

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : La prudence n'est plus ce qu'elle était

« *Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier.* » Voilà certainement l'adage le plus connu, et pour de bonnes raisons, de la finance. Bien sûr, l'adepte de l'investissement immobilier pensera autrement, lui qui concentre son patrimoine sur un secteur particulier et un espace géographique donné. Et souvent il se dira qu'il a bien fait, mais en oubliant la prise de risque qui aura été la sienne, notamment en regard de l'évolution des taux d'intérêt, des exigences réglementaires, de la fiscalité ou de la bonne fortune économique de la zone dans laquelle il investit. Et c'est le premier avantage de l'investissement en actions et en obligations : ici, le portefeuille peut couvrir tous les secteurs et toutes les géographies. Cette réalité reste irréfutable, mais n'est-elle pas néanmoins un peu altérée, avec, à la clef, la nécessité de reconsidérer la manière d'investir dans les marchés financiers ? Expliquons-nous !

### Hyper-concentration

Un des traits marquants de l'année boursière écoulée aura été la performance exceptionnelle de certaines entreprises, principalement aux Etats-Unis et principalement dans la technologie, Nvidia en tête. Ce sont les fameux « Magnificent 7 », qui ont dominé les esprits et les marchés. Les résultats de ces entreprises ont fortement augmenté, mais plus encore les multiples de leur valorisation, de telle sorte que leur capitalisation boursière a progressé spectaculairement. Le reste du marché a suivi, mais à un rythme nettement moindre, de telle sorte que le poids de ces entreprises est devenu celui de mastodontes. Ces fameuses 7 entreprises en sont venues à accaparer près du tiers du S&P500, l'indice boursier américain phare. Dans le reste du monde, TSMC à Taïwan, Novo Nordisk en Europe et ASML dans la zone euro, ont aussi vu leur poids gonfler, même si c'est avec des fortunes variables instables.

Ce phénomène d'hyper-concentration est encore plus marqué dans les indices boursiers dits responsables, et plus encore au sein des indices boursiers régionaux respectifs. Ainsi, l'entreprise de semi-conducteurs TSMC pèse à elle seule quelque 35% de l'indice boursier MSCI SRI pour les marchés émergents et ASML a atteint un poids supérieur à 20% dans l'indice boursier MSCI SRI de la zone euro. Pour mémoire, SRI est l'acronyme, en anglais, d'investissement socialement responsable.

### Diversifier autrement

La manière usuelle de diversifier au maximum l'investissement en actions dans une région donnée était et est encore aujourd'hui d'investir dans une sicav ou dans un fonds dit « ETF » répliquant la composition boursière de cette région, en respectant les poids relatifs de chaque entreprise cotée. Cette manière de procéder est aussi appelée « gestion passive ». Elle avait pour elle une modération des frais – car nul besoin de payer une équipe d'analystes financiers pour étudier les mérites relatifs de chaque entreprise – et, plus encore, cette fameuse diversification. Difficile de mieux diversifier que

d'investir dans toutes les entreprises investissables, et dans la même proportion que leur poids respectif dans l'indice.

Imaginons toutefois la chose suivante, heureusement exagérée : une entreprise donnée représenterait 90% de la capitalisation boursière d'un indice. Voudriez-vous avoir un portefeuille qui serait ainsi dominé par une et une seule entreprise, sachant que le vent peut vite tourner, qu'il s'agisse d'une fraude ou, plus simplement, de l'émergence d'un concurrent ou d'une technologie affectant le « business model » de l'entreprise ? La réaction du cours de Nvidia au succès de DeepSeek est, à cet égard, un rappel salutaire. La prudence qui, hier, invitait à investir dans toutes les entreprises selon leur capitalisation boursière n'est aujourd'hui plus si prudente que cela !

