

UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle des marchés d'Apicil AM



Janvier 2025

LES FAITS MARQUANTS DU MOIS

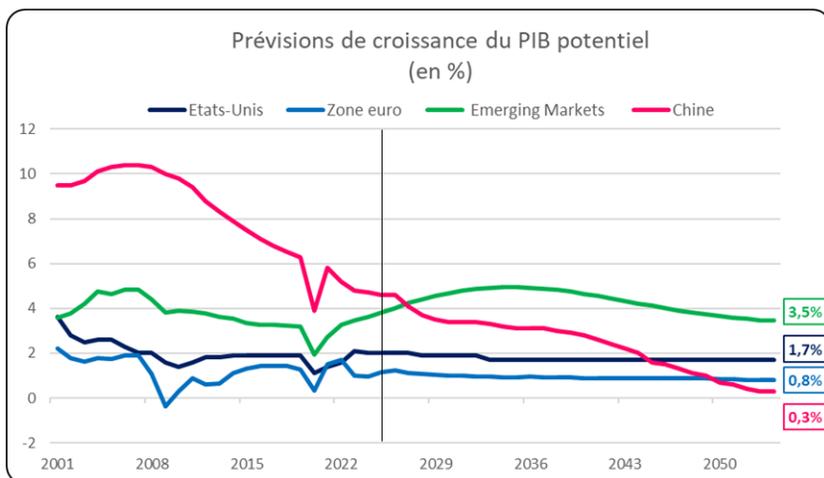
🌟 **Bilan 2024 : les actions et les crédits (à Haut Rendement) en tête du classement.**

🌟 **L'exceptionnalisme américain fait l'unanimité.**

🌟 **La croissance mondiale devrait être maintenue à flot. Les indices actions aussi.**

🌟 **L'Europe peut-elle se défaire de ses vieux démons ?**

LE GRAPHIQUE DU MOIS



Sources : Bloomberg, Apicil AM au 31/12/2024

La croissance potentielle des économies à long terme dépend des principaux facteurs de production : capital physique (infrastructures), humain (travail) et progrès technologiques. Les États-Unis gravitent actuellement au-delà de ce que nous enseigne la théorie économique, mais sont attendus dans les décennies à venir proches des 2%. Nous avons bon espoir de voir les milliards d'investissements dans l'IA se déployer dans le système, ce qui sera de nature à booster la productivité. Si la dynamique démographique n'est pas perturbée par un « retournement des flux migratoires » comme promis par D. Trump (ce qui nous semble être un axe de sa politique sur lequel il aura plus de difficultés à agir), les États-Unis resteront en pole position.

Au-delà d'un manque d'investissement chronique, la zone euro et la Chine font face à un déclin démographique inquiétant. Immigration et productivité seront les attributs de la fonction croissance de long terme. Pour l'année 2025, le « jeu des prévisions » commence ici. Nous sommes légèrement plus optimistes que le consensus concernant le PIB américain (2,3% vs 2,1%) sur la base de taux plus bas, d'une politique fiscale expansionniste, d'un dollar plus fort et potentiellement d'un baril moins élevé. À l'inverse, nous prévoyons une baisse de la demande mondiale. En zone euro, nous ne voyons pas d'accélération (stable à 0,8% vs des estimations à 1%), plombée par le spectre des droits de douane et ses vieux démons (politiques et géopolitiques, des difficultés à s'entendre à 27 ainsi qu'un amour pour la régulation).



www.apicil-asset-management.com

L'heure de relever les compteurs

Nouvelle année oblige, il est temps de faire les comptes. 2024 s'ajoute à un **rallye boursier qui a débuté il y a maintenant plus de deux ans**. En tête, porté par les géants de la Tech, **Wall Street est projeté dans les airs**. +25% pour le S&P 500 (auquel on peut ajouter l'appréciation du dollar, pour nous autres investisseurs européens...). À souligner, la forte concentration des performances et du poids de certaines valeurs. Les 25 premières sociétés de l'indice phare américain représentent près de 50% du total. L'action Nvidia seule explique 25% de la progression de l'indice. Peu de zones ont réussi à égaler les performances exceptionnelles du marché américain. **Les bourses européennes ont eu moins de succès, tant pour des raisons micro que macro-économiques, géopolitiques que politiques**. Notre CAC 40 français finit l'année à zéro, freiné par la tourmente politique, la faiblesse du secteur du luxe liée à la Chine et une activité économique morose qui pèse sur les fleurons industriels du pays. Malgré la torpeur politique et le marasme économique, le DAX allemand a eu plus de réussite. L'Allemagne a pu compter sur la star de la tech, SAP, pour gonfler sa performance.

