

## Lettre trimestrielle – Hiver 2024-25

Loi de finances 2025 :  
enfin adoptée !

# PLF 2025

Après la chute du gouvernement Barnier, un nouveau passage par l'article 49.3 et de multiples péripéties, la loi de finance pour 2025 a enfin été votée par le parlement début février 2025.

La plupart des mesures dont nous vous parlions dans notre dernière lettre ont été adoptées. Concernant **les entreprises**, on retrouve : la surtaxe sur les bénéfices des très grandes entreprises, celle sur les rachats d'actions, et la surtaxe sur les billets d'avion. Enfin la suppression de la CVAE a été repoussée comme prévu à 2030.

S'agissant **des particuliers**, de même, la contribution différentielle sur les très hauts revenus a été adoptée, ainsi que la revalorisation des tranches du barème de l'IR, la hausse de fiscalité concernant les BSPCE et la réintégration des amortissements dans le calcul des plus values en LMNP. En revanche une **mauvaise surprise** concernant la taxe sur les transactions financières dont le taux a été augmenté : il passe de 0,3 à 0,4 %.

In fine, le gouvernement Bayrou vise un déficit proche de 5,4 % du PIB, et a donc été moins ambitieux que le gouvernement Barnier qui visait 5 %.

### Éditorial – Les marchés font ils preuve d'un excès d'optimisme ?

Que l'on apprécie ou non Donald Trump et son programme politique, il est indéniable que les marchés financiers américains ont salué sa réélection par une hausse.

De plus, depuis son élection, force est de constater que le président a su raviver **un fort sentiment d'optimisme** parmi les décideurs économiques américains, en particulier auprès des chefs de petites entreprises. Les données de la « National Federation of Independent Business » (NFIB), l'une des principales associations de PME aux États-Unis, illustrent la confiance envers l'administration Trump pour instaurer un cadre économique favorable. Leur indicateur d'optimisme publié chaque mois (voir figure 1) affiche une nette progression après la réélection du président, et retrouve presque ses plus hauts niveaux des quinze dernières années, déjà atteints lors du premier mandat de Trump.

Comme les PME contribuent à plus de 40 % du PIB américain et représentent 46 % des emplois privés, restaurer leur confiance a un impact positif direct sur l'économie, et crée un **cercle vertueux** : plus de confiance génère plus d'investissements qui génèrent eux-mêmes plus de croissance, ce qui renforce la confiance. Cette boucle économique « auto-renforçante » semble être au cœur de la stratégie de l'administration Trump, et explique pour partie les promesses ambitieuses du Président en matière de réformes fiscales et de dérégulation.

