

L'édito du mois

Il était une fois, la bulle internet...

C'était il y a déjà 25 ans... Un quart de siècle.

Pour les plus anciens de la gestion d'actifs, mais plus généralement pour les investisseurs, ce fut un moment très douloureux. Mais une douleur, ne l'oublions pas, venue après de tels excès...

L'image d'un enfant qui aurait abusé de chocolats et de bonbons à s'en rendre malade pourrait être de bon aloi.

Il y a 25 ans, le 24 mars 2000, le Nasdaq Composite franchissait en séance un nouveau plus haut à 5078,86.

Ces sommets ont marqué la fin d'une envolée débutée en juin 1994. Le S&P 500 avait presque triplé, tandis que le Nasdaq Composite grimpa à 630%. Et puis tout s'est arrêté. **En octobre 2002, plus de 80% de la valeur du Nasdaq avait disparue**, et le S&P 500 avait essentiellement été réduit de moitié.

Le « dot com » avait vécu...

Quelles leçons tirer de ces événements ?

Leçon 1 : La valorisation compte. En 2000, des entreprises sans bénéfices se négociaient à des multiples démentiels. Amazon a chuté de 95%, mais elle a survécu parce qu'elle avait une « véritable » activité. Beaucoup d'autres n'ont pas survécu.

Leçon 2 : La spéculation, c'est amusant... jusqu'à ce que ça ne le soit plus. Les investisseurs ont poursuivi les actions internet simplement parce qu'elles comportaient le « .com » dans leur nom. L'euphorie mène aux bulles spéculatives, mais ce sont les fondamentaux qui déterminent la survie.

Leçon 3 : Les reprises de marché prennent du temps. Il aura fallu 15 longues années pour que l'indice Nasdaq Composite retrouve son point haut. Si vous aviez investi au plus haut, la patience était essentielle... à condition en plus d'avoir sélectionné des entreprises de qualité.

Leçon 4 : La diversification est essentielle.

Le S&P 500 a chuté de 49%, mais les actions value et celles versant des dividendes ont mieux résisté. Un portefeuille équilibré protège contre les baisses extrêmes.

Leçon 5 : L'innovation survit, les modes non. Internet n'a pas disparu, mais les entreprises fragiles, si.

Leçon 6 : Le meilleur moment pour investir, c'est en période de « peur ». Si vous aviez acheté les principales actions technologiques en 2002, vos rendements seraient aujourd'hui astronomiques. Les krachs sont souvent des opportunités pour ceux qui restent rationnels.

Mars dans le rétroviseur

Les perspectives de croissance économique mises au défi

Le mois de mars se termine sur une baisse de 4,5% des actions mondiales. Mis à part les émergents (+0,6%) et la Chine (+2%), les grandes zones ont corrigé. Les Etats-Unis voient le S&P 500 et le Nasdaq céder respectivement 5,6% et 8,1% tandis que l'Euro Stoxx 50 pliait de 3,8%. De son côté, le Japon recule de 3,3%.

Les marchés actions ont été **pénalisés par le retour d'un narratif de ralentissement économique, notamment américain.** En effet, les droits de douanes supplémentaires souhaités par Donald Trump ont commencé à faire craindre un scénario dans lequel la croissance économique serait affectée et l'inflation accentuée, laissant qui plus est la Réserve Fédérale dans une position inconfortable. Ce scénario de « stagflation » prend donc de l'ampleur.

En Zone Euro, notamment « bougés » par le changement de stratégie géopolitique des Etats-Unis, **les européens ont réagi avec les annonces quasi concomitantes d'Ursula Von der Leyen et du probable futur Chancelier allemand Friedrich Merz, de plans de relance massifs** passant notamment par les secteurs de la défense et des infrastructures pour des montants colossaux (près de 2 000 mds d'euros cumulés à terme). En Allemagne, cette annonce s'est en outre accompagnée d'un tournant majeur qui permet au pays de s'extraire de ses contraintes budgétaires fixées en 2009. Ces décisions ont permis aux actions européennes de résister

relativement mieux qu'aux Etats-Unis.

Du côté des banques centrales, si le flou continue de régner sur la suite que la Fed pourrait donner à sa politique monétaire, la BCE a poursuivi sa politique d'assouplissement en ramenant son principal taux directeur de 2,75% à 2,50%.