Côté obligataire, nous retiendrons la progression du **crédit High Yield européen** (segment de qualité inférieur) de +9%, dans un calme absolu. La baisse des primes (« spread ») et les rendements supérieurs apportés par cette catégorie d'entreprises ont permis de devancer nettement le **segment Investment Grade** (mieux noté). Ce dernier progresse plus modérément de +3%. Les **obligations d'États** finissent en territoire négatif. La résistance de l'inflation, la vigueur de l'activité aux États-Unis, l'accélération des déficits et l'offre d'émission suffisent à expliquer un rebond des taux (longs), malgré la baisse des taux directeurs de la part des banques centrales.

En effet, la **BCE et la Fed ont entamé un cycle de relâchement monétaire**, maintenant que le combat contre la hausse des prix est bien engagé. La Banque centrale européenne termine l'année avec quatre coupes de 25 bps. La Réserve fédérale a décidé de frapper fort en septembre avec une double baisse de 50 bps. Les taux ont depuis fortement rebondi (+100 bps sur le 10 ans US depuis cet épisode) en lien avec le triptyque Trump-inflation-croissance. C'est inédit dans l'histoire. **Jamais les taux de marché n'ont autant progressé dans un cycle d'assouplissement monétaire**.

C'est maintenant le moment de distribuer les bons points (et les blâmes) pour les **convictions initiées en début d'année dernière**. Le bilan est globalement très satisfaisant, puisque **nous privilégions les actions au sens large** (avec des attentes au-delà de 10% contre une estimation médiane de 5% pour le panel Bloomberg), avec une préférence pour les actions américaines malgré la cherté. **A l'inverse, les actions japonaises ont dépassé nos attentes**, portées par des taux bas à contre-courant des économies développées. Mécaniquement, la devise est restée faible, en soutien aux sociétés exportatrices (ce qui, d'ailleurs, limite les gains pour un investisseur étranger, de quoi nous consoler). **Nous étions également positifs sur le crédit d'entreprises et plus prudents sur les obligations souveraines**, ce qui s'est avéré être dans la bonne direction. Nous étions plus optimistes concernant la croissance américaine et globalement en ligne avec les attentes pour la zone euro, avec l'espoir **d'un atterrissage en douceur des économies**. Le déstockage de l'épargne continue aux États-Unis et la confiance ambiante a soutenu la consommation. La mécanique inverse est à l'œuvre en Europe. Faute de visibilité, les Français continuent d'épargner 18 % de leurs revenus. Cet élément nous a échappé en 2024, alors que nous comptons sur une reprise de l'investissement, qui tarde à se concrétiser. Et maintenant, qu'attendre à moyen-long terme ? Les États-Unis devraient encore évoluer **au-dessus de leur potentiel de long-terme** (cf. le graphique du mois). De même, d'un point de vue plus fondamental, nous attendons une **progression plus marquée du S&P 500 (+13%)** portée par une dynamique bénéficiaire propice. La **baisse du taux d'imposition** des sociétés promise par D. Trump n'est pas encore intégrée dans les cours et devrait se traduire par un gain de +3% (à en croire 2018, lors du précédent épisode d'allègement fiscal). Pour son application, les négociations avec le Congrès seront ardues et devront **faire partie d'un package global pour mettre des recettes en face, dont les droits de douanes**. Il est peu probable de voir ces mesures mises en œuvre avant le 2^e semestre. Il paraît clair que **les investisseurs sont moins regardants quant à la cherté des dossiers**. **Nous ne sommes pas dérangés par les niveaux de P/E** qui se sont arrêtés sur leur tendance de long terme (autour de 25 pour l'indice américain). En zone euro, il est préférable de se concentrer sur la moyenne historique des multiples de cherté, qui sont à l'équilibre. Au vu du contexte incertain, nous n'anticipons pas d'accélération sur cette composante. En revanche, **les investisseurs sont bien rémunérés pour être positionnés sur les actions de la zone**. Les entreprises chérissent leurs actionnaires de dividendes. Après une année record de rachats d'actions, la tendance devrait continuer.