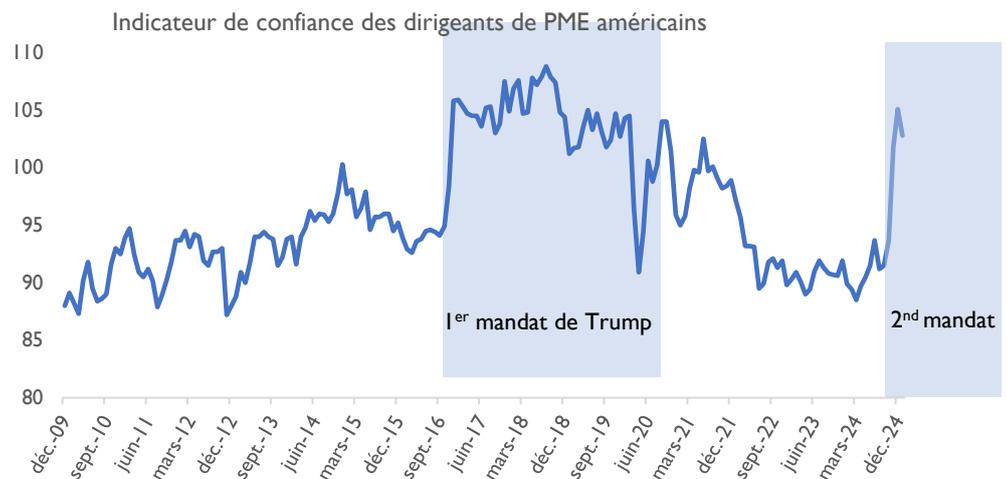


Figure 1 : Indice NFIB de l'optimisme des dirigeants de PME américains. Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Cependant, rien ne garantit malheureusement que les politiques et les stratégies qui ont favorisé la croissance économique lors de son premier mandat produiront les mêmes résultats. Le contexte de 2024 diffère largement de celui de 2016-2020 : l'économie américaine tourne déjà à haut régime, et le reste du monde, notamment la Chine, a eu le temps d'analyser et d'anticiper la « méthode » Trump. Une résistance accrue face aux mesures protectionnistes et de nouvelles guerres commerciales, plus violentes, pourraient voir le jour. Sans compter que l'ampleur des réformes fiscales pourrait avoir un impact sur le déficit fédéral et provoquer **un retour de l'inflation** suivi d'une remontée des taux d'intérêt – nous décrivons dans les pages suivantes de la présente lettre une analyse plus détaillée marché par marché.

Dans cette hypothèse, il est possible que le cercle vertueux créé par l'élection fasse long feu et qu'une vague de désillusion finisse par toucher les consommateurs et les chefs d'entreprises américains. Bien entendu, le pire n'est jamais certain, et il est probable que l'administration Trump ajustera son discours et ses mesures en fonction des évolutions économiques.

Toutefois, la relative insouciance des marchés face aux risques potentiels nous invite à faire preuve d'une certaine prudence. L'histoire boursière a maintes fois montré qu'il faut **être méfiant lorsque le consensus voit l'avenir en rose**. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier les entreprises peu endettées et dont le modèle économique est résilient face aux pressions inflationnistes.

Jérôme Guilnard,  
le 12 février 2025



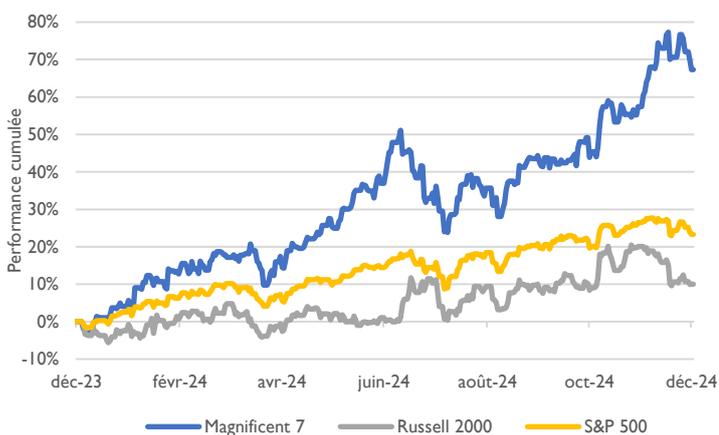
## Rétrospective 2024 : les US, rien que les US...

L'année écoulée a été marquée par de forts enjeux électoraux dans de nombreux pays. Si les prédictions alarmistes de guerres civiles ne se sont heureusement pas réalisées, une forte dose d'incertitude politique est apparue, n'épargnant pas le G7. La France et l'Allemagne traversent des crises politiques majeures, le processus électoral américain a été marqué par de spectaculaires rebondissements, les gouvernements japonais et canadiens vacillent. L'Italie, havre improbable de stabilité, semble avoir transféré son **chaos politique** à ses partenaires du G7 !

Les investisseurs considèrent généralement une telle incertitude politique comme défavorable : l'euro s'est affaibli face au dollar, l'écart entre les rendements des obligations allemandes et françaises s'est creusé, et les marchés japonais, français et canadiens ont été secoués. Pourtant, les actions américaines enregistrent une fois de plus une remarquable performance : l'indice S&P 500 enchaîne deux années consécutives à plus de 20 % de hausse. La dernière occurrence de ceci remonte à la bulle internet : l'indice avait alors affiché une telle performance cinq années d'affilée ! Peut-on considérer que cet enthousiasme est rationnel et durable ?

Le récit de « **l'exceptionnalisme** » américain a été particulièrement puissant cette année, soutenu par une confiance renouvelée dans le « soft » et « hard power » des États-Unis. Le « soft power » a été alimenté par les succès culturels internationaux (la tournée de Taylor Swift ou le phénomène « Barbenheimer » par exemple), la visibilité de l'élection présidentielle américaine et la mise en avant de l'expertise de ses champions en intelligence artificielle (IA). Parallèlement, les faibles prix de l'énergie, la résilience de l'économie et une inflation à la baisse ont permis à la Federal Reserve (« Fed ») de commencer à réduire ses taux directeurs, propulsant la croissance du PIB américain à près de 3 % en 2024, selon les dernières estimations. Il semble que nous nous dirigeons vers le scénario « Goldilocks » (c'est-à-dire un état économique idéal) promis fin 2023 ! Cette dynamique positive a été particulièrement marquée sur les valeurs de croissance américaines, qui ont généré la quasi-totalité des gains des indices boursiers mondiaux, au grand dam de certains investisseurs long terme.

