

Gestion Privée - Lettre trimestrielle

Décembre 2024

Le quatrième trimestre 2024 a été principalement marqué par l'élection du 47^{ème} président américain Donald Trump. Son élection a ainsi donné une relative visibilité aux États-Unis quand les incertitudes politiques françaises et allemandes pénalisent la prise de risque en Europe. L'année 2024 se clôture avec une nouvelle année de surperformance des indices américains : **S&P 500 +23,31%**, **STOXX 600 +5,98%**, **CAC 40 -2,15%**.

Aux États-Unis, l'élection de Donald Trump et ses premières annonces ont ravivé l'enthousiasme des investisseurs, entraînant des afflux massifs vers les marchés actions. Ses déclarations, tant dans les médias que sur le réseau social X (anciennement Twitter), laissent présager des politiques interventionnistes, notamment sur le plan douanier, susceptibles de stimuler une pression inflationniste. Ses récentes sorties sur des sujets sensibles, tels que le Canada, le Groenland ou le canal de Panama, ainsi que la possibilité d'une extension des conflits au Moyen-Orient, accentuent par ailleurs les risques géopolitiques. Sur le front économique, l'inflation a poursuivi son ralentissement, passant de +3,1 % en janvier à +2,7 % en novembre, tandis que l'indice PCE, indicateur privilégié de la Fed, est resté stable à +2,4 % sur la même période. Malgré une politique monétaire historiquement restrictive, l'économie américaine affiche une résilience impressionnante. La croissance robuste du PIB et des indices PMI composites a renforcé la confiance des investisseurs dans la solidité de la première économie mondiale. Cette dynamique a toutefois poussé la Réserve fédérale à adopter un ton plus modéré lors de sa réunion de décembre. Le président Jerome Powell a laissé entendre que seules deux baisses de taux de 25 points de base seraient envisagées en 2025, un signal d'attentisme face à des marchés déjà à des niveaux records. Cependant, cette euphorie masque des fragilités. La concentration extrême du S&P 500, où les dix premières capitalisations représentent environ 37 % de l'indice, exacerbe les risques en cas de retournement. De plus, avec un ratio cours/bénéfices estimé à 21,6x pour 2025, les valorisations actuelles laissent peu de place à l'erreur, dans un contexte encore marqué par des incertitudes économiques et géopolitiques.

En Europe, l'activité économique a été bien moins dynamique qu'outre-Atlantique, pénalisée par des tensions politiques persistantes entre les deux moteurs historiques de la zone, la France et l'Allemagne. La hausse prolongée des prix de l'énergie, toujours bien au-dessus de leurs niveaux d'avant-guerre en Ukraine, et le resserrement monétaire ont pesé lourdement sur le secteur industriel. Les indices PMI sont restés en territoire de contraction, tombant sous la barre des 50 points en fin d'année, signalant une économie sous pression. L'inflation, en revanche, a continué de se modérer, atteignant brièvement un niveau inférieur à 2 % en septembre avant de remonter légèrement en fin d'année. Cette désinflation reflète un environnement où la demande reste faible, mais les déséquilibres structurels persistent. Sur le plan politique, l'instabilité est palpable. En France, le gouvernement dirigé par François Bayrou semble fragile, et une nouvelle motion de censure reste une éventualité crédible. En Allemagne, des élections anticipées pourraient redéfinir le paysage politique et, potentiellement, relancer l'économie via une politique budgétaire plus expansionniste. Après une longue période de récession, un tel stimulus fiscal pourrait agir comme un catalyseur pour la croissance en 2025. Au troisième trimestre, la croissance sur l'année de l'ensemble européen est en hausse de seulement 0,9% qui cache une croissance de 0,3% dans le bloc franco-allemand contre 1,6% dans le reste de la zone euro. Dans ce contexte, les valorisations des actions européennes demeurent attractives en comparaison de leurs homologues américaines. Ce différentiel de valorisation pourrait ouvrir la voie à un rattrapage, sous réserve d'un retour de la confiance des investisseurs et d'une meilleure coordination des politiques économiques au sein de la zone.