Répliquer l'indice pour se diversifier, oui mais pas de manière aveugle. Il est un moment où la concentration du marché sur quelques valeurs mastodontes invite à reconsidérer la vertu d'un investissement qui reflète la composition d'un indice boursier. Ainsi, aujourd'hui, investir de manière dite responsable dans les pays émergents en suivant l'indice donne un tel poids à TSMC que ce n'est plus être prudent. Et il en va de même pour les Nvidia et autres Tesla d'indices américains. Au risque de dévier de la performance des indices, et en laissant de côté toute considération de valorisation, il semble recommandable de sous-pondérer ces valeurs, par exemple au profit de stratégies dites « *equal weight* » où un poids identique est donné à chaque entreprise de l'indice, quelle que soit sa capitalisation boursière. Investir en valeurs de petites ou de moyennes capitalisations est une autre manière de répondre à la – trop – grande concentration des marchés boursiers.

### Le pour et le contre des contraintes légales

Les fonds d'investissement commercialisés en Europe doivent satisfaire à des conditions de concentration maximale. Aucune position ne peut excéder 10% du fonds, et la somme des positions dépassant 5% ne peut pas faire plus de 40% des actifs du fonds. Du fait de cette contrainte et de la tendance à la concentration des performances, les fonds ont, en 2024, souvent fait moins bien que les indices des zones correspondantes. Le marché belge est ici exemplatif. En 2024, l'excellente performance du Bel20 a été largement le fait de deux valeurs, UCB (+144%) et argenx (+75%), qui, à elles deux, pèsent 40% de l'indice. Or, aucun fonds n'a pu en détenir plus de 20%. La résultante est qu'aucun fonds d'actions belges a battu le Bel20, d'autant plus que les Bel Mid et le Bel Small ont, eux, baissé en 2024.

Faut-il dès lors condamner le recours à des fonds et préférer l'investissement en direct ? La réponse est non, et ici aussi la Belgique est un bel exemple. Sur une période de 10 ans, les fonds qui investissent dans des actions belges ont eu tendance à faire mieux que le Bel 20. Les contraintes de diversification font mal quand les stars brillent encore plus fort mais, dans la durée, la diversification entre actions reste la première règle

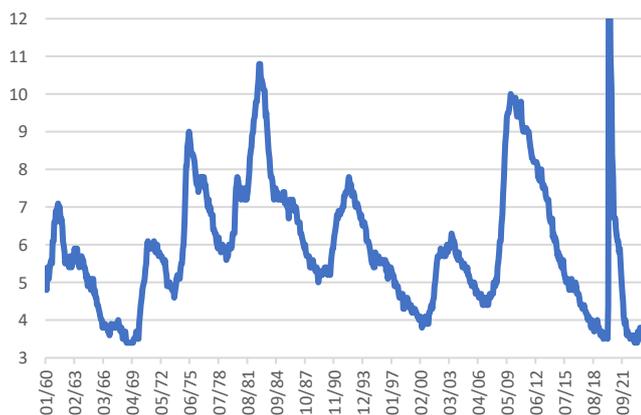
d'or de l'investisseur. Ne mettez pas que de très gros œufs dans votre panier !

Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATION & STRATEGIE

### Le consommateur américain reste en plein forme ...

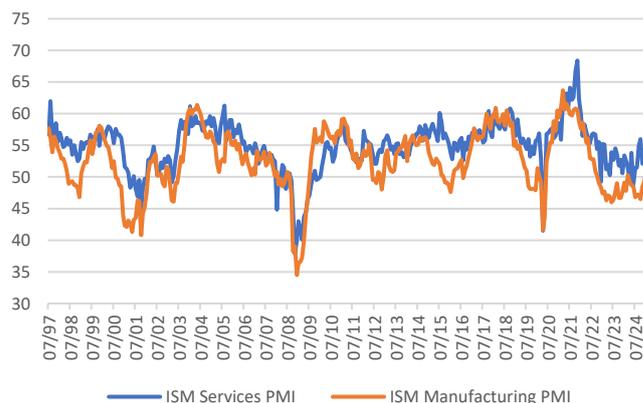
Bien que la croissance du PIB américain au quatrième trimestre ait été légèrement inférieure aux attentes (2,3 % en annualisé), on ne peut pas dire qu'elle soit mauvaise, et certainement pas après celle de 3,1 % enregistrée au troisième trimestre. Cette **croissance solide** est à nouveau principalement **due au fait que les consommateurs** ont continué à dépenser largement. Une augmentation sensible du nombre de voitures vendues indique que **la confiance reste à un niveau élevé. La raison reste inchangée : le marché du travail**. En décembre, après la révision à la hausse de janvier, le nombre d'emplois a augmenté de 307 000, soit près du double de ce qui était initialement attendu (160 000). Les chiffres de janvier ont été inférieurs aux attentes, mais cela peut s'expliquer par des phénomènes naturels (notamment des tempêtes de neige). En outre, les nouvelles allocations de chômage, appelées « initial claims », ont nettement diminué pour atteindre les niveaux les plus bas de ces dernières années. La combinaison de ces deux facteurs permet au taux de chômage de continuer à baisser pour atteindre moins que 4 %, ce qui représente pratiquement le plein emploi.



Source: Bloomberg – Chômage américain

### ... et la confiance des producteurs augmente

Parmi les producteurs, la confiance s'améliore. L'indicateur **ISM** pour les **services** se situe à **52,8 points** et, au cours des trois derniers mois la confiance au sein de **l'industrie manufacturière** a sensiblement augmenté pour **dépasser les 50 points. Ces deux indicateurs témoignent d'une expansion.**



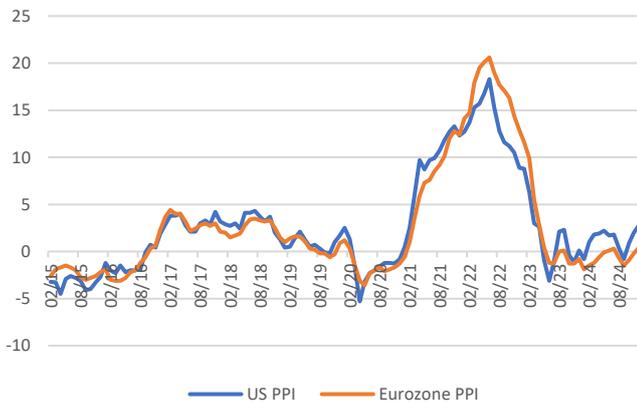
Source: Bloomberg

### L'Europe reste faible...

Alors qu'aux États-Unis, la croissance reste nettement supérieure à la moyenne, l'Europe continue de décevoir. **L'Espagne et le Portugal se portent bien, mais le Nord est en difficulté.** Après une croissance négative (-0,2 %) au quatrième trimestre, 2024 sera la deuxième année consécutive de contraction (légère) du PIB pour l'Allemagne. L'économie française s'est également contractée de manière inattendue (-0,1 %). La **croissance** de la zone euro a donc **été nulle** au dernier trimestre. Selon le FMI, la **croissance pour 2025 sera d'à peine 1 %**, à nouveau **nettement inférieure à celle des États-Unis (+2,7 %)**, et ce uniquement grâce à l'Espagne, car dans les trois plus grandes économies de la zone euro (Allemagne, France, Italie), la croissance restera bien inférieure à 1 %. Le fait que le prix du gaz ait fortement augmenté ces dernières semaines en raison de la vague de froid et de la baisse sensible des stocks qui l'a accompagnée n'a certainement pas aidé. Non seulement l'argent ainsi dépensé ne peut l'être pour autre chose, mais il rappelle pour une partie de la population le spectre d'un dérapage du prix du gaz comme en août 2022, ce qui n'est évidemment pas bon pour la confiance.