Encore une superbe année pour les « Magnificent 7 »



Source : Bloomberg

Bien qu'une récession économique globale soit actuellement peu probable, **de nombreux risques subsistent** : une inflation persistante aux États-Unis (un risque peu pris en compte par les marchés, comme en témoigne la baisse boursière de décembre lors de la réduction des taux par la Fed), une guerre commerciale avec la Chine (désormais un adversaire plus redoutable qu'en 2018), un repli potentiel du secteur de l'IA, dominé par les « Magnificent Seven » (les géants de l'internet qui représentant aujourd'hui 34 % du S&P 500) et un consommateur américain plus prudent. Le marché US n'est donc pas le pari sans risque que certains imaginent, mais il reste, pour beaucoup, le moins mauvais choix.

L'Europe, en revanche, a fait fuir les investisseurs. Les deux piliers du bloc, la France et l'Allemagne, font face à des défis politiques, économiques et fiscaux majeurs. La France, politiquement fragmentée, va subir des contraintes budgétaires accrues alors que son déficit budgétaire atteint 6,1 % du PIB en 2024, selon les dernières estimations.

De son côté, l'Allemagne, bien que dotée d'une plus grande discipline budgétaire (un déficit contenu à 0,35 % et une dette sous les 60 % du PIB), peine à sortir de l'impasse économique causée par le déclin de son industrie et la compétitivité de la Chine. Les élections prévues en février pourront-elles relancer les dépenses publiques et offrir le soutien nécessaire à son économie en difficulté ? Et cela suffira-t-il à **reviver l'esprit d'innovation** nécessaire pour rivaliser avec les géants chinois et américains ?

Les pays émergents ont également traversé une année agitée. Les turbulences politiques au Brésil lui ont fait perdre son avantage régional face à un voisin argentin en plein rebond. La Russie, engagée dans une guerre en Ukraine, se tourne vers l'Est, tout en perdant de l'influence au Moyen-Orient. L'Inde est sortie des élections avec une continuité politique, un environnement économique favorable, et une amélioration des relations avec la Chine. Chez ce dernier, le plan de stimulus fiscal et économique promis a laissé le marché sur sa faim. Le marché obligataire local, impatient et sceptique, a fait baisser les rendements des obligations à 10 ans vers des niveaux historiquement bas (une baisse de 90 points de base en 2024). Reste à voir si la Chine parviendra à rassurer les investisseurs ou continuera sa démarche prudente pour **stabiliser son économie**.

Le Japon, de son côté, a eu un parcours surprenant en 2024. Le Nikkei a progressé de 20 % au premier semestre, bénéficiant d'importants flux étrangers. Il a alors dépassé les niveaux historiques de 1989. La fin de l'environnement déflationniste a favorisé la mise en place de réformes structurelles soutenant la vigueur des marchés. Mais la baisse du yen a incité la BoJ (« Bank of Japan ») à arrêter sa politique de taux négatifs, marquant ainsi un tournant décisif et la fin du « yen carry trade ». Les sorties techniques qui en ont résulté ont provoqué une forte baisse des indices japonais (le Topix a par exemple chuté de plus de 11 % en une journée) avant un rapide retour à la normale. Si de nombreux investisseurs internationaux se sont retirés du marché local, l'environnement économique favorable a recentré l'attention sur les fondamentaux, offrant des opportunités potentielles de génération de performances pour les trimestres à venir.

Les informations fournies ci-dessus ne constituent pas un conseil fiscal et ne doivent pas être interprétées comme telles. Les lois fiscales peuvent varier selon les juridictions et les circonstances individuelles. Il est fortement recommandé de consulter un professionnel qualifié pour obtenir des conseils adaptés à votre situation spécifique.



