



L'incertitude crée les opportunités

Commençons par un avertissement : cette lettre d'investissement est à lire avec des pincettes, parce qu'elle est remplie de prédictions qui ne se vérifieront pas et nous ne sommes pas en mesure de vous dire lesquelles ! Ironie mise à part, ce genre de « prescription » devrait figurer en entête des nombreuses « perspectives 2025 » émises par les stratèges qui peuplent notre boîte e-mail depuis plusieurs semaines. **Tenter de prédire le futur reste un exercice de funambulisme**, que ce soit en finance ou dans d'autres domaines, c'est une évidence. Il n'est pas étonnant d'apprendre que les prévisions des experts pour le niveau du S&P 500 à la fin d'une année sont souvent très approximatives. En moyenne, l'écart entre leurs prévisions et la réalité correspond à peu près au rendement moyen attendu du marché, soit environ 10%. Cela signifie qu'il est difficile de prédire avec précision, et cette incertitude est reflétée dans les prévisions actuelles pour 2025, où les grandes banques s'attendent simplement à ce que le marché continue de progresser d'environ 10%, comme il le fait en général sur le long terme. En se remémorant les prédictions de baisse des taux de la banque centrale américaine, de récession en 2023 ou encore d'excès d'optimisme sur l'intelligence artificielle, il faut bien se dire qu'une forme d'humilité s'impose lorsque l'on se lance dans cet exercice.



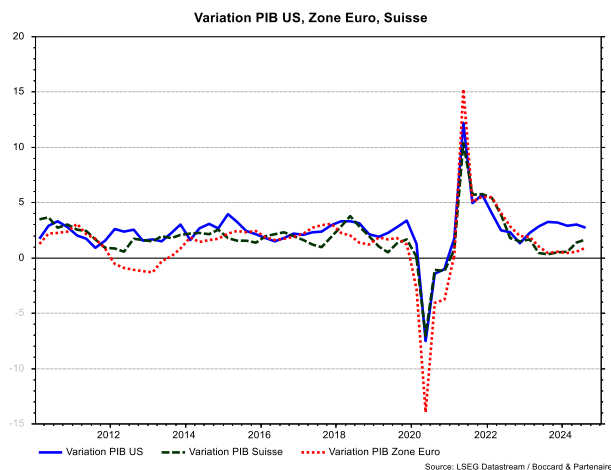
Nous nous évertuerons donc davantage à déterminer quels sont les plus importants facteurs de risques sur certaines tendances devenues consensuelles, notamment à la suite d'un des événements les plus marquants de l'année écoulée, soit le retour au pouvoir de D. Trump. Nous mettrons également l'accent sur les opportunités d'investissements qui nous paraissent les plus convaincantes. C'est également l'occasion de rappeler que les ajustements dans l'allocation d'actifs ne se réalisent pas nécessairement au passage à une nouvelle année, mais bien plus en fonction des évolutions de prix et de perspectives en cours d'exercice.

Bien que la performance de l'ensemble des marchés financiers doit être qualifiée de positive, **cela masque de grandes disparités entre certaines classes d'actifs**, géographies, secteurs d'activités ou titres d'un même segment.

Une économie mondiale en quête d'équilibre

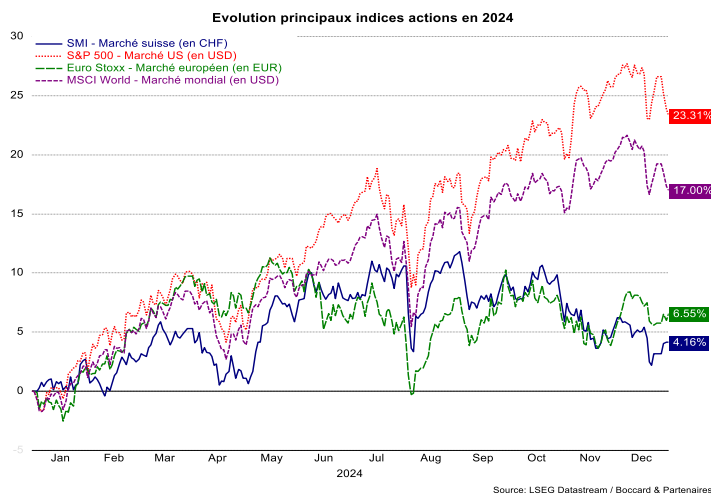
Au début de 2024, les prévisions économiques étaient dominées par l'espoir d'un «atterrissage en douceur», grâce à une inflation en reflux et à des politiques monétaires devenant plus accommodantes. Cependant, ce scénario idéal a été remis en question par des événements imprévus :