NOTRE ALLOCATION

Les données présentées sont basées sur l'analyse et les anticipations des gérants d'Apicil AM, et peuvent évoluer dans le temps selon les fluctuations du marché.

| CLASSE D'ACTIFS | GRILLE D'ALLOCATION APICIL AM | | |
|--------------------|-------------------------------|-------------|---|
| | PONDERATIONS 2025 | COMMENTAIRE | |
| Actions | Exposition actions | = | |
| | S&P 500 | + | Nous anticipons une nouvelle année positive pour le marché des actions, légèrement supérieure à sa moyenne annuelle de long terme. Aux États-Unis, la performance sera portée par les BPA, qui sont attendus en forte progression mais réalistes, notamment grâce au nouveau souffle fiscal que pourrait apporter D. Trump. En Europe, le pire semble déjà intégré dans les cours. Nous prévoyons des bénéfices moins importants qu'anticipés, mais nous sommes conscients qu'en comparaison avec les États-Unis, nous pourrions être plus facilement surpris. Tant que la confiance n'est pas rétablie en Europe, il y a peu de raisons de voir les flux s'orienter autrement. Nous nous méfions des actifs japonais, principalement dictés par le yen, qui devrait s'apprécier à mesure que la BOJ sortira de sa politique accommodante. Concernant les émergents, nous privilégions les économies axées sur leur marché intérieur (Inde, Indonésie), tandis que les exportateurs de matières premières classiques (Amérique latine) sont relativement mieux protégés. |
| | Euro Stoxx 50 | = | |
| | Footsie 100 | = | |
| | Topix | - | |
| | MSCI pays émergents | = | |
| Obligations euro | + | | |
| Obligations euro | Obligations Core | - | Nous restons optimistes quant à la performance des marchés obligataires en 2025. Celle-ci devrait être portée par les obligations d'entreprises, dans un contexte où le taux de défaut demeure à un faible niveau. Il convient toutefois d'adopter une attitude plus prudente vis-à-vis des taux longs dans un contexte de vigilance accrue à l'égard des déficits. Il semble plus probable d'observer à une détente des taux courts, notamment en Europe, où l'activité économique reste morose et où le processus de désinflation est bien engagé. |
| | Obligations périphériques | - | |
| | Indexées inflation | = | |
| | Investment Grade | + | |
| | High Yield | + | |
| | subordonnées financières | + | |
| Matières premières | Exposition matières premières | = | |
| | Pétrole | - | Une augmentation potentielle de l'offre par l'OPEP+, ainsi que des facteurs liés à la demande (ralentissement économique), devraient exercer une pression baissière. Au niveau actuel, les Américains pourraient être incités à produire davantage et bénéficieraient du soutien de l'administration Trump. Le cours de l'or s'est montré particulièrement résilient en dépit de la hausse des taux et du dollar, profitant de son statut de refuge (risques politiques et géopolitiques). Les banques centrales des pays émergents ont accumulé une quantité considérable de lingots. Les particuliers, notamment indiens, contribuent également. Ces tendances devraient perdurer. |
| | Or | + | |
| Devises | -- | | |
| Devises | Cash (Euro) | -- | Nous prévoyons que le dollar maintiendra sa dominance en 2025, atteignant la parité avec l'euro. Cette performance sera soutenue par la divergence économique entre les États-Unis et l'Europe, ainsi que par les incertitudes politiques en France et en Allemagne, ainsi que les tensions géopolitiques. Concernant la livre sterling, nous restons neutres. La BOE sera tiraillée entre une inflation persistante et un budget dépensier, tout en devant gérer un décalage de politique monétaire avec ses voisins. Le yen devrait retrouver une dynamique positive au fur et à mesure que la BoJ durcira sa politique monétaire. |
| | Dollar | + | |
| | Livre sterling | = | |
| | Yen | + | |

Sources : APICIL AM au 10/01/2025

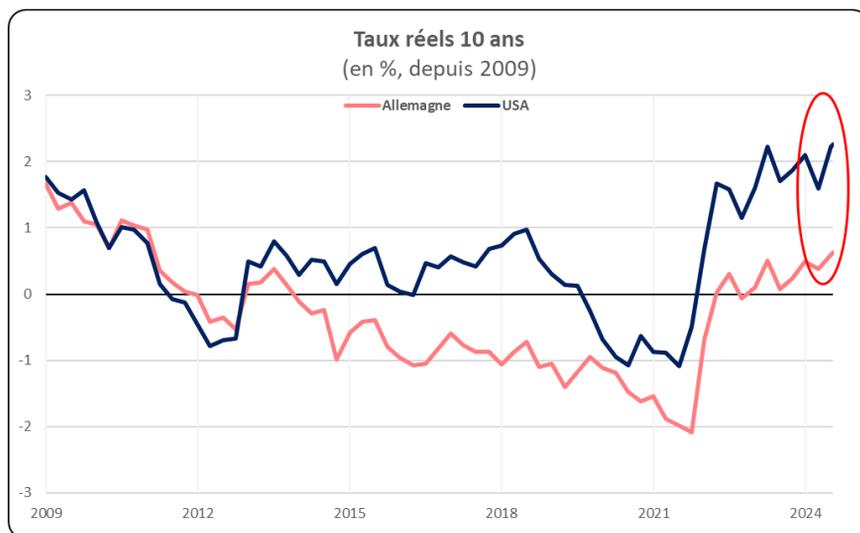
Les taux réels n'en finissent pas de grimper :