En Asie, la Chine a multiplié les mesures de relance pour soutenir son secteur immobilier et atteindre son objectif de croissance de +5 % pour 2024. Cependant, les données économiques restent mitigées : la croissance du PIB a ralenti, passant de +5,3 % au premier trimestre à +4,6 % au troisième trimestre. Après une période de déflation en début d'année, l'inflation a timidement repris, atteignant +0,2 % en novembre. Malgré ces signaux de faiblesse, Pékin continue d'afficher une volonté de redynamiser son économie, bien que la lenteur des résultats puisse inquiéter les investisseurs. Au Japon, l'année 2024 a été marquée par une forte volatilité sur le marché des changes. Le yen a atteint un niveau historiquement bas face au dollar, franchissant le seuil des 160 yen par dollar en juillet. Les interventions des autorités japonaises, notamment les 11 et 12 juillet, ont permis de stabiliser la devise, mais au prix de secousses sur les marchés domestiques et internationaux. Sur le plan économique, la faiblesse du yen reflète les difficultés structurelles d'une économie peu dynamique. Le PIB a reculé de -0,5 % en glissement annuel sur les trois premiers trimestres, malgré un marché de l'emploi solide et un taux de chômage historiquement bas. Cette situation a néanmoins favorisé une hausse des salaires, incitant la Banque du Japon à sortir d'une décennie de taux zéro. En relevant ses taux directeurs à 0,25 %, elle amorce une normalisation prudente de sa politique monétaire, un processus qui devrait se poursuivre lentement en 2025. Malgré les défis auxquels la région est confrontée, l'Asie reste une zone avec des opportunités. En Chine, la reprise des dépenses publiques et les ajustements monétaires pourraient redonner de l'élan à la croissance. Au Japon, une politique économique plus proactive pourrait enfin permettre une sortie durable de la stagnation.

	Gay-Lussac Microcaps	Gay-Lussac Microcaps Europe	Gay-Lussac Microcaps Monde	Gay-Lussac Smallcaps	Gay-Lussac Green Impact	Gay-Lussac Europe Flex	Gay-Lussac Heritage	MacroSphere Global Fund
Code ISIN	FR0010544791	LU2022049022	FR0014006U34	FR0011759299	FR0010178665	FR0013280211	FR0010883017	FR001400NKV7
Capitalisation	Micro	Micro	Micro	Small	Toutes Capi	Toutes Capi	Diversifié	Diversifié
Exposition (/7)	3	3	4	4	4	3	2	4
VL en €* Perf 2024	614,11€ -3,7%	221,18€ 5,1%	174,61€ 8,0%	291,65€ -7,2%	377,69€ -4,2%	182,30€ -3,8%	176,64€ 1,3%	90,87€ NA
Gérants	L. de FELS – T. MAISSIN, CFA A. BERNASCONI	L. de FELS – G. BUHOURS – P. EDON	L. de FELS – T. MAISSIN, CFA A. BERNASCONI	L. de FELS – G. BUHOURS – P. EDON	L. de FELS – V. BALLY- BERARD	L. de FELS – H.VOILLAUME, CFA	L. de FELS – H.VOILLAUME, CFA	P. WATTEAUX – L. CADIOU – G. MAVINGA LAKÉ

* Données au 31/12/2024

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des fonds sont calculées avec coupons et dividendes réinvestis. Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat des titres qui y sont mentionnés. Il est la propriété de Gay-Lussac Gestion. La reproduction ou la distribution en est strictement interdite sans l'autorisation écrite préalable de la société Gay-Lussac Gestion.

Cette lettre, de nature non contractuelle, vous est remise à titre d'information. Elle ne constitue ni un conseil en investissement ni une offre d'achat ou de vente d'un instrument ou service financier, et elle est uniquement destinée aux ressortissants de pays où son utilisation n'est pas contraire aux lois et réglementations en vigueur. La reproduction ou distribution de ce document est soumise à autorisation préalable de notre société.

