

### Synthèse du premier semestre 2024 :

Tels Vladimir et Estragon attendant Godot (qui ne viendra jamais...), le marché ne désespère toujours pas d'attendre la première baisse de taux directeurs de la FED. Si la BCE lui a, comme prévu, emboité le pas en abaissant ses taux directeurs de 25bps début juin, d'autres banques centrales ont également fait de la sorte : Canada, Suisse, Hongrie, Suède ou encore République Tchèque.

Bien que les comparaisons entre politiques monétaires soient difficiles, voire inutiles, le marché semble s'accommoder d'un décalage de ses attentes. La première baisse des taux de la FED semble se profiler en septembre, certains membres du FOMC n'excluent pas de laisser les taux inchangés toute l'année 2024.

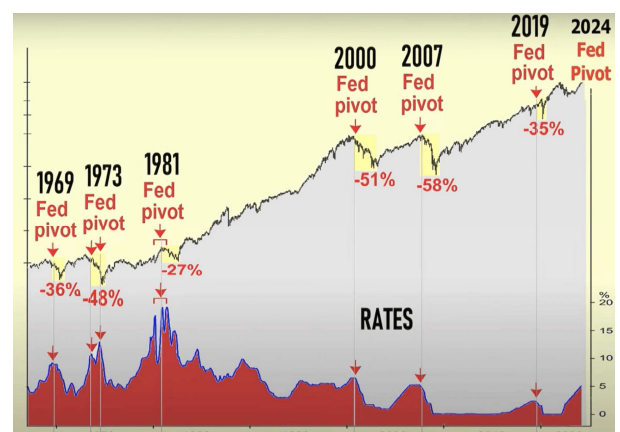
Quelles sont ainsi les raisons poussant la FED à ne pas baisser d'ores et déjà ses taux ?

- Tout d'abord, et les membres du FOMC sont très vocaux à ce sujet : l'inflation reste trop élevée. Abaisser les taux de manière trop rapide stimulerait l'économie et les ménages, contrecarrant les « efforts » menés pour réduire l'inflation,
- La dynamique de croissance des US n'est pas rompue,

- La FED garde de la latitude pour soutenir l'économie quand elle en aura vraiment besoin,
- La FED surveille l'agenda politique.

Ce dernier point, contre-intuitif (rappelons que la FED est censée être indépendante de la maison Blanche), prend tout son sens en cette fin de trimestre, quelques jours après le premier débat présidentiel opposant le président sortant Joe Biden à Donald Trump, marquant l'intensification de la campagne électorale dont le dénouement se situera avec l'élection en novembre. Si rien n'est acquis pour l'un ou l'autre des candidats pour la présidence ou les majorités nécessaires, des déclarations en faveur d'une consommation forte ou d'un dollar faible auront nécessairement un impact sur la trajectoire de l'inflation, et donc de la baisse des taux.

Notre conviction a toujours été la suivante : une baisse des taux est synonyme d'une économie en déclin. Un pivot de la FED s'est systématiquement traduit par une baisse conséquente des indices, ainsi nous ne sommes pas pressés de la voir arriver...

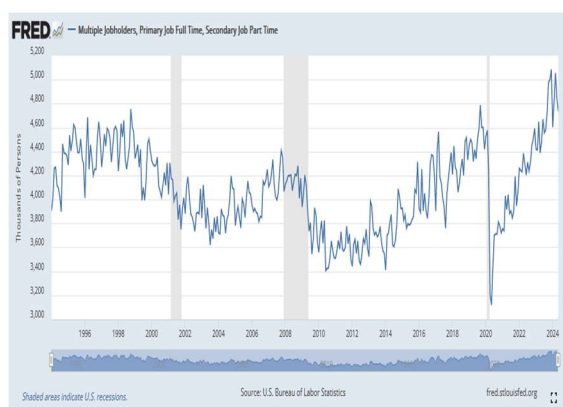


Parmi les raisons qui pousseraient la FED à abaisser ses taux, nous retenons les suivants :

- Une dégradation rapide de la dynamique de croissance,
- Une charge de la dette devenant insoutenable.

