

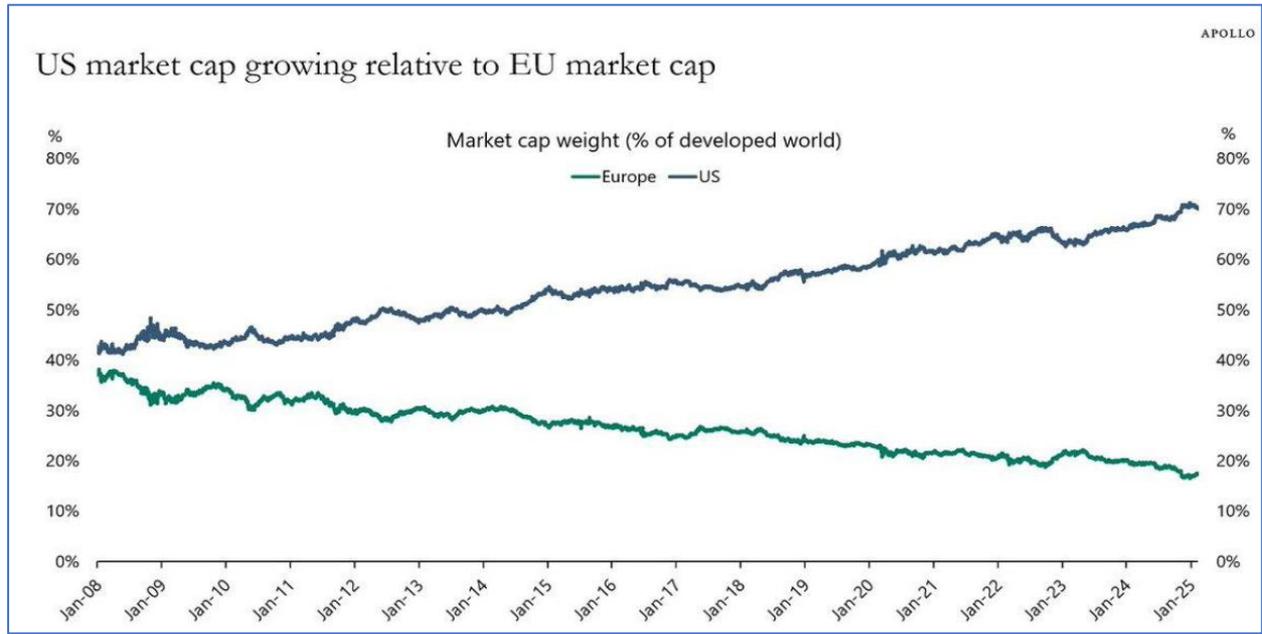
Le premier trimestre 2025 a surpris une grande partie de la communauté financière qui surpondérait largement les actions américaines fin 2024. Ce changement reflète des ruptures géopolitiques et économiques importantes.

Nous ne donnons pas d'avis sur ces choix politiques mais tentons d'anticiper les conséquences. Notre approche prudente mise en place en 2024 s'avère utile aujourd'hui et nos thématiques tel que l'or permettent de compenser les fortes corrections.

Point de Situation

- La nouvelle administration américaine a surpris une grande majorité des investisseurs.
- Fin d'année 2024, de nombreuses discussions avec nos clients / partenaires montraient un consensus fort en faveur d'une surpondération des actions américaines, et surtout de la « Tech ».
- Trois mois plus tard le constat est clair, les marchés de capitaux ont vendu la zone US au profit de l'Europe.
- Performance depuis le début de l'année :
 - S&P 500 : -8.25%
 - EuroStoxx 600 : +3.73%
 - CAC 40 : +2.9%
 - DAX + 8.94%
 - Nasdaq : -14.29%
 - Nikkei : -12.58%
 - SMI : +5.75%
- Depuis des années les marchés financiers ont massivement surpondéré les US en faveur de « l'exceptionnalisme américain ».
- Pour de bonnes raisons : une forte croissance économique / une liquidité importante / des règles capitalistiques efficaces pour les actionnaires / pas de guerre à ses frontières géographiques.
- La réponse américaine au Covid puis les énormes plans de relance de l'administration Biden ([American Rescue Plan Act](#) / [Infrastructure Investment and Jobs Act](#) / [Inflation Reduction Act](#) / [CHIPS Act](#)) ont endetté massivement l'état américain, au profit de son économie ayant connu une croissance largement plus importante qu'en Europe, tout comme ses marchés financiers.
- En parallèle, l'invasion de l'Ukraine en 2022 a conduit de nombreux investisseurs institutionnels européens à renforcer leur exposition aux US au détriment de l'Europe.
- Résultat fin 2024 le monde détient principalement des actions US, largement dominé par les fameuses « Magnificent 7 » : Microsoft / Amazon / Meta / Apple / Alphabet / Nvidia / Tesla.