### Malgré une inflation plus élevée, des taux courts plus bas

Elle va également relancer l'inflation, qui a déjà connu une forte hausse ces derniers mois. En septembre, l'inflation était encore de 1,7 % ; en janvier, elle était déjà de 2,5 %. Nous pensons que cette hausse **ne modifiera pas la trajectoire descendante des taux d'intérêt** dans la zone euro. Après tout, elle est principalement liée à la hausse des prix de l'énergie, que la BCE ne peut pas changer, et la croissance économique reste faible. **La BCE elle-même indique que les taux d'intérêt actuels sont encore restrictifs** et, dans une interview récente, l'économiste en chef Philip Lane a indiqué que si les taux d'intérêt ne sont pas réduits, l'inflation pourrait bien tomber en-dessous de l'objectif de 2 %. **Les prix à la production** - comme en Chine - **sont en baisse** dans la zone euro depuis un certain temps, ce qui se traduira à terme par une **pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.**



Source: Bloomberg – Producer Price Inflation

### Inflation potentiellement plus élevée aux Etats-Unis...

Aux **États-Unis**, la situation est différente. Les **prix à la production continuent d'augmenter**. Cela pourrait créer une pression future sur l'inflation au niveau des prix à la consommation, qui a à peine diminué ces derniers mois et reste bien au-dessus des niveaux souhaitables, en particulier dans le secteur des services. Il existe également un **risque réel que les mesures que D. Trump souhaite mettre en œuvre exercent une pression supplémentaire à la hausse**. Ici, nous ne pensons **pas tellement** à ce qui retient le plus l'attention de la presse, la guerre des **tarifs douaniers**. Tout d'abord, il semble que pour l'instant il s'agisse surtout d'abolements et de peu de morsures et que les annonces fortes soient une technique de négociation qui devrait en plus lui permettre de montrer son esprit de décision à son électorat. De plus, l'économie américaine est relativement fermée : les importations représentent à peine 11% du PIB. Ainsi, si tout ce que les États-Unis importent est soumis à une taxe à l'importation de 10 % et que personne ne modifie son comportement, l'inflation augmente de 1,1 % pendant un an. Pas de quoi bouleverser la donne pour un événement que l'on pourrait qualifier d'improbable. Ce qui pourrait avoir un **impact plus durable** sur les prix, en revanche, ce sont les **réductions d'impôts et la déréglementation qui risquent de faire surchauffer** une économie qui tourne déjà à plein régime. Ce qui aura presque certainement un impact, ce sont les **changements de politiques migratoires et les expulsions annoncées**. Selon les estimations, 1 à 1,5 million d'immigrés (certainement pas tous illégaux) sont entrés dans le pays chaque année au cours des dix dernières années et il y a environ 11 millions d'immigrés illégaux aux États-Unis, ce qui représente quelque 5 % de la main-d'œuvre. Si une partie significative d'entre eux sont expulsés et que le flux de travailleurs entrants diminue sensiblement, cela aura de graves conséquences pour l'agriculture, l'hôtellerie et la construction. Pour remplacer les migrants bon marché, les salaires devront augmenter sensiblement ou l'offre se réduire dans le cas - probable - où la main-d'œuvre serait insuffisante. Il est évident que ces deux phénomènes entraîneront une hausse de l'inflation.

### ... et augmentation des attentes d'inflation...

Au cours des trois derniers mois, le prix des œufs aux États-Unis a quadruplé en raison de la grippe aviaire. En soi, cela n'a guère d'incidence sur le niveau général des prix, mais comme la presse en parle abondamment et que les œufs sont achetés très régulièrement par de nombreuses personnes, cela a une

incidence sur les perceptions de l'inflation. Nous constatons que les attentes en matière d'inflation sont en nette augmentation (voir graphique) et atteignent leur niveau le plus élevé depuis des années.