Depuis 2021, les taux d'intérêt réels (taux nominaux corrigés des anticipations d'inflation) ont fortement augmenté, notamment aux États-Unis, où ils influencent largement les taux mondiaux. Entre 2022 et fin 2024, la Fed a mené une politique de resserrement monétaire rigoureuse pour contrer une inflation remontée à des niveaux très élevés post-Covid. Cette approche a poussé les taux réels américains autour de 2,3%, un niveau inégalé depuis 15 ans.

Cette remontée des taux réels a permis de freiner la spirale inflationniste (politique restrictive), mais, fait notable, ces taux n'ont pas reculé malgré la baisse récente des tensions inflationnistes (le core PCE passant de 5,6 % en 2022 à 2,8 % aujourd'hui). Ce phénomène pourrait s'expliquer par deux facteurs. Premièrement, la croissance potentielle aux États-Unis a progressé, atteignant 2,7 % en rythme annualisé depuis début 2022. Deuxièmement, les besoins d'investissement ont augmenté, particulièrement dans les secteurs de la transition énergétique et des infrastructures. Les États ont de gros programmes d'émission de dettes, et il faut bien rémunérer les investisseurs !

D'un point de vue théorique, les taux réels varient également en fonction de la situation économique locale. Au Japon et en Suisse, par exemple, ils restent négatifs en raison d'une faible croissance potentielle et de balances courantes excédentaires. En zone euro, bien que les taux réels soient inférieurs à ceux des États-Unis, ils demeurent élevés (0,67 % pour les taux allemands, par exemple) par rapport à la faible dynamique de croissance. Nous considérons cela comme une anomalie.

En conclusion, même si les taux réels actuels traduisent en partie les succès des politiques anti-inflationnistes récentes, leur évolution future dépendra d'un subtil équilibre entre contrôle de l'inflation, soutien à la croissance et gestion des niveaux d'endettement publics et privés. Aux États-Unis, le déficit budgétaire devrait **atteindre entre 6,5 et 7 % du PIB en 2025**.



Encéphalogramme plat sur les spreads de crédit. Les mois se suivent et se ressemblent. Les spreads de crédit haut rendement se sont légèrement écartés sur la partie synthétique (+5bp) mais se sont fortement resserrés sur la partie cash (-33bp). Les spreads cash rattrapent leur retard en fin d'année, devenant quasi équivalents aux synthétiques. Difficile de dire ce qui pourrait provoquer un écartement des spreads qui sont très résilients, mais qui selon nous n'offrent plus de protection suffisante contre des surprises baissières sur la croissance.

LES ENTREPRISES QUI FONT LA DIFFERENCE SUR LE MARCHÉ CRÉDIT

Fressnapf, le plus grand détaillant indépendant de produits pour animaux de compagnie en Europe, s'est vu attribuer une notation de BB- par l'agence S&P, assortie d'une perspective stable. L'acquisition d'Arcaplanet, acteur majeur en Italie, a renforcé le profil opérationnel du groupe. S&P prévoit une croissance annuelle moyenne des revenus de 10 % pour Fressnapf jusqu'en 2026, accompagnée d'une amélioration de la marge d'EBITDA ajustée à environ 16,8 % en 2026, contre 16,1 % en 2024. L'agence anticipe un désendettement progressif de Fressnapf, avec un levier passant approximativement à 4x en 2024-2025 à 3x en 2026. S&P pourrait relever la note si le groupe parvient à exécuter son plan stratégique et à intégrer efficacement les magasins Arcaplanet.