Les instruments ou valeurs figurant dans cette lettre sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leurs performances ou évolutions futures. Les données statistiques historiques de source publique sont fournies à titre indicatif. Par ailleurs, certains instruments ou valeurs figurant dans cette lettre peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas adaptés à tous les investisseurs. Les informations contenues dans cette lettre ont été préparées sur la base de nos connaissances au moment de la publication de la lettre et n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par le commissaire aux comptes des fonds ou de notre société. Toute personne désirant investir dans les instruments ou valeurs mentionnés dans cette lettre est tenue de contacter son interlocuteur habituel au sein de notre société.

Notre stratégie d'investissement

Actions

ACTIONS



NON ACTIONS

ÉTATS-UNIS



EUROPE

L'élection de Donald Trump a relancé les craintes quant à un éventuel retour de l'inflation, si bien que le marché a réduit ses attentes de 4 à 2 baisses de taux de la FED sur 2025. La vigueur de l'activité américaine à laquelle pourraient s'ajouter des mesures protectionnistes, pourrait ainsi perturber la trajectoire désinflationniste américaine. À l'inverse, les données en Europe militent pour une poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire. Dans ce contexte, nous restons positifs mais sélectifs sur les actions (cf points suivants). Les bénéficiaires par actions devraient continuer d'être tirés par les valeurs technologiques aux États-Unis, mais les niveaux de valorisation nous invitent à la prudence et laissent peu de droit à la déception. À l'inverse, les attentes nous semblent faibles et les niveaux de valorisation faibles en Europe, en particulier sur les petites valeurs. En termes d'obligation, nous continuons de privilégier l'Investment Grade afin de rester exposés à des bilans de qualité tout en limitant les risques d'un éventuel ralentissement macroéconomique. Nous surveillerons néanmoins les trajectoires des taux obligataires, avec des écarts de politique monétaire qui devraient s'accroître dans les prochains mois entre les différentes zones géographiques.

En Zone euro, l'Allemagne et la France plombent la croissance alors que l'activité reste dynamique en Europe périphérique. La résistance à court terme de l'inflation devrait s'estomper avec le ralentissement de l'emploi en 2025, ce qui ne devrait laisser guère autre choix à la BCE que de continuer sa détente monétaire. Côté valorisation, la prime de risque du marché européen apparaît en ligne avec sa moyenne des 20 dernières années tandis que la valorisation absolue du marché américain est désormais poussée aux extrêmes. Les attentes de baisse de taux directeurs de la part de la FED ne font que reculer par crainte des mesures inflationnistes évoquées par Donald Trump. Par conséquent, nous ne voyons aucun potentiel de revalorisation du marché US, qui sera seulement porté par une dynamique bénéficiaire supérieure à celle du vieux continent, mais avec peu de surprises haussières potentielles. Dans ce contexte, nous privilégions les actions européennes de toute capitalisation pour les prochains trimestres. Au sein des États-Unis, nous favorisons les petites capitalisations, qui offrent un bien meilleur rendement-risque que les larges caps, selon nous.

SMALL



LARGE

GROWTH



VALUE

Nous maintenons une stratégie équilibrée entre petites et grandes capitalisations. Les petites capitalisations présentent un potentiel attractif, soutenu par des valorisations historiquement basses et des dynamiques favorables, notamment l'accélération de la croissance des bénéficiaires par action, la relocalisation industrielle aux États-Unis (effet "Trump trade") et une intensification des activités de fusions et acquisitions. Dans un contexte économique marqué par une baisse progressive des taux d'intérêt amorcée en 2024, et malgré les incertitudes quant au rythme de leur diminution en 2025, nous prévoyons de conserver une exposition d'au moins 50 % aux petites capitalisations. Les grandes capitalisations, bien qu'à un degré moindre, continuent de bénéficier de tendances structurelles solides, telles que l'essor de l'intelligence artificielle, la transition énergétique et les innovations technologiques. Face à une incertitude économique persistante, cette double exposition nous semble essentielle pour tirer parti des opportunités tout en limitant les risques.

