier dans la communauté financière. Hélas, pour les investisseurs en quête de modèles prévisionnels performants, la valorisation de marché n'a jamais été un indicateur pertinent de performance à horizon douze mois. Elle permet au mieux d'estimer les retours sur investissement à très long terme. Comparer la situation actuelle avec celle qui prévalait à la fin des années nonante, avant l'éclatement de la bulle internet, n'a pas non plus beaucoup de sens. **Si la question de la monétisation de l'IA par les leaders technologiques est légitime, il est difficilement contestable que nous sommes en présence d'une véritable révolution technologique qui va transformer radicalement les entreprises et soutenir les gains de productivité.** Pour rappel, selon une étude de l'OCDE de 2021, confirmée par d'autres, l'IA pourrait ajouter 1% à 2% de croissance économique annuelle supplémentaire d'ici à 2030 (la trajectoire mondiale actuelle est proche de 3% par an en volume), selon la rapidité et la profondeur de sa diffusion. Pour les États-Unis, en 2023 Goldman Sachs estimait l'impact à 1,5% à 2% par an sur la prochaine décennie. Le rapport cours sur bénéfices du marché américain attendu à douze mois (22) dépasse sa moyenne historique des cinq dernières années (19,5), mais l'écart s'explique principalement par le poids des « Sept Magnifiques » (35% du marché). La valorisation élevée des *hyperscalers* (leaders du *cloud*) reflète d'ailleurs leur rôle central dans l'écosystème de l'IA. Nous avons souvent insisté durant l'année 2024 sur les investissements considérables exigés par le déploiement de l'IA, formidables barrières à l'entrée pour les leaders de la technologie, mais qui profitent aussi à l'ensemble de la chaîne de valeur - y compris au secteur énergétique - dans le cadre d'une révolution technologique qui va se déployer sur de nombreuses années. Le principal risque encouru par les *hyperscalers* est en réalité plutôt d'ordre réglementaire, en témoignent les nombreuses actions en justice intentées contre les positions jugées dominantes de part et d'autre de l'Atlantique. **Nous réitérons dès lors notre conseil de plus grande diversification des portefeuilles par rapport aux indices ultraconcentrés - et donc plus risqués dans l'absolu -, en portant l'attention sur les secteurs qui profitent directement de la révolution IA : fournisseurs d'équipements électriques aux *data centers*, semi-conducteurs, producteurs d'électricité, infrastructures *data*, développeurs d'applications, etc., qui offrent des valorisations encore raisonnables. A plus long terme, il ne faudra pas oublier les secteurs dont les performances financières seront portées par la vive**

progression des cas d'usage de l'IA (santé, assurances, science des matériaux,...).

Avant la victoire de Donald Trump, le consensus prévoyait une croissance des bénéfices du marché américain autour de 15% en 2025 (contre +9% l'an dernier), et proche de 10% en excluant les « Sept Magnifiques ». A priori, la politique de la nouvelle Administration aux commandes à Washington sera résolument tournée vers la croissance et le soutien aux entreprises. Par conséquent, la combinaison d'une politique de l'offre efficace et du déploiement plus large de l'IA pourrait renforcer le rythme de croissance des bénéfices. Seul un choc inattendu semble en mesure de perturber la trajectoire de la fusée « Corporate America ». Dans ce contexte, même si les risques de résurgence de l'inflation ne peuvent être exclus (éventuel dérapage budgétaire, politique migratoire, guerre tarifaire), il est hasardeux de prendre des paris contre la bourse américaine. Nous privilégions dès lors la diversification pour construire des portefeuilles capables d'absorber les éventuels chocs de volatilité.

En dehors des États-Unis, point de salut ? Ces dernières années, les marchés américains n'ont eu de cesse d'attirer l'épargne mondiale, au détriment notamment des marchés européens et chinois. Il est inutile de revenir sur les raisons bien connues qui expliquent le désamour des investisseurs pour des continents en plein marasme économique. Néanmoins, tout a un prix. **De nombreuses entreprises européennes parmi les plus internationalisées, et jouissant d'une solide base d'actifs de production aux États-Unis (couverture contre une éventuelle guerre tarifaire), soutiennent la comparaison avec leurs concurrents américains en termes de performances financières ou encore de potentiel de développement.** L'investisseur aurait tort d'exclure de son radar l'Europe, valorisée à seulement 14 fois les résultats estimés en 2025 (croissance bénéficiaire attendue à +8%), d'autant que l'UE s'est montrée capable de serrer les rangs et d'apporter des solutions efficaces en période de crise (pandémie, guerre en Ukraine, crise énergétique, même si tout ne fut pas parfait, loin s'en faut). L'accélération du déclin de l'industrie européenne exige aujourd'hui des réponses adaptées et courageuses de la part des décideurs politiques. **Quant aux pays émergents, les valorisations restent globalement attrayantes. Toutefois, leurs performances boursières dépendront beaucoup des décisions de Donald Trump en matière de droits de douane, de l'ampleur du plan de relance budgétaire des autorités chinoises, et de l'éventuel redressement des prix des matières premières.**

## CONCLUSION

Après une année riche en surprises, 2025 devrait offrir aux investisseurs son lot de défis et d'incertitudes. C'est précisément pour cette raison que les marchés financiers offrent des primes de risque supposées rémunérer correctement leur niveau d'imprévisibilité (supplément de rendement exigé par rapport aux taux d'intérêt réputés sans risque). Notre tâche est précisément d'estimer dans quelle mesure ces primes de risque sont suffisamment attrayantes. Dans le cadre que nous avons décrit dans cette première lettre mensuelle de l'année 2025, nous estimons que les marchés offrent une vaste palette

d'opportunités aux investisseurs, à condition de rester fidèles aux deux principes de base de la gestion d'actifs financiers : la rigueur dans le calcul des prix théoriques et la diversification optimale pour maîtriser au mieux les risques.

Dans l'espoir que le nouveau millésime vous apporte la plus grande satisfaction dans vos investissements, nous profitons de cette lettre pour vous souhaiter une très belle année 2025.

---

## DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquérir/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu).

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

**Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.**