Des nouvelles encourageantes ont partiellement relâché la pression des investisseurs sur **Auchan** (ELO SACA). Tout d'abord, Decathlon va verser 1 milliard d'euros à ses actionnaires. Bien que l'utilisation de ces fonds n'ait pas été divulguée, cela a relancé les spéculations sur un éventuel soutien financier pour Auchan. Bien que le distributeur alimentaire ait intégré des magasins Casino, il peine à maintenir une part de marché de 9 %, face à la concurrence de Carrefour, Leclerc et des Mousquetaires. Ce soutien financier, très attendu par les investisseurs, pourrait également provenir de la vente de la filiale en Russie, pour laquelle Auchan espère encaisser environ 400 millions d'euros. Cependant, les négociations avancent difficilement entre l'association familiale Mulliez et Gazprombank.

Synthèse des performances

Décembre a, comme chaque année, été l'occasion de faire des bilans et de se projeter sur 2025 dans un contexte marqué par un équilibre fragile entre incertitudes et espoirs pour l'économie et les marchés financiers.

En Asie, les tensions politiques en Corée du Sud, marquées par une tentative avortée de loi martiale et une motion de censure contre le président Yoon Suk-yeol, ont plongé le marché coréen dans la tourmente (-4% sur le mois). Pendant ce temps, la Chine a dévoilé un programme économique ambitieux, mais les marchés restent sceptiques, s'interrogeant sur la véritable priorité donnée à la croissance.

En Europe, l'instabilité politique reste préoccupante : en France, le nouveau Premier ministre François Bayrou a peiné à bâtir un consensus, tandis qu'en Allemagne, la chute de la coalition d'Olaf Scholz a entraîné l'organisation d'élections anticipées. Aux États-Unis, malgré des valorisations élevées et des signaux de prudence en fin d'année, l'économie a continué de faire preuve de résilience, avec des chiffres économiques globalement meilleurs que prévu.

Ce mois de décembre a ainsi résumé les contrastes de 2024, entre incertitudes politiques, espoirs de relance et ajustements monétaires, dans un contexte mondial toujours aussi complexe.

Du côté des entreprises

Novo Nordisk (-17,6% sur le mois) : déçue pour la première capitalisation européenne (350 milliards d'euros)

Novo Nordisk, leader mondial dans le traitement du diabète et de l'obésité, a baissé au cours du mois suite aux annonces sur les résultats de son traitement CagriSema. Bien que les données aient été globalement positives, elles n'ont pas entièrement répondu aux attentes très élevées du marché.

Cependant, CagriSema s'avère être une innovation thérapeutique importante qui devrait aider le laboratoire danois à renforcer sa position dominante. Ce produit, alliant efficacité clinique et potentiel de transformation des soins, pourrait offrir un levier important et des gains de part de marché significatifs.

L'entreprise affiche une solide croissance de ses revenus, portée par ses produits stratégiques et son portefeuille robuste ainsi qu'une gestion efficace lui permettant de dégager des marges confortables. Sa stratégie à long terme vise à consolider sa présence établie dans le secteur du diabète tout en continuant son expansion à la recherche d'opportunités dans les économies émergentes.

| Classe d'actifs (en USD) | Performances décembre 2024 | Performances 2024 YTD |
|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Géographies | | |
| MSCI World | 0,3% | 17,3% |
| MSCI Europe (en EUR) | -0,5% | 5,2% |
| MSCI North America | 0,4% | 23,3% |
| MSCI Asia Pacific | 0,3% | 7,6% |
| Styles | | |
| MSCI World Value | -0,2% | 8,8% |
| MSCI World Growth | 0,8% | 26,0% |
| Capitalisations | | |
| MSCI World Large | 0,3% | 20,5% |
| MSCI World Mid | 0,1% | 10,7% |
| MSCI World Small | -0,2% | 8,0% |
| MSCI World Micro | 0,1% | 5,8% |
| Secteurs | | |
| Consumer Discretionary | 0,7% | 21,3% |
| Consumer Staples | -0,2% | 3,2% |
| Energy | -1,2% | -1,6% |
| Financials | 0,0% | 23,7% |
| Health Care | -0,2% | -0,3% |
| Industrials | 0,0% | 11,7% |
| Information Technology | 1,0% | 33,5% |
| Materials | -0,3% | -7,7% |
| Communication Services | 0,7% | 33,5% |
| Utilities | 0,0% | 10,0% |

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 31/12/2024

Broadcom (+43% sur le mois) : 1 000 milliards de dollars de capitalisation

Fondée en 1961, Broadcom est un acteur majeur du secteur des semi-conducteurs, fournissant des puces pour divers secteurs. Le groupe a connu une nouvelle dynamique avec l'essor de l'intelligence artificielle et a franchi, en 2024, la barre des 1 000 milliards de dollars de capitalisation boursière. De plus, lors de la présentation des résultats, Hock Tan, a annoncé des prévisions de croissance de 65 % pour les produits liés à l'IA au premier trimestre 2025, bien au-dessus de la moyenne du secteur des semi-conducteurs qui est autour de 10 %. Il a également estimé que le marché des équipements pour data centers devrait atteindre 90 milliards de dollars d'ici à 2027.