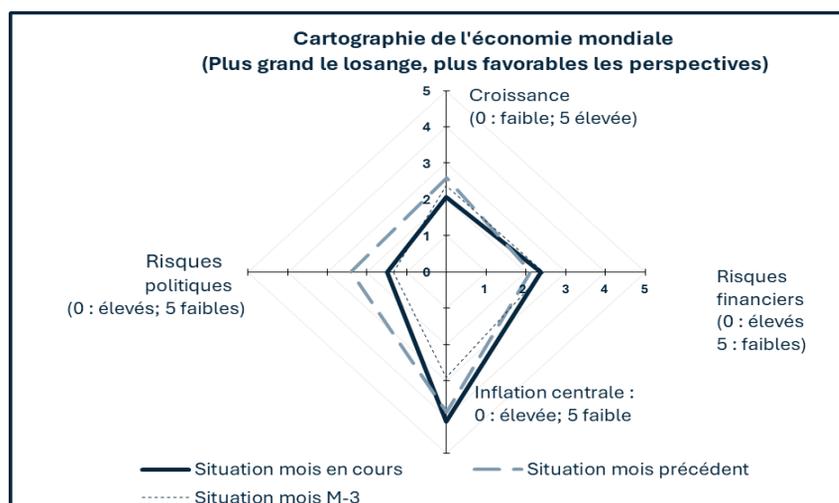
Sur les marchés de taux gouvernementaux, en dépit d'une fourchette d'évolution allant entre 4,13% et 4,40%, **les rendements à 10 ans aux Etats-Unis terminent plus ou moins stables à 4,21%.** **En Allemagne,** après une tension extrême dans la perspective de plans de relance faisant passer le Bund de 2,38% à 2,93%, ce dernier **termine le mois à 2,74%.**

Sur le marché de la dette privée, le mois a également été compliqué, la dette de bonne qualité et le haut rendement cédant 1% en zone euro et respectivement -0,3% et -1,1% aux Etats-Unis.

Sur les matières premières, et sur fond d'incertitudes prégnantes, **l'or a battu un nouveau record historique** et termine le mois en hausse de 8,9% à 3 123,57 dollars l'once. De son côté, **le pétrole progresse** de 2,3% à 75,23 dollars le baril de Brent, mouvement qui post 31 mars s'est largement inversé.

Dans la suite de la montée en puissance d'un scénario économique négatif aux Etats-Unis, **le dollar s'est déprécié de 4%** pour terminer à 1,0816 contre euro.

Performances dans le texte exprimées en devises locales, sauf pour le MSCI Emergents, en dollars



Source : Fundesys. Ce graphique mesure notre évaluation de l'économie mondiale selon une méthodologie détaillée en fin de document.

Nos recommandations

N°4-2025 • Avril 2025

Donald Trump rebat les cartes et assume le risque d'un ralentissement économique aux Etats-Unis, sur le ton du « No pain no gain ». Le président américain a donc laissé de côté son rôle de soutien des marchés financiers pour endosser celui du défenseur de l'Amérique industrielle...

« **No pain no gain ?** » C'est le nouveau mot d'ordre de l'administration américaine. Le calendrier est essentiel. Si la politique de Donald Trump a pour objectif affiché de relocaliser des emplois industriels, un projet largement soutenu à priori, ses effets sur l'inflation se feront sentir bien avant toute création d'emplois significative qui interviendra à plus long terme. Les prix peuvent grimper en un instant, alors que la construction et l'ouverture de nouvelles usines nécessitent du temps. La question est donc de savoir si les Américains qui ont élu Donald Trump auront la patience de subir ces difficultés à court / moyen terme, tout en constatant une baisse leur patrimoine financier du fait de la récente correction boursière. L'inflation, le principal cheval de bataille du candidat Trump pourrait bien être le principal levier économique poussant à un revirement sur les droits de douane du président Trump, ce que de nombreux investisseurs espèrent. Dans les

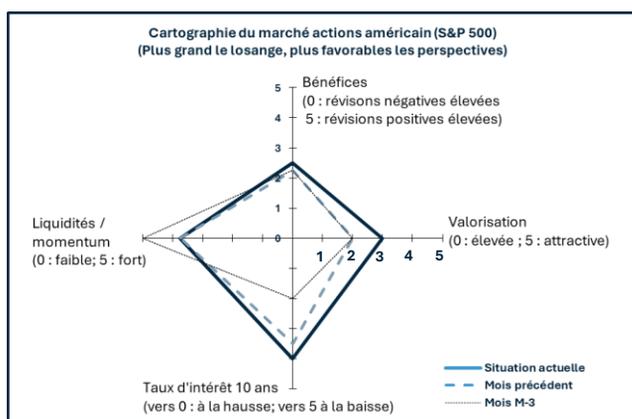
semaines à venir, toute accélération des prix (des voitures d'occasion, mais pas seulement !) devra être scrutée de près... Le Core PCE publié vendredi 28 mars montre une petite résurgence de l'inflation. Nous devons donc être attentifs à ces mouvements, ce qui nous laisse penser que pour le moment, l'incertitude reste élevée.