Depuis 2008 où leurs poids respectifs étaient similaires, l'évolution des capitalisations boursières US vs EUROPE



- Un premier événement notoire vient ébranler cette supériorité technologique avec la publication de Deepseek.
- Cette intelligence artificielle chinoise a coûté une fraction du modèle américain de Chat GPT, et démontre que, même si les US interdisent la vente de puces Nvidia à la Chine, celle-ci trouve des moyens de concurrencer « l'exceptionnalisme américain ».
- Le deuxième événement est la réunion, le 28 février, dans le bureau ovale entre Zelensky, Trump et son vice-président Vance.
- Ces images ont choqué le monde et avant tout les décideurs politiques européens.
- Leurs réactions furent extrêmement rapides : en quelques jours, l'Europe a décidé de mettre en place un plan de réarmement inédit de EUR 800 BLN ([ReArm Europe](#)) et l'Allemagne un énorme plan d'infrastructure pour EUR 500 BLN, avec surtout un vote au parlement pour modifier sa constitution ! ([LIEN](#)).
- De son côté la Chine se bat contre un ralentissement économique languissant et décide également de mettre en place un important plan de relance financé par une politique budgétaire expansive ([LIEN](#)).

Convictions

- Les grands équilibres du Pax Americana ([LIEN](#)) sont aujourd'hui remis en question.
- Depuis le plan Marshall, les Etats Unis ont imposé au monde entier leur modèle : leurs valeurs du libre-échange contre leur protection (OTAN) et en imposant leur USD comme monnaie de réserve mondiale.
- Ceci leur a permis de financer un déficit structurel : les étrangers, accumulant des USD pour leur commerce mondial, ont acheté de la dette américaine, et plus récemment des actions américaines.
- Or, l'histoire montre qu'aucune monnaie de réserve ne dure éternellement. Avant le USD, ce fut la livre britannique, ou le florin hollandais ([LIEN](#)).
- Depuis plus de 10 ans les US ont su profiter d'une accélération de la réflexivité ([LIEN](#)) de ces conditions : hausse des marchés actions → effet richesse positif pour les détenteurs d'actions → hausse de la consommation (10% des ménages les plus riches font aujourd'hui 50% de la consommation américaine) → hausse du déficit courant (car les Américains consomment plus qu'ils ne gagnent) → ce déficit courant est financé par des capitaux étrangers qui reviennent aux US et surtout dans les actions de la tech.
- Le résultat de cette politique est sans appel : les US ont une position nette international investisseur (total de tout ce que possèdent les Américains MOINS ce qu'ils doivent) extrêmement négative. Les étrangers détiennent l'équivalent de -80% de leur PIB (!!!!!!) [LIEN](#).
- L'un des plus emblématique hedge funds (Bridgewater) vient de publier une recherche ([LIEN](#)) qui explique que sur 1 USD épargné et investi dans les actions mondiales, 0.7 USD sont allés et devraient continuer d'aller dans les actions US pour justifier leurs niveaux de survalorisation.
- Face à cette problématique de dette, la nouvelle administration américaine a décidé qu'il fallait diminuer drastiquement l'empreinte de l'état sur l'économie privée et de très importants plans de coupes budgétaires sont mis en place, avec des licenciements massifs.
- Nous anticipons un ralentissement de l'économie américaine alors que fin 2024 la grande majorité « *prîcaient* » une continuation de l'exceptionnalisme américain.
- Avec cette même analyse, fin 2024 nous avons sélectionné un gérant actions américaines avec une approche défensive (Harris US Value) qui reste positif à ce jour (+0.7%) et avons arbitré une partie de nos expositions historiques sur le fonds de croissance américaine LOOMIS US Growth qui lui perd -9.18%.
- Pendant que les US coupent, l'Europe relance et ces plans devront être financés.