Depuis le début de l'année, la valorisation de Broadcom a doublé, rejoignant ainsi l'ascension de Nvidia, leader des puces graphiques utilisées pour l'IA. Le modèle reste différent de celui de Nvidia et s'est fait sur de la croissance externe avec le rachat d'Avago en 2015 et en se diversifiant dans le domaine du logiciel, notamment grâce à une autre acquisition, celle de VMware.

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 31/12/2024

www.apicil-asset-management.com

EURO / DOLLAR



L'année 2024 a été marquée par une domination éclatante des États-Unis, affirmant leur position de leader incontesté en matière de performances, de croissance et de compétitivité. Cette suprématie s'est également manifestée sur les marchés des changes, avec une appréciation de 6,2 % du dollar face à l'euro et une progression de 7 % contre un panier de devises (indice DXY) sur l'ensemble de l'année. La victoire de D. Trump à la présidence a contribué à cette dynamique. Les investisseurs ont intégré les perspectives d'une politique pro-business et les mesures protectionnistes de la nouvelle administration Trump, favorisant l'attractivité (refuge) du billet vert. Plus récemment, les marchés ont réagi fortement à l'annonce de la Réserve fédérale, qui, face à l'impact du facteur Trump et aux risques inflationnistes qu'il engendre, a revu à la baisse ses prévisions de réductions de taux pour 2025 (passant de 4 à 2 baisses prévues). Cette décision a entraîné une hausse significative des taux souverains américains, accentuant encore l'attrait du dollar, qui s'est apprécié de 2,1 % face à l'euro au cours du mois de décembre.

Nous prévoyons que le dollar américain maintiendra sa dominance en 2025, avec une possible atteinte de la parité avec l'euro. Plusieurs facteurs soutiennent cette perspective. D'abord, la divergence économique entre les États-Unis et l'Europe, combinée aux incertitudes politiques en France et en Allemagne, ainsi qu'aux tensions géopolitiques aux portes du continent, devrait limiter l'attractivité de l'euro. De plus, un assouplissement monétaire plus prononcé de la part de la BCE, nécessaire pour soutenir une croissance européenne morose, élargira davantage le différentiel de taux d'intérêt. Enfin, la politique pro-business du président entrant devrait continuer d'attirer d'importants flux financiers vers les actifs américains. Dans un second temps, il est probable que D. Trump doit arbitrer entre les réalités de son programme, face à un Congrès qui freinera ses ardeurs. Un retour progressif de la monnaie unique est possible à partir du second semestre.

RECOMMANDATION DOLLAR EN 2025
(+)

EURO / LIVRE STERLING



Au cours de l'année, l'euro a perdu 4,6 % face à la livre sterling, principalement en raison des divergences de politiques monétaires. La Banque centrale européenne, confrontée à une croissance faible, a adopté une politique accommodante, tandis que la Banque d'Angleterre, soutenue par une économie plus solide, a maintenu une approche stricte. En décembre, cette tendance s'est poursuivie : la BCE a baissé ses taux, intensifiant la pression sur l'euro, tandis que la BoE a conservé son taux directeur à 4,75 %, face à des anticipations d'inflation élevées. Les réformes économiques du nouveau gouvernement travailliste au Royaume-Uni, telles que l'augmentation du salaire minimum et le renforcement des investissements publics, ont accentué l'approche prudente de la BoE. Paradoxalement, bien que les taux souverains anglais aient fortement augmenté, la livre sterling a été davantage sous pression, en raison des préoccupations liées à la politique économique de Donald Trump et des doutes concernant la crédibilité budgétaire du gouvernement de Keir Starmer.

Bien que ce dernier cherche à équilibrer son budget sur les cinq prochaines années via des hausses d'impôts pour compenser l'augmentation des dépenses publiques, les investisseurs se préoccupent de deux éléments majeurs : 1/ l'augmentation significative des émissions de dette (+20 Mds£ au T1 2025), et 2/ les marges financières réduites, en raison de prévisions jugées trop optimistes concernant la croissance.