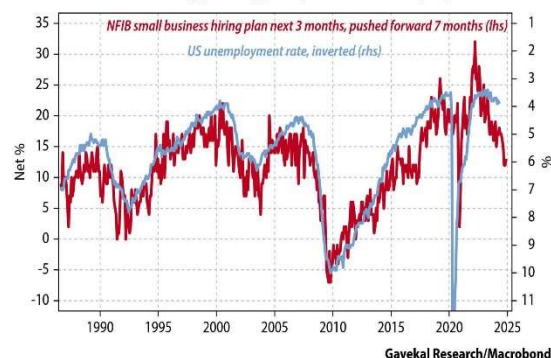
Rappelons que la croissance américaine est tirée à 70% par la consommation, et donc par l'emploi, les salaires, et l'épargne accumulée (afin de compenser l'inflation).

Au niveau de l'emploi, nous notons un point bas de 3.4% atteint en janvier 2024, et s'établissant à fin mai à 4%. S'il n'est pas question de dérapage à ce niveau, il est important de noter que la part d'emplois secondaires a fortement progressé, signe d'un changement structurel, certainement lié à l'inflation.

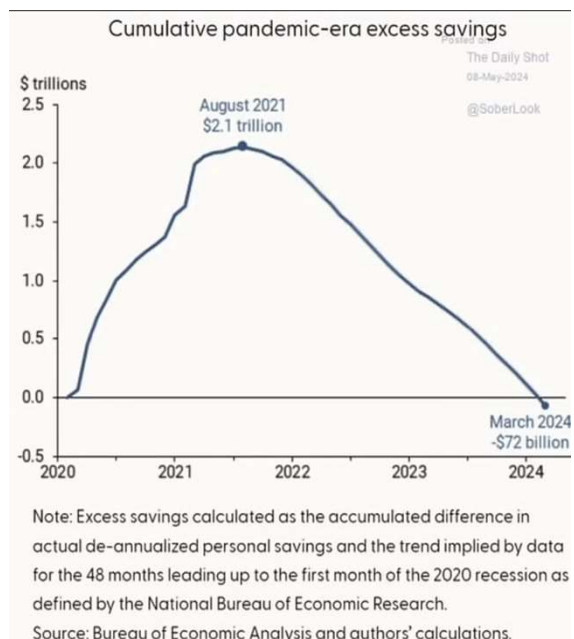


Nous restons attentifs à des facteurs plus structurels, en effet il semblerait que la dynamique de l'emploi s'étiole, avec une diminution des perspectives d'embauche des petites entreprises US, ayant en général environ 6/7 mois d'avance sur celle du chômage.

**Small business hiring plans typically lead the unemployment rate**

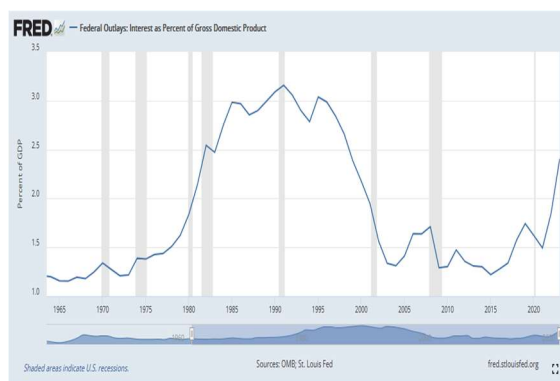


De plus, il semble que l'épargne excédentaire accumulée par les ménages pendant la période du covid soit désormais épuisée. Ainsi nous sommes de plus en plus prudents sur la résilience de l'économie américaine.



Enfin, la dette US n'a cessé d'augmenter, la charge d'intérêts progressant de concert avec les taux d'intérêts. Le fait que le service de la dette arrive désormais dans les premiers budgets fédéraux US, ayant dépassé les \$1000Mds, est le seul argument valable prônant pour une baisse rapide des taux

directeurs, mais force est de constater que cette situation n'est pas une priorité affichée ni de M.Powell de la FED, ni de son prédécesseur, Mme Yellen désormais secrétaire au Trésor, préférant considérer la masse réelle plus que nominale<sup>1</sup> de la dette, rappelant la politique de la FED des années 70<sup>2</sup>, d'où une urgence relative de faire baisser l'inflation... Le service de la dette représente désormais 2.4% du PIB US, un niveau jamais atteint depuis 1999.