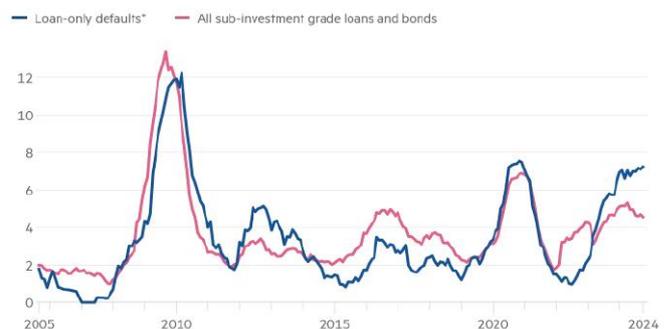
Source: FED – attentes d'inflation des consommateurs dans 5 ans (médiane)

### ... conduira à une FED plus prudente

Selon nous, la combinaison de tous ces éléments rendra la Fed plus prudente. Il est clair que les taux d'intérêt actuels ne sont pas restrictifs, sinon l'économie ne se porterait pas aussi bien. Le volet « emploi » du double mandat de la Fed a été atteint et ne nécessite donc pas de baisse des taux. Pourquoi prendre des risques sur le front de l'inflation ? **De nouvelles baisses de taux d'intérêt semblent donc moins probables.**

### Choix de la sécurité en obligation

Bien qu'il ne s'agisse clairement pas de notre scénario de base, la guerre commerciale qui se prépare augmente le **risque d'une légère stagflation** en Europe. Les prélèvements réciproques augmenteront l'inflation et accentueront la pression sur une croissance déjà faible. Nous pouvons nous **prémunir** contre ce risque **au moyen d'obligations indexées sur l'inflation**. Une croissance plus faible fera baisser les taux d'intérêt réels, ce qui profitera à la valeur des obligations, tandis que la composante inflation protège contre le risque d'une hausse de l'inflation. Compte tenu du **spread historiquement faible** offert par les **obligations d'entreprise** et, en particulier, les **obligations à haut rendement**, nous les considérons comme **peu attrayantes**, surtout si l'on tient compte de l'augmentation des défauts de paiement dans des conditions économiques encore toujours favorables. Bien que le graphique ci-dessous soit basé sur des données américaines, il nous semble peu probable que des obligations comparables en Europe se comportent bien si celles aux États-Unis devaient se retrouver sous pression.



Source: Moody's – pourcentage de défauts (12 mois roulant)

### *Ne pas se montrer frileux face aux actions américaines*

La saison des résultats est déjà bien entamée aux États-Unis et, contrairement à l'Europe, nous pouvons déjà faire des estimations fiables. Nous concluons que, comme au trimestre précédent, les chiffres sont **nettement meilleurs que prévu**. Nous constatons également que le **taux de croissance augmente** par rapport au troisième trimestre 2024. **Combinés aux bonnes perspectives économiques, ces éléments plaident en faveur d'une pondération suffisamment élevée en actions américaines**. Toutefois, la prime de valorisation actuelle des indices pondérés par la capitalisation boursière par rapport à la valorisation moyenne à long terme plaide pour le contraire. Certes, la moyenne ne tient pas compte de l'évolution de la composition de l'indice au fil du temps (par exemple, plus de technologie et moins de banques) et de la baisse de l'intensité

capitalistique de l'économie. Selon nous, une valorisation correcte serait plus proche de 18 fois les bénéfices que de la moyenne historique de 16,5 fois. Néanmoins, l'indice **S&P500 reste cher**. La raison en est désormais bien connue : les « Magnificent 7 ». Cette surévaluation peut être contenue en **utilisant des approches équilibrées valorisées plus raisonnablement ou des petites capitalisations plutôt bon marché**. En outre, l'exposition à d'éventuelles barrières commerciales est considérablement réduite. En moyenne, les 7 Magnifiques réalisent 55 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger. Dans un portefeuille équilibré, cela représente environ 35 à 40 % et dans les petites capitalisations, environ 25%.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto:gunter.vanrossem@orcadia.eu)

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.