Dans ce contexte, notre position neutre aux actions continue de se justifier, d'autant plus que nous avons largement proposé de revoir les allocations au sein même des poches actions en étant plus prudents sur les Etats-Unis, en privilégiant une diversification géographique plus importante et en mettant l'accent sur des fonds défensifs.

Nous continuons également de penser que les obligations doivent rester sous-pondérées, encore plus dans un contexte où le risque de résurgence inflationniste est présent.



* « + » ou « ++ » signifie hausse attendue des taux et donc baisse des obligations et inversement pour « - » ou « -- »



Source : Fundesys. Ce graphique mesure notre évaluation du potentiel à 6- 12 mois de l'indice présenté selon une méthodologie détaillée en fin de document.

Le Fonds du mois : Exane Funds 2 Exane Pleiade

Objectif et gestion du fonds

Il vise à réaliser une performance annuelle de 3 à 5% avec une volatilité de 6% maximum par une gestion Long (L) / Short (S) market neutre sur actions européennes.

Processus d'investissement : Onze gérants sélectionnent les titres, par sous-portefeuilles, coordonnés par le gérant principal qui supervise les risques. A/ secteurs et styles : biens d'équipement (momentum), médias / internet / télécoms (croissance), santé (value), chimie / santé (équilibré / momentum), auto. / biens d'équipement (contrariant), finances et immobilier (qualité), distribution retail (croissance), tech. (qualité / croissance), énergie / utilities (relative value avec pair trades), services financiers / matières premières (value contrariant), conso. et services aux entreprises (sans biais). Au total 19 secteurs sont couverts. B/ le filtre ESG réduit 30% de l'univers d'investissement de chaque sous-portfeuille. C/ Points communs aux onze gérants : a) gestion fondamentale market-neutre sur les grands facteurs de risque, concentrée (15 positions L/S max par gérant, 5% max sur les L, 2,5% sur les S), b) exposition brute (EB) cible : 35% par gérant, 17,5% L, 17,5% S en moyenne, c) expo. nette : 8% environ max, d) stop-loss : -5% YTD ou -100 bps de contribution au portefeuille final, e) Turnover et trading élevés D/ Pondération des gérants : 10% à 50%. Les risques excessifs sont revus qualitativement par le gérant principal.

Construction du portefeuille : Les portefeuilles L/S sont investis en moyenne à 85% ±5 pts chacun, soit une exposition brute de 160% à 180%. L'exposition nette varie entre -5% et +10% (+4 à +7% avant beta, +6 à +10% après beta). Le gérant vérifie ex-post que les biais (secteurs, styles, zones, capitalisation, valorisation, endettement...) issus de l'agrégation des 11 portefeuilles restent limités, et intervient si nécessaire pour les corriger.

Notre avis

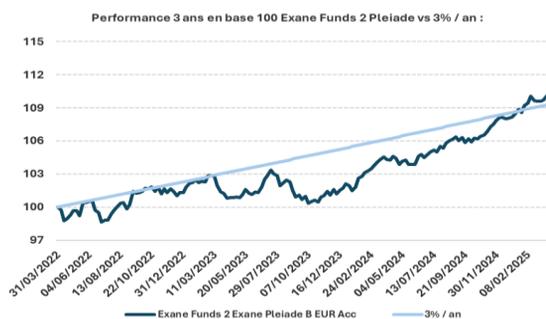
Cinq évolutions clés depuis 2019, renforcées en 2023 :

- Passage à une gestion 100% en lignes directes ;
- EB relevée à 180% vs 120% auparavant ;
- Exposition nette réduite à 0-5% vs 10% → Positions plus concentrées, pression accrue sur les résultats, rotation de gérants plus fréquente.

Impact : amélioration marquée du couple rendement/risque, grâce à :

- Portefeuilles concentrés, rotation et trading élevés ;
- Faible corrélation entre gérants ;
- Sélection des plus performants ;
- Contrôle rigoureux de la neutralité factorielle.

Résultat : un fonds L/S efficace, combinant opportunisme, agilité, levier, liquidité, market-neutralité et gestion du risque.



Le graphe ci-dessus résulte de calculs Fundesys sur données Morningstar. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les présentes informations sont fournies par Fundesys, sur la base des informations les plus récentes obtenues par elle sur les fonds présentés dans le présent document, et d'autres sources externes fournissant des données sur OPCVM. Bien que les informations qu'il contient aient été élaborées en toute bonne foi par Fundesys sur la base de ou en référence à des sources, données ou systèmes que Fundesys considère comme fiables et exacts, Fundesys n'en garantit pas pour autant l'exhaustivité ou l'exactitude.