Ainsi, dans une année très politique aux US, nous restons prudemment optimistes sur la dynamique de croissance du pays, et estimons que la campagne en cours brouille les cartes jusqu'à la résolution démocrate ou libérale de l'équation électorale.

Les chaises musicales se jouent dans bien d'autres pays, à titre d'exemple, le Mexique avec l'élection de Mme Sheinbaum, l'Inde ou M Mohdi a surpris avec son leadership contesté ou encore

<sup>1</sup> <https://www.cnbc.com/2024/06/13/treasury-secretary-yellen-says-us-debt-load-is-in-reasonable-place-if-it-remains-at-this-level.html>

la France avec le coup de poker de Macron qui, si il perd, risque de déstabiliser la France à l'ouverture des JO et la dynamique de l'Europe.

### Impact sur les marchés

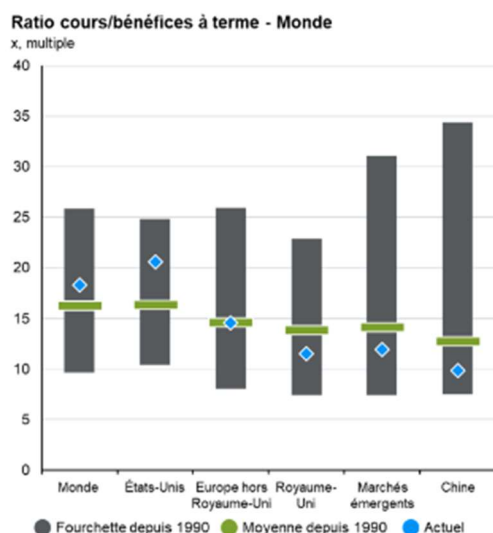
La hausse quasi continue du marché depuis octobre 2022 interpelle. En effet le marché avait fortement corrigé suite à l'anticipation des hausses de taux de la FED, et établi un point bas en octobre, à un niveau de valorisation de 15x les résultats pour le S&P. Le véritable catalyseur long terme de la hausse fut le boom de l'IA à partir de mars 2023.

Un peu plus d'un an plus tard, la tendance ne faiblit pas, avec des croissances de bénéfices estimés à 65% de début 2024 à fin 2025 sur le segment de l'*Information Technology* de l'indice phare américain, toutefois la dynamique des autres secteurs n'est également pas en reste avec des progressions soutenues. Nous émettons cependant une réserve : s'il est indéniable que l'IA représente une opportunité majeure dans l'économie en général, les acteurs cotés en bénéficiant, à l'image des vendeurs de pelles et pioches de la ruée vers l'or, sont les fournisseurs de matériels (eg : Nvidia, ASML...etc). Nous peinons à déceler les impacts quantifiables sur l'économie réelle tant le boom de l'IA a été brusque

<sup>2</sup> <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2022/aug/inflation-real-value-debt-double-edged-sword>

et le temps de réaction des acteurs, hors-tech, plus long à l'adoption.

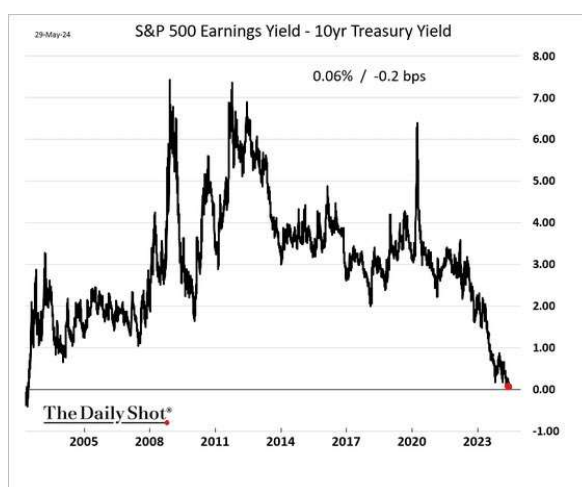
Le marché US se traite actuellement à un niveau de 22x les résultats, reflétant une hausse des résultats de 16% sur l'année 2025. L'Europe se traite à des niveaux en ligne avec sa moyenne historique de long terme, reflet d'une économie peu vigoureuse en manque de réelle compétitivité. Bien que la valorisation semble « attractive » (la valorisation seule n'est pas, selon nous, argument suffisant pour investir...), le manque de catalyseurs associés à une actualité politique chargée et un risque « France » plus que présent ne nous pousse pas à surpondérer cette zone.



