



Tendance des marchés

Dérive des continents

Décembre 2024

L'Atlantique a continué à s'agrandir et l'écart de performance entre les continents européen et américain à s'accroître en cette fin d'année 2024.

La situation est particulièrement accentuée pour la France avec une sous-performance du CAC 40 de plus de 25% depuis le début de l'année par rapport au S&P 500, de près de 35% pour le Nasdaq et ses « Sept Magnifiques », (sans compter la hausse du dollar de plus de 5%), d'environ 20% par rapport au Nikkei ou au DAX et de l'ordre de 10% pour les indices européens globaux.

Bien sûr cela s'explique en partie par les élections américaines qui ont permis à Donald Trump de se faire réélire avec une large avance et aux Républicains d'assurer leur contrôle de la Chambre des Représentants et du Sénat, ce qui laisse peu de doutes sur la mise en place d'une politique favorable à la croissance et aux entreprises américaines : réductions d'impôts, dérégulation, financées notamment par une hausse des tarifs douaniers. Les statistiques économiques (ISM, consommation, chômage, investissements, productivité) accèdent en effet une croissance du PIB encore supérieure à 2% en 2025 contre près de 3% en 2024.

En revanche, la situation est toujours moins favorable en Europe avec l'impact négatif induit sur les secteurs exportateurs aux Etats-Unis (hors effet dollar bien sûr), toujours pas compensé par une reprise chinoise significative, une économie moins résiliente d'après les mêmes indicateurs ISM ou autres, des budgets 2025 difficiles à négocier, voire impossibles à voter en France et en Espagne et des dérapages inflationnistes possibles. Ainsi, la croissance du PIB devrait difficilement

dépasser 1% dans la zone euro tant cette année que l'an prochain. Pour la France, l'instabilité gouvernementale depuis la dissolution, voire la perte de contrôle et la dérive des institutions, est un facteur supplémentaire d'attentisme dans tous les domaines et notamment en matière de déficit budgétaire.

Certes les Etats-Unis ne sont pas un modèle en ce domaine, mais ceci explique la dégradation de la note souveraine française par l'agence Moody's mi-décembre à AA3. Bien que largement anticipée et ne faisant que s'aligner sur S&P et Fitch déjà en AA-, tout en restant supérieure à celles de l'Espagne et de l'Italie, cette baisse de notation ne semble qu'une étape supplémentaire dans une trajectoire que l'absence de réforme structurelle rend de plus en plus probable. Pour le moment, les banques centrales continuent à anticiper un atterrissage de l'inflation autour de 2% en 2025, ce qui leur a permis de mettre en œuvre une politique monétaire plus accommodante (4 baisses de 25 points de base pour la BCE en 2024 avec celle de décembre et 3 pour la Réserve Fédérale dont une de 50 points de base) qui devrait se poursuivre avec 2 à 3 baisses du même ordre en Europe en 2025. Les plus récents propos de la Réserve Fédérale semblent moins « dovish », avec la crainte d'une résurgence de l'inflation, mais il s'agit plus d'une mise en garde salutaire que d'un retournement de politique à ce stade. C'est le principal facteur d'optimisme pour l'an prochain, avec un possible assouplissement de la politique budgétaire allemande, rendu souhaitable par une croissance particulièrement atone dans ce pays, moteur de la zone euro sur le plan industriel.

En revanche, ceci s'est accompagné d'une remontée des taux d'intérêt longs, le 10 ans américain regagnant plus de 85 points de base depuis fin septembre à 4.55% environ, l'OAT et le Bund plus de 30 points de base à respectivement 3.1% et 2.3% environ. L'écart entre ces deux références souveraines a atteint 90 points de base au maximum de la crise politique française pour revenir autour de 80. Mais les spreads de crédit sont quasiment au même niveau que fin octobre et même qu'en début d'année, ce qui dénote la bonne santé financière des entreprises cotées en général.

Même la Bourse française a procuré des planches de salut plus que bénéfiques avec les belles performances de Accor, Essilor-Luxottica, Hermès, Publicis, Safran, Saint Gobain et Schneider par exemple, sans compter Adidas, Ferrari ou Fresenius en Europe. Certes ceci n'a pas totalement compensé les fortes baisses du secteur du luxe ou de la plupart des autres valeurs de l'automobile. Mais il ne faut pas oublier que plus de 80 % des chiffres d'affaires des sociétés du CAC 40 en moyenne sont réalisés hors de France et plus de 50% hors d'Europe.

Le différentiel de valorisation (prime de risque quasiment négative aux Etats-Unis et de l'ordre 5% en Europe ; P/E long terme de 22 sur le S&P 500, 15 sur le Stoxx 600 et 14 sur le CAC 40) ne suffit pas pour l'instant à entraîner une stabilisation, mais il sera probablement une force de rappel dans un avenir pas forcément lointain.

Il faut donc se garder dorénavant d'arbitrages trop importants en dehors de

la France et de l'Europe vers les Etats-Unis. Les importants flux vers les ETF et autres « trackers » actions de ces derniers mois leur ont déjà été en majeure partie destinés. Certes, les perspectives sont plus attractives sur le marché américain pour les 6 à 12 prochains mois, avec une croissance des bénéfices long terme largement supérieure et une rentabilité des entreprises (marge nette) également et il convient d'y exposer suffisamment les portefeuilles. En outre, le risque géopolitique global et le rôle que le Président Trump compte y jouer renforcent leur caractère d'« actif refuge ».

Il n'en reste pas moins que jusqu'à la fin de l'année dernière, des portefeuilles bien diversifiés, majoritairement sur des valeurs européennes et françaises de croissance, de qualité, internationales le plus souvent, et également sur le secteur de la santé au plan mondial, permettaient de dégager des performances plus qu'honorables face à un marché américain qui caracolait depuis près de 40 ans ou à des rebonds temporaires des valeurs financières et des « utilities » dès que les taux d'intérêt baissaient. De même, à l'avenir les valeurs de croissance continueront à surperformer dès lors que leur valorisation sera raisonnable au regard des perspectives.

Stéphanie de Carné

Achévé de rédiger le 19 Décembre 2024