Nous suivons les trois zones suivantes, tant sur le plan macro-économique qu'en termes de marchés : Etats-Unis, Zone Euro et Pays Émergents

Nos « cartographies » « Macro » et « Marchés » visent à représenter de façon synthétique la situation (en niveau et dynamique sur un et trois mois) de 4 grandeurs qui, selon nous, indiquent bien la direction de l'économie et la situation présente et à venir des marchés financiers.

Les graphiques sont construits sur une échelle de 0 à 5, « normale » ou inversée de sorte que 0 représente pour chaque critère, une appréciation négative pour l'économie et/ou les marchés, et 5 une appréciation très positive.

Une augmentation de la surface de l'aire exprime donc une situation de plus en plus favorable de l'économie ou sur l'indice considéré, donc pour l'investissement financier pris dans son ensemble.

Sur le plan économique, nous suivons les indicateurs ci-dessous par zone, qui sont ensuite agrégés :

- **Croissance de l'économie** : le niveau obtenu est le résultat d'un calcul qui associe la croissance du PIB (dernier chiffre trimestriel disponible) des trois zones et un indicateur avancé de cette croissance : l'indice S&P Global Composite PMI ;
- **Évolution des prix** : nous associons des chiffres publiés d'inflation centrale de chaque zone et un indicateur avancé des prix extrait de l'indice S&P Global Composite PMI ;
- **Risques financiers** : appréciation qualitative des 4 risques macro-financiers suivants : politiques monétaires, déficit budgétaire, déficit courant, risque systémique (sur le système financier, un secteur d'activité,...) ;
2,5 = risque « normal » c'est-à-dire celui qui n'a pas ou peu d'influence sur la croissance économique et les perspectives financières futures (amélioration = > 2,5 ; dégradation = < 2,5) ;
- **Risques politiques** : appréciation qualitative des éléments politiques et sociaux qui améliorent ou dégradent les conditions de la croissance de l'économie, pour la faire passer au-dessus / en dessous de sa croissance potentielle ; 2,5 = environnement normal, c'est-à-dire celui qui permet le maintien de la croissance potentielle (amélioration = > 2,5 ; dégradation = < 2,5).

Sur les marchés actions nous suivons les indices S&P 500, Euro Stoxx 50 et MSCI Emerging Markets sur les critères suivants :

- **L'évolution des bénéfices** mesurée par les révisions de bénéfices constatées sur le mois passé : 2,5 = stabilité des révisions, variation positive ou négative par la variation de la moyenne des taux de croissance attendus en 2023, 2024 et 2025 ;
- **Le « taux d'intérêt 10 ans »** mesure l'évolution à 3 mois attendue par Fundesys du taux 10 ans de référence sur chaque zone ;
- **La valorisation**, mesurée par le positionnement du PER (rapport cours / bénéfices moyen du marché) actuel au sein de la fourchette des dix dernières années ;
- **La dynamique des marchés** en termes de tendances boursières à 3 et 12 mois, mesurée par Fundesys.

Sur les marchés obligataires nous suivons pour ce document l'indice ICE Bank of America Euro High Yield représentatif de la dette high yield émise en euros, principalement européenne; critères retenus :

- **Le « Spread de Crédit HY »** mesure l'évolution à 3 mois attendue par Fundesys du spread de crédit de cet indice par rapport au taux d'Etat Allemand à 5 ans, durée moyenne de la dette high yield émise en euros
- **Le « taux d'intérêt 10 ans »** mesure l'évolution à 3 mois attendue par Fundesys du taux 10 ans allemand ;
- **La valorisation** est mesurée par le rendement actuariel de l'indice (historiquement entre 3 et 8%), scoré sur une échelle de 0 (3%) à 5 (8%);
- **La dynamique des marchés** en termes de tendances boursières à 3 et 12 mois, mesurée par Fundesys.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les présentes informations sont fournies par Fundesys, sur la base des informations les plus récentes communiquées par les sociétés de gestion sur les fonds présentés dans le présent document, et d'autres sources externes fournissant des données sur OPCVM. Bien que les informations qu'il contient aient été élaborées en toute bonne foi par Fundesys sur la base de ou en référence à des sources, données ou systèmes que Fundesys considère comme fiables et exacts, Fundesys n'en garantit pas pour autant l'exhaustivité ou l'exactitude.

FUNDESYS, SARL au capital de 20 000 Euros, 31 Rue Saint-Charles - 78000 Versailles, RCS : Versailles 497 844 712. FUNDESYS est immatriculée sur le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (www.orias.fr) sous le n° 13000547 pour son activité de Conseiller en Investissements Financiers - Adhérent de l'ANACOFI-CIF, association agréée par l'AMF. Assurance RCP souscrite auprès de MMA Entreprise