- **Les tensions commerciales en général**, notamment celles entre la Chine et les Etats-Unis.
- **Le ralentissement chinois**, qui, malgré des mesures de relance, peine à retrouver un rythme de croissance soutenu, affaiblissant la demande mondiale.
- **L'incertitude politique en Europe**, amplifiée par des élections contestées et des divisions croissantes sur des questions clés telles que l'énergie et la migration, sans omettre l'enlèvement et le durcissement des fronts dans le conflit en Ukraine.
- **La guerre et les tensions au Moyen-Orient**, qui cristallisent toujours autant les incertitudes géopolitiques, même après le renversement du régime Assad.



- En revanche, **l'économie américaine a surpris par sa résilience**. Bien que le PIB ait légèrement ralenti par rapport à 2023, la croissance sera très probablement plus élevée qu'anticipé il y a 12 mois (au-delà de 2%, contre un peu plus de 1.5% prévu en janvier 2024). Le dynamisme à peine atténué du marché de l'emploi et une consommation robuste, soutenue par la baisse de l'inflation en sont les principaux facteurs.

Les marchés financiers : entre espoir et incertitudes



Les marchés financiers ont été caractérisés par des divergences notoires en 2024. Plusieurs régions ont tiré leur épingle du jeu à l'instar des Etats-Unis alors que d'autres ont été laissées de côté, telle l'Europe (à l'exception de l'Allemagne) ou la Suisse. Des divergences similaires sont également apparues entre les différents secteurs d'activités (voir ci-après).

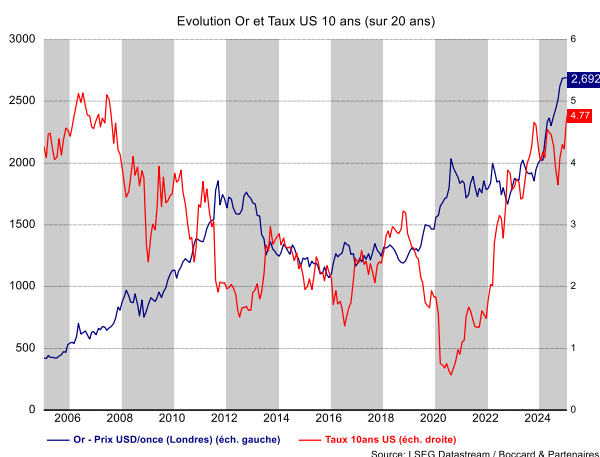
1. Les actions :

- Les valeurs technologiques, portées par la révolution continue de l'intelligence artificielle (IA), ont poursuivi leur ascension, au gré d'attentes constamment revues à la hausse. Notamment les entreprises spécialisées dans les équipements et semi-conducteurs permettant de construire l'infrastructure pour tester et développer l'IA ont vu leurs cours prendre des hauteurs insoupçonnées. Les plus grands acteurs du secteur sont également les plus importants investisseurs dans ces solutions. La génération de revenus significatifs reste toutefois limitée à un nombre restreint d'entreprises. Les promesses de gains en productivité se manifestent dans un nombre croissant d'activités (santé, industrie, etc...), mais les manières de déployer des modèles d'affaires créant concrètement de la valeur ne sont pas légion. Méfions-nous de l'excès d'optimisme.
- Les secteurs cycliques, tels que l'industrie et certaines matières premières, ont bénéficié d'une amélioration des perspectives de croissance au second semestre.
- Les actions « défensives » ont connu des fortunes diverses. Nombre d'entre elles ont pâti du désintérêt des investisseurs pour des valeurs à croissance modeste comparée à d'autres secteurs d'activités plus dynamiques, à l'instar de Nestlé, qui a de surcroît dû réviser ses perspectives à la baisse par deux fois.