En 2025, nous prévoyons que la parité restera proche des niveaux actuels, avec une année marquée par deux phases distinctes. Dans un premier temps, la Banque d'Angleterre devrait continuer à adopter une posture plus prudente que la Banque centrale européenne, en raison des effets mentionnés. Par la suite, les réductions de taux pourraient se renforcer en raison du décalage entre les politiques monétaires de la BoE et de la BCE. La livre sterling pourrait amorcer une tendance baissière face à l'euro.

RECOMMANDATION LIVRE STERLING EN 2025
(=)

EURO / YEN



2024, une année à contre-courant pour le Japon ! La plupart des économies mondiales ont resserré leur politique monétaire dès 2023 pour lutter contre l'inflation et commencent à s'orienter vers un assouplissement. Le Japon, quant à lui, poursuit son objectif de raviver une inflation durable en maintenant une politique ultra-accommodante. Cette divergence, marquée par un écart important de rémunération entre les taux des trésors européens et japonais, a entraîné une dévaluation notable du yen, qui a perdu 4,5 % face à l'euro. Décembre n'a pas dérogé à cette tendance, avec un recul supplémentaire de 2,8 % de la devise nipponne. Ce déclin est lié à la prudence persistante de la Banque du Japon, qui, dans sa volonté de valider une reprise salariale pérenne, a opté pour le maintien de ses taux. Cependant, les derniers communiqués laissent entrevoir un environnement en mutation, avec plusieurs responsables affirmant que les conditions sont désormais réunies pour une hausse imminente.

Nous anticipons que la dynamique inflationniste se poursuivra en 2025, soutenue par la boucle « prix-salaires », notamment en raison des hausses de revenus prévues à l'issue des négociations salariales (+5 % demandés par les syndicats japonais). Dans ce contexte, la Banque du Japon devrait dorénavant procéder à plusieurs hausses de ses taux directeurs, réduisant ainsi le différentiel de taux avec les autres grandes banques centrales mondiales. Cela permettra au yen de retrouver une dynamique durablement haussière.

RECOMMANDATION YEN EN 2025
(+)

Nous retiendrons que 2024 a été une année électorale pleine de rebondissements, notamment aux Etats-Unis. La poursuite du conflit entre la Russie et l'Ukraine, ainsi que les tensions au Moyen-Orient, persistent mais ont eu un impact marginal. La croissance américaine n'a montré aucun signe de faiblesse, tout comme le marché du travail et la consommation des ménages. L'inflation a reflué des deux côtés de l'Atlantique, bien que la composante "Services" reste sous surveillance aux États-Unis. Comme anticipé, les banquiers centraux ont enclenché le cycle de baisse des taux directeurs.

Concernant les actions, la surperformance du marché américain est nette, avec les valeurs technologiques continuant de tirer les valorisations vers le haut. L'Europe affiche également une performance positive, bien que la France fasse figure d'exception : les incertitudes politiques, l'absence de budget et le poids du déficit public ont logiquement pesé sur ce marché.

Du côté des obligations, le crédit, notamment l'Investment Grade, a enregistré de belles performances. Sur le segment du High Yield, le taux de défaut est resté à un niveau historiquement bas, expliquant le resserrement progressif des spreads de crédit.

Tournons-nous dorénavant vers 2025 ! À l'image de début 2024, nous abordons 2025 avec une relative confiance. Les États-Unis devraient graviter au-dessus du potentiel et voir leur croissance économique au-delà de 2%. Peu de raisons de voir l'Europe décoller, nous voyons une stabilité sous les 1%. La dynamique et les débuts du mandat de Donald Trump devraient rester favorables pour les États-Unis. L'évolution des taux longs sera à surveiller, un écartement par rapport aux taux courts n'est pas à exclure. Pour la partie courte, deux baisses de taux devraient avoir lieu compte tenu de la vigueur de l'économie. La BCE pourra se montrer plus active que la FED, le risque inflationniste est maîtrisé. Les valorisations restent peu élevées, la sélection des belles sociétés sera primordiale, enfin, le pire semble intégré dans les cours, alors que les investisseurs anticipent le « meilleur » de Donald Trump aux États-Unis. Néanmoins, la dynamique est incontestablement mieux engagée (productivité, indépendance énergétique, volonté de déréguler, politique pro-business ...) aux États-Unis.

Concernant l'allocation en actions, nous renforçons donc l'Europe, les US et les matières premières. Nous allégeons la Grande-Bretagne (dans une logique de prise de bénéfices), et les Small caps, car nous ne voyons pas de reprise nette à court terme sur ce segment dans un contexte de morosité économique et de taux encore élevés. Nous renforçons également le crédit HY.