Source : JP Morgan

Dans un contexte de taux élevés, il redevient évidemment intéressant de s'intéresser aux obligations et au monétaire, d'une part afin de réduire le risque de son portefeuille, et d'autre part de bénéficier de portage ainsi que d'une

revalorisation suites aux baisses des taux à venir. A titre d'exemple, le taux sans risque US SOFR se porte à 5.33%, et l'€STR à 3.65%. La véritable question se posant désormais devient celle de l'attractivité des actions vs son parent pauvre de la décennie 2010-2020 : le marché obligataire. La prime de risque du marché action est désormais nulle, voire négative.



Face à la volatilité des attentes du marché par rapport aux futures baisses de taux de la FED, ainsi qu'une crédibilité toute relative de la BCE, nous continuons de privilégier la partie courte des courbes de taux occidentales. Le risque d'un emballement des taux US à 10 ans propulsés à 5% par un tarissement de la demande des acheteurs ou une inflation persistante/en hausse sont toujours bien présent, dans un marché encore assez frileux comme en atteste l'indice MOVE de la volatilité sur les obligations, qui bien qu'en deca de ses niveaux atteint lors des hausses de taux, reste à un niveau élevé.



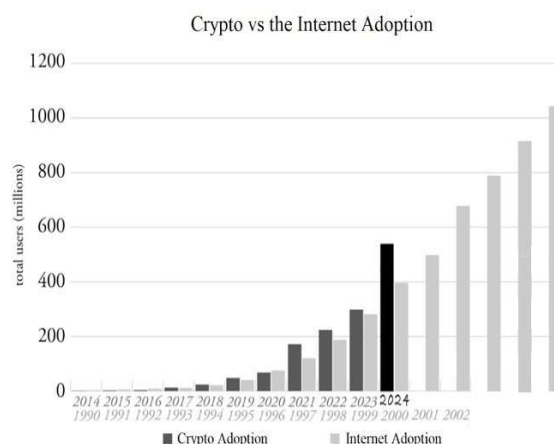
Ainsi, s'il nous semble prématuré de renforcer la partie longue, dont nous observons une volatilité certaine, nous restons constructifs et cherchons un renforcement à mesure que la trajectoire et surtout, le calendrier des taux directeurs se précise, bien que considérant que les écueils seront nombreux. Si les spreads de taux européens, en raison de l'actualité politique de l'hexagone, ouvrent la porte à des opportunités intéressantes, nous restons, comme à notre habitude, prudents, face à une arrivée de l'extrême droite au pouvoir, ou encore des réactions de l'extrême gauche suite à une potentielle défaite. Nous faisons un parallèle avec David Cameron, qui n'ayant jamais perdu une élection, a lancé le référendum sur le Brexit en 2016 dans une optique de victoire « assurée » ; et dans une moindre mesure avec l'élection de Donald Trump la même année : une élection lancée empreinte de nationalisme se révélant perdante pour les camps les plus libéraux, M. Macron aura certainement affaire à une levée de bouclier...

Enfin nous restons attentifs également aux mouvements des taux *corporates*

*investment grade* ainsi que *high yield* afin d'établir une allocation en risque mesurée, en effet certains taux redeviennent attractifs tant en spread qu'en rendements, nous cherchons ainsi à mettre cela à profit en effectuant des allocations de risques tactiques et stratégiques.