2. Les obligations :

- Les obligations ont enregistré des performances positives, grâce à un abaissement quasi généralisé des taux d'intérêt, les investisseurs ayant retrouvé de l'appétit pour ces actifs à rendement fixe.

3. Les actifs alternatifs :



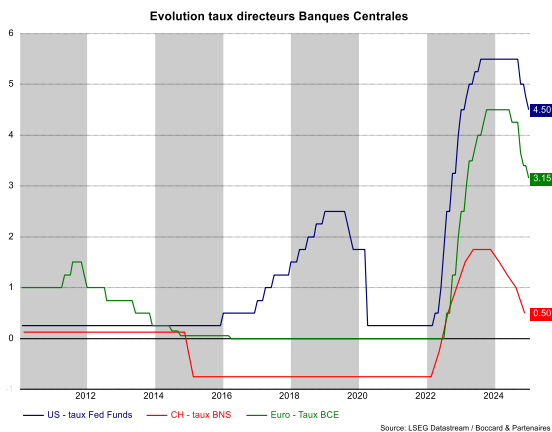
- L'or a joué pleinement son rôle de valeur refuge, attirant les investisseurs dans un contexte géopolitique incertain, malgré le fait que les rendements obligataires demeurent attractifs, particulièrement en USD.

- L'immobilier coté, notamment en Suisse, a bénéficié de la politique monétaire clairement plus accommodante pilotée par la banque nationale helvétique.

4. Réactions historiques et enseignements à tirer suite à l'élection de Donald Trump : L'élection de D. Trump à la présidence américaine avait, en 2016 déjà, engendré un rallye boursier marqué par l'espoir de politiques favorables aux entreprises, notamment des baisses d'impôts et des déréglementations. Cette dynamique rappelle que les marchés financiers réagissent souvent plus à la perception des opportunités futures qu'à la réalité immédiate. Cette réactivité rapide des marchés à des changements politiques majeurs reste un facteur clé pour comprendre les dynamiques actuelles. Il n'en demeure pas moins que la

réalité diffère bien souvent des anticipations, surtout lorsqu'un personnage aussi imprévisible se trouve à la baguette.

Principaux facteurs de risque



1. **Inflation persistante et impact sur les politiques monétaires** : Si l'inflation des principales économies développées (entre +2.4 et +3 %) peine à descendre au niveau de l'objectif de 2 %, les banques centrales pourraient maintenir des taux élevés plus longtemps, affectant les actifs risqués, la Suisse faisant exception avec une inflation inférieure à 1 %. Cet élément de risque semble plus marqué aux Etats-Unis, notamment parce que l'économie demeure plus résiliente et que les promesses électorales du nouveau président pourraient

conduire à des hausses de prix. La banque centrale nord-américaine semble déjà préparer le terrain à un nombre plus limité de réductions des taux en 2025.

2. **L'augmentation de l'endettement des Etats** fait craindre des mesures de restrictions budgétaires qui pourraient peser sur la croissance et le moral des consommateurs.
3. **Dérapages géopolitiques** : Les tensions au Moyen-Orient, dans la mer de Chine et en Ukraine, ainsi que les nouvelles sanctions commerciales, exacerbent les incertitudes.
4. **Fragilité financière** : L'incapacité des instances politiques chinoises à trouver des solutions pour relancer son économie, ajoutée aux difficultés persistantes qui pèsent sur le secteur immobilier, pourraient ralentir la croissance mondiale.
5. **Concentration du marché** : Les Etats-Unis représentent désormais près de 75% des grands indices actions mondiaux. Les 5 plus importants titres du S&P 500, tous dans le domaine technologique au sens large, représentent désormais presque 30% de l'indice. Il s'agit d'un plus haut depuis plus de 60 ans. Bien que d'autres marchés et segments aient retrouvés des couleurs en 2024, une telle concentration n'est historiquement pas soutenable dans la durée.
6. **Risques climatiques** : Les catastrophes naturelles, plus fréquentes et coûteuses, ont un impact économique significatif et accentuent encore la pression pour un recours accru aux énergies renouvelables, au-delà des volontés politiques.