ALLOCATION PATRIMONIALE (MAX 30% ACTIONS / MAX 40% Fonds €)

| Classe d'actifs | Sous-classe d'actifs | | Poids | Variation / mois | Poids classe d'actifs | Variation / mois |
|---------------------------|--|--------------------|-------|------------------|-----------------------|------------------|
| Fonds € | Fonds € | | 5% | ↓ | 5% | ↓ |
| Monétaires | Fonds monétaires | | 5% | ↓ | 5% | ↓ |
| Immobilier | Immobilier non coté | | 20% | = | 20% | = |
| Obligations | Obligations d'Etat | | 8% | = | 43% | ↑ |
| | Obligations d'entreprises Investment Grade | | 28% | = | | |
| | Obligations High Yield | | 6% | ↑ | | |
| | Obligations émergentes | | 1% | = | | |
| Actions | Géographiques | France | 0% | = | 24% | = |
| | | Europe | 5% | ↑ | | |
| | | Grande-Bretagne | 1% | ↓ | | |
| | | Etats-Unis | 10% | ↑ | | |
| | | Japon | 3% | = | | |
| | | Actions émergentes | 1% | = | | |
| | Thématiques | Technologiques | 3% | = | | |
| | | Small caps | 1% | ↓ | | |
| Matières premières | Indice global | Diversifiés | 3% | ↑ | 3% | ↑ |

ALLOCATION EQUILIBRE (MAX 60% ACTIONS / MAX 30% Fonds €)

| Classe d'actifs | Sous-classe d'actifs | | Poids | Variation / mois | Poids classe d'actifs | Variation / mois |
|---------------------------|--|--------------------|-------|------------------|-----------------------|------------------|
| Fonds € | Fonds € | | 1% | ↓ | 1% | ↓ |
| Monétaires | Fonds monétaires | | 1% | ↓ | 1% | ↓ |
| Immobilier | Immobilier non coté | | 15% | = | 15% | = |
| Obligations | Obligations d'Etat | | 5% | = | 37% | ↑ |
| | Obligations d'entreprises Investment Grade | | 26% | = | | |
| | Obligations High Yield | | 4% | ↑ | | |
| | Obligations émergentes | | 2% | = | | |
| Actions | Géographiques | France | 0% | = | 42% | = |
| | | Europe | 8% | ↑ | | |
| | | Grande-Bretagne | 3% | ↓ | | |
| | | Etats-Unis | 19% | ↑ | | |
| | | Japon | 3% | = | | |
| | | Actions émergentes | 2% | = | | |
| | Thématiques | Technologiques | 7% | = | | |
| | | Small caps | 0% | ↓ | | |
| Matières premières | Indice global | Diversifiés | 4% | ↑ | 4% | ↑ |

ALLOCATION DYNAMIQUE (MAX 100% ACTIONS / MAX 20% Fonds €)

| Classe d'actifs | Sous-classe d'actifs | | Poids | Variation / mois | Poids classe d'actifs | Variation / mois |
|---------------------------|--|--------------------|-------|------------------|-----------------------|------------------|
| Fonds € | Fonds € | | 1% | ↓ | 1% | ↓ |
| Monétaires | Fonds monétaires | | 1% | ↓ | 1% | ↓ |
| Immobilier | Immobilier non coté | | 10% | = | 10% | = |
| Obligations | Obligations d'Etat | | 2% | = | 27% | ↑ |
| | Obligations d'entreprises Investment Grade | | 21% | = | | |
| | Obligations High Yield | | 4% | ↑ | | |
| | Obligations émergentes | | 0% | = | | |
| Actions | Géographiques | France | 0% | = | 55% | = |
| | | Europe | 9% | ↑ | | |
| | | Grande-Bretagne | 5% | ↓ | | |
| | | Etats-Unis | 26% | ↑ | | |
| | | Japon | 3% | = | | |
| | | Actions émergentes | 2% | = | | |
| | Thématiques | Technologiques | 9% | = | | |
| | | Small caps | 1% | ↓ | | |
| Matières premières | Indice global | Diversifiés | 6% | ↑ | 6% | ↑ |

Document terminé de rédiger le 16 janvier 2025. Sources: Apicil AM, Bloomberg. Performances dividendes réinvestis arrêtées au 31 décembre 2024.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel et ne constituant pas une communication à caractère promotionnel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées que Apicil AM considère comme exactes ou fondées au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée au sens de l'article D.321-1 5° du Code monétaire et financier.