Nous continuons de privilégier les sociétés de croissance malgré cette trajectoire désinflationniste américaine perturbée par l'élection de D. Trump. Nous continuons de penser que des baisses de taux devraient se matérialiser en 2025 bien que le marché ait réduit ses attentes de 4 à 2 baisses de taux de la FED sur l'année. Sur l'Europe, l'assouplissement des politiques monétaires devrait se poursuivre au regard des indicateurs économiques encore moroses. Nous estimons donc que cet environnement sera favorable aux sociétés de qualité croissance ne serait-ce qu'au regard de leur meilleure récurrence opérationnelle en comparaison des sociétés plus « value ». Nous continuons toutefois de penser que des opportunités intéressantes sont à exploiter sur les sociétés value/cycliques, notamment sur celles affichant des fondamentaux tangibles et une valeur cachée au bilan. Nous observons à nouveau des segments attractifs que ce soit en France ou en Allemagne, des pays qui pâtissent encore de l'incertitude politique ainsi que budgétaire et qui affichent actuellement des zones d'achats intéressantes. L'élastique est une fois encore trop tendu à nos yeux en matière de valorisation sur l'Europe et notamment les petites capitalisations, nombre d'entre elles pourraient repartir significativement dès lors que la macroéconomie montrera une phase de progression.

Obligations

EUROPE GOVIES



EUROPE CORPORATE

ÉTATS-UNIS GOVIES



ÉTATS-UNIS CORPORATE

En Europe, la BCE a acté une nouvelle baisse de taux de 25 points de base, avec une fourchette basse à 3%. Christine Lagarde a confirmé qu'une poursuite de la baisse des taux restait le scénario de base pour 2025, dans ce contexte de ralentissement économique et de flou politique. Le nouveau gouvernement français dirigé par François Bayrou semble être sur un équilibre fragile. En Allemagne, le chancelier Scholz a effectivement perdu le vote de confiance du Parlement, menant la voie à des élections anticipées fin février. Sur le plan économique ensuite, les indicateurs restent mal orientés. Le PMI manufacturier de la zone euro en décembre est ressorti légèrement sous les attentes à 45,1 (vs 45,2). Dans cet environnement, nous jugeons qu'il faut s'exposer à la duration et avons une préférence pour les taux étatiques, notamment Bund, qui vont plus bénéficier de la politique accommodante de la BCE. Pour le crédit, nous privilégions une exposition Investment Grade puisque les spreads de crédit se sont déjà bien resserrés avec le high yield, offrant donc des rendements moins intéressants.

Aux États-Unis, la FED a suivi la même dynamique que la BCE en réduisant ses taux d'intérêt de -25pbp (dans une fourchette de 4.25 à 4.50%), comme prévu. Néanmoins, les membres du FOMC ne prévoient plus que 2 baisses en 2025, contre 4 baisses attendues lors de la réunion de septembre. Il semble que le consensus soit très dépendant des annonces à venir de Donald Trump, notamment sur le plan douanier, qui pourraient participer à une poussée inflationniste. En attendant, l'économie américaine poursuit sa dynamique, avec un PMI composite toujours fort à 56,6. Même si nous pensons que l'économie américaine s'approche de la fin de son cycle, la croissance américaine continue de montrer de vrais signes de résilience. Dans cet environnement, nous jugeons pareillement attractif de s'exposer au crédit ou aux Treasuries. Pour le premier, mieux vaut s'exposer à l'Investment Grade considérant le resserrement déjà acté des spreads avec le High Yield. Quant au second, les taux sont devenus particulièrement attractifs à un seuil > 4,50%.