Notre positionnement stratégique & nos préférences pour 2025

Le déploiement d'une **allocation « cœur + satellites »** a été notre fil conducteur tout au long de 2024 et les derniers ajustements auront encore lieu en 2025. L'exposition aux Etats-Unis s'est ainsi renforcée au gré des trimestres, mais elle demeure largement inférieure à sa pondération dans les indices mondiaux, sachant que nous devons prendre en compte la monnaie de référence en CHF. En effet, au-delà de courtes périodes, le franc suisse a reflété la stabilité économique et politique de notre pays en se renforçant par rapport aux principales parités de change. Ce statut de « havre de paix » peut difficilement être remis en cause dans le contexte actuel. Par ailleurs, le coût de protection contre les fluctuations de change pour des portefeuilles individuels

en CHF reste trop onéreux pour être considéré. Cet état de fait doit être intégré dans nos considérations et dans l'analyse des performances.

Malgré les nombreuses incertitudes et les risques évoqués ci-dessus, **nous favorisons de rester investis de manière équilibrée et diversifiée**. Une des sources principales de moindre performance sur la durée provient en effet d'excès de liquidités ou d'un manque de présence dans les marchés financiers. Cette partie doit être couverte notamment par le cœur du portefeuille.



Devant la montée des extrêmes, de la désinformation et la multiplicité des inquiétudes au sein de la société, la préoccupation d'œuvrer pour un **monde plus durable** semble avoir reculé dans les priorités des agendas. La nécessité d'assurer et financer une **sécurité énergétique** implique toutefois de privilégier les énergies renouvelables, la solution la moins chère, et de permettre sa mise en

réseau. A terme, cela doit aussi permettre de garantir un meilleur pouvoir d'achat à chacun et la compétitivité industrielle d'un pays. C'est aussi sur ce plan qu'il faut répondre à la préoccupation des classes les moins aisées et lutter contre certains écarts de richesses excessifs. Intégrer ces questions extra-financières fait donc aussi partie de notre devoir fiduciaire en tant que gérant et investisseur.

Dans l'environnement complexe défini plus haut, nous recommandons de privilégier :

- En dehors du cœur de portefeuille qui assure une bonne exposition diversifiée à certaines thématiques porteuses (par exemple à l'IA), nous favorisons **des titres** qui profiteront d'un **élargissement de la participation** à d'autres segments, au-delà de la technologie. Dans cette catégorie, nous incluons des solutions passives équilibrées aux Etats-Unis, mais aussi celles qui se focalisent sur les **moyennes et petites capitalisations** Outre-Atlantique, mais surtout en Suisse, où elles ont été particulièrement négligées.
- **Des obligations de qualité**, offrant un couple rendement/risque favorable. Nous maintenons ce biais positif, sachant qu'il sera mis à l'épreuve des éventuelles pressions inflationnistes.
- **Des actifs alternatifs**, tels que les métaux précieux et les fonds immobiliers cotés, qui feront office d'actifs refuge en période de plus grandes incertitudes et de volatilité.

En conclusion, 2024 a été une année riche en leçons pour les investisseurs. Malgré les incertitudes, les opportunités existent pour ceux qui savent garder le cap sur la qualité, tout en s'intéressant à certains segments délaissés. Nous resterons humbles, vigilants et prêts à ajuster nos stratégies en cas de changement significatif dans un contexte de plus en plus tiraillé par les extrêmes.

Mauro Cavallin, Responsable des investissements
Michael Strauss, Actions – Investissements responsables

Janvier 2025