### Crypto-actifs

Le monde des cryptoactifs n'est pas en reste. Le *halving* du Bitcoin (réduction de 50% de la rémunération des mineurs) a effectivement eu lieu, et « l'or digital » a dépassé son plus haut historique de \$69K, pour établir un nouveau record (ce qui n'était pas arrivé lors des *halving* précédant) à \$73K. Ce *halving* marque la quatrième occurrence de ce ralentisseur inflationniste qu'il représente, les trois précédentes ayant marqué par les débuts d'un « *bull run* » sensationnel, qui ne s'est pas, du moins pour l'instant, produit. Peu enclin à écouter les agitateurs haussiers ou baissiers, notre conviction réside dans le fait d'une technologie toujours disruptive, dont les cas d'usages (à l'instar de l'IA) continuent de se dévoiler. Nous notons également que la courbe d'adoption des cryptos, vs celle de l'internet, est beaucoup plus rapide...



Si comparaison n'est pas raison, nous estimons que la blockchain n'est pas un phénomène transitoire, avec plus de 500K transactions quotidiennes et environ 500m d'utilisateurs en 2024.



Nous estimons que les utilisateurs se situent dans des économies en développement (eg ; Afrique, Asie) avec une confiance faible en leurs autorités centrales respectives, une croissance rapide et un accès aux nouvelles technologies facilité par une population jeune.

Enfin nous notons une dynamique certaine dans la création aux US de potentiels ETF sur Ethereum, continuant de pousser la dynamique. Nous rappelons qu'à défaut d'interdire, les autorités régulent, gage d'une certaine pérennité.

Performance de nos différents profils d'investissements :

Dans un contexte toujours volatile avec des marchés en phase de découverte de nouveaux sommets, nous continuons de rester prudent sans chercher à être sous-investis, ainsi nous mitigeons les

risques en opérant une profonde diversification entre classes d'actifs, pondérant de manière rationnelle les différents styles, thématiques ou facteurs pour les actions, ainsi que les différentes maturités et émetteurs du côté obligataire.

Dans ce cadre, les performances par profil de risque se situent à des niveaux satisfaisants en clôture de ce premier semestre 2024, reflétant un marché d'actions global assez dynamique, une poche obligataire centrée sur du portage et relativement peu volatile, ainsi qu'une poche de cryptoactifs remplissant son rôle de contributeur de performance et de diversificateur.

Profil	Sécurité	Prudent	Equilibré	Dynamique
<b>Perf 2024</b>	2,61%	7,73%	8,97%	10,73%
<b>Risque Prips</b>	1,64	3,40	3,86	4,37
<b>Actions</b>	11%	59%	68%	80%
<b>Obligs</b>	32%	19%	15%	5%
<b>Crypto</b>	0%	4%	8%	12%
<b>Cash</b>	58%	18%	9%	3%

## Conclusion :

Face à la montée des risques, politiques, géopolitiques, monétaires, etc... nous pensons qu'il est nécessaire d'avoir des portefeuilles profondément diversifiés. Fidèles à notre raison d'être, rester agnostique aux produits et aux classes d'actifs, afin de construire des allocations performantes, diversifiées, mesurant les risques et les opportunités nous apparaissent comme la meilleure des équations. Notre conviction de la nécessité d'une indépendance totale et absolue est plus que renforcée, constatant les discours trop optimistes de certains pans de la gestion financière, persistant et signant des propos inefficaces tenus depuis parfois 3 ans.(eg : smallcaps..) présentant un coût d'opportunité important mais surtout une augmentation de l'exposition au risque trop important.

Notre confiance dans les marchés reste prudente, tant la confiance de beaucoup d'acteurs semble inébranlable et parfois infondée. Sans chercher à annoncer une hypothétique fin de partie, nous restons attentifs afin de faire le tri entre optimisme démesuré et prudence exagérée pour réduire de manière proportionnée l'exposition nette aux actions afin de protéger la performance et les capitaux qui nous sont confiés. Le risque semble toujours se situer sur la fin d'année, point de conjonction entre élections américaines et saisonnalité des indicateurs macro.

Les marchés tournant souvent au ralenti durant la période estivale sont également propices à certains excès, ainsi nous serons dynamiques et réactifs si des opportunités intéressantes se présentent.

Nous vous souhaitons un bel été !

Bertil Aubrun

Président

Achévé de rédiger le 01/07/2024