Situation & Convictions

Mars 2025

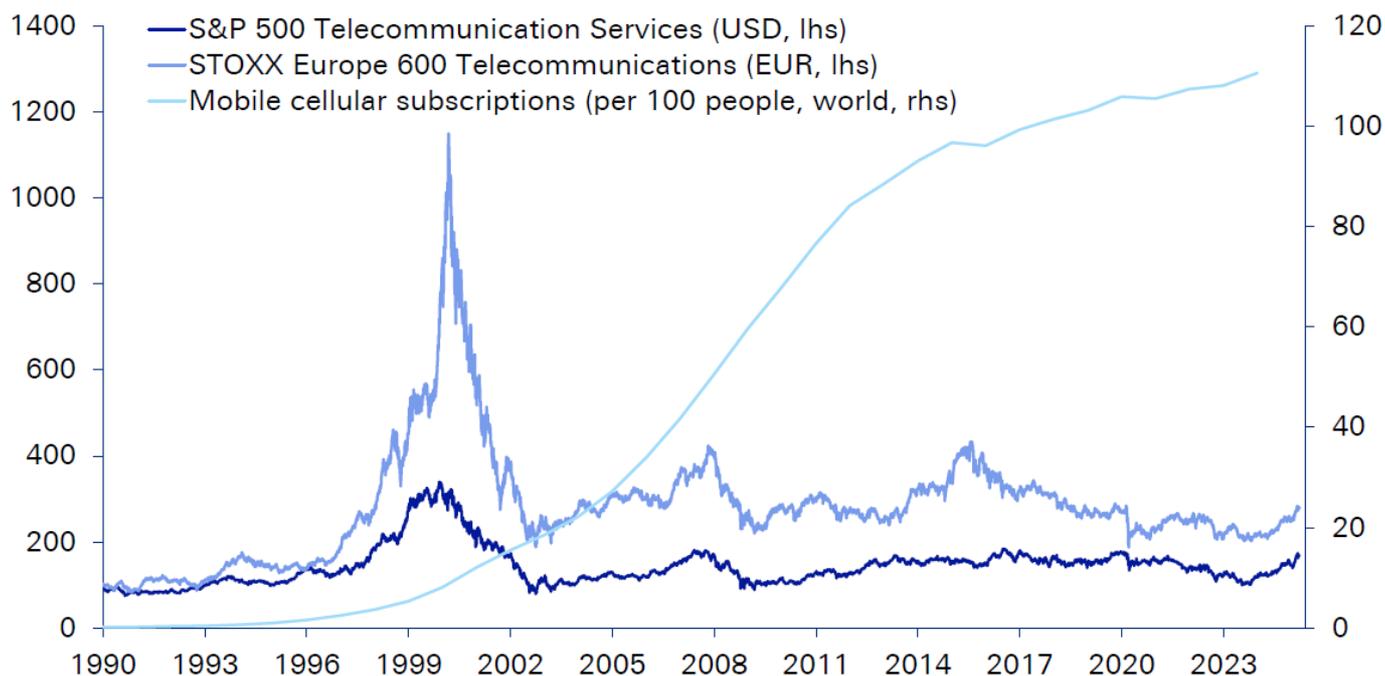
- Les marchés des capitaux vont là où ils sont le mieux traités : aujourd'hui c'est en Europe avec ces perspectives importantes. Nos gérants sélectionnés orientés industries / mid-small caps affichent encore des performances timides mais nous avons la conviction qu'ils profiteront également de cet élan, tout comme les actions suisses.
- Depuis plusieurs années nous avons construit une allocation à la thématique de l'or avec : des onces d'or directement ainsi qu'un fonds actions spécialisé sur les mines aurifères.
- Le prix de l'once d'or progresse face à toutes les devises (entre +13% et +18%) et le fonds IXIOS Gold Miners affiche +31.7%.
- Nous avons la conviction que cette thématique a encore un important potentiel : la pression vendeuse sur les indices américains devrait continuer, ces capitaux sont et continueront d'être dirigés vers l'Europe mais de nombreux investisseurs restent perplexes sur la capacité de notre vieux continent à exécuter « industriellement » ses plans. L'or est une alternative de choix.
- Face à ces dettes souveraines « monstrueuses », la guerre des capitaux risque de s'intensifier : les gouvernements chercheront à capter l'épargne privée.
- Ceci provoquera des mouvements importants de taux, courbe de taux ainsi que des valorisations de devises. Afin de profiter pleinement de ces tendances nous venons de sélectionner le gérant H2O Multibonds.
- Notre approche sur la partie obligataire reste toujours relativement courte en durée (< 5 ans) et nos différents véhicules sélectionnés capturent correctement leur rendement en EUR (Man High Yield +2.04% / Carmignac Credit +1.8% / Axiom Obligataire +1.5% / Vontobel EM +2.32%).
- Il faut garder à l'esprit que les marchés actions (surtout US) sont chers avec des multiples supérieurs à 20X les bénéfiques et surtout avec des anticipations de croissance de bénéfiques qui sont encore largement positives.
- Notre scénario de ralentissement économique fera réviser rapidement les analystes et entraînera également une compression de ces multiples.
- Nous restons donc prudents globalement, avec une diversification géographique importante.
- Pour autant, il faut capturer des opportunités sectorielles et construire des convictions dans ces marchés volatils. Notre certificat action Recovery, avec son approche « value », affiche toujours +5.1%.
- Il est important de garder à l'esprit que les marchés financiers sont guidés autour de narratifs qui profitent souvent aux intermédiaires ... pas toujours aux investisseurs.
- Les thématiques de la voiture électrique ou de l'obésité sont retombées comme elles étaient montées malgré un enthousiasme « retail » effrayant (le titre Novo Nordisk a baissé de plus de 50% depuis son haut de 2024).

Situation & Convictions

Mars 2025

La thématique de l'AI est largement présente depuis plus de 24 mois. Mais comme le rappelle ce long graphique ci-dessous : l'adoption massif d'une technologie (ici le téléphone portable) ne garantit pas les performances boursières des entreprises qui la produisent.

Global cellular subscriptions per hundred and the US/European Telco sector price performance



Source : Bloomberg Finance LP, World Bank, Deutsche Bank

Interesting to listen

Geopolitical Cousins : Nouvelle émission avec les excellents stratégestes Marko Papic et Jacob Shapiro/ [LIEN](#)



ALL IN : Discussion avec Scott Bessent le secrétaire du Trésor US / [LIEN](#)

Intelligence Artificielle : Comprendre et utiliser ces applications CHAT Gpt / Perplexity / Mistral etc.../ [LIEN](#)