## Perspectives 2025 : commerce international et matières premières ?

Alors que les économistes tentent de prédire notre avenir, une chose est certaine : au cours des premiers mois de 2025, le marché se focalisera sur les premières décisions de Trump de retour à la Maison Blanche. Chacun sait toutefois que le nouveau Président a fait de **l'imprévisibilité** sa marque de fabrique. Les récentes annonces tarifaires contre le Mexique et le Canada sont-elles le signe d'une position commerciale agressive à venir ? Ou bien la nomination de Bessent au poste de secrétaire au Trésor suggère-t-elle une approche plus modérée ? Le plan 3-3-3 de Bessent (déficit public de 3 %, croissance du PIB de 3 %, et 3 millions de barils supplémentaires de gaz et de pétrole par jour) pourrait laisser entrevoir des prix de l'énergie plus bas et l'utilisation des tarifs douaniers comme outils de négociation (avec notamment l'Europe et la Chine). Mais ce plan indique également un accroissement des dépenses publiques et un risque d'inflation plus élevé, bombe politique que Trump va chercher à éviter à tout prix. Pour réussir, la nouvelle administration devra naviguer à vue face aux risques économiques, politiques et fiscaux. Les premiers mois de Trump au pouvoir seront donc déterminants pour comprendre les quatre prochaines années de son mandat.

En comparaison à la même situation en 2018, la Chine paraît plus prête que jamais à riposter aux tarifs douaniers américains. Bien qu'elle peine à sortir d'une récession de bilan causée par un secteur immobilier en difficulté, son secteur industriel demeure un **leader mondial**. Premier producteur d'acier et de terres rares au monde, le pays continue à consolider son expertise dans les secteurs manufacturiers de pointe tout en investissant massivement dans les industries énergétiques. Par ailleurs, la diversification de ses partenaires commerciaux au sein des marchés émergents et frontaliers a renforcé la résilience économique du pays. Avec seulement 15 % de ses exportations destinées aux États-Unis, une victoire ne semble pas assurée d'avance pour Trump en cas de bras de fer commercial.

Les marchés action ne semblent pas avoir intégré cette menace qui pèse sur l'économie américaine, et semblent s'être adouci au discours séduisant d'un Trump protecteur des intérêts nationaux. Néanmoins, il est désormais établi que les barrières douanières sont un jeu « perdant-perdant » pour les pays qui les imposent ou les subissent. Il faudra donc se méfier des valeurs américaines trop dépendantes du commerce international. A l'inverse, les **petites et moyennes valeurs locales** pourraient bien bénéficier de la politique générale du nouveau président : moins de régulation, moins de taxes. Notre équipe de gestion est donc optimiste pour cette classe d'actifs.



En Europe, la **situation industrielle** est plus mauvaise. Notre continent souffre à la fois de normes de plus en plus drastiques (comme l'interdiction future des moteurs thermiques qui est en train de mettre à genoux notre industrie automobile) et d'un prix de l'énergie désormais beaucoup plus élevé qu'aux États-Unis. Comment rester compétitif dans ces conditions ? Les carnets de commande s'en ressentent, et l'activité se tasse. Tout ceci a contribué au décrochage ces dernières années des marchés européens par rapports aux américains, avec l'apparition d'une décote géographique importante. En revanche, **du côté de services, tout va bien** (72 % du PIB tout de même). Notre stratégie d'investissement actuelle est donc de capitaliser sur nos grandes sociétés, leaders sur leur domaine, qui ne sont pas beaucoup exposées aux faiblesses industrielles qui nous affectent. Le luxe, les cosmétiques, l'agro-alimentaire sont des exemples de secteurs dans lesquels l'Europe excelle. Le niveau de décote extrême des marchés européens nous laisse à penser qu'un rattrapage pourrait bien intervenir cette année.

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel.

## La gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

**MC Leaders Durables** investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

**MC Leaders Réactifs** est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

**MC Modéré** est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

**MC Prestige Or** investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

**MC Spécial** est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

## Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	2024	2023	2022	2021	2020	2019
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	<b>+3,71 %</b> (+18,89 %)	<b>+18,93 %</b> (+20,96 %)	<b>-19,64 %</b> (-17,86 %)	<b>+24,10 %</b> (+23,25 %)	<b>+21,34 %</b> (+11,86 %)	<b>n/a</b> n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	<b>-0,66 %</b> (+4,00 %)	<b>+11,96 %</b> (+4,00 %)	<b>-15,72 %</b> (+4,00 %)	<b>+13,54 %</b> (+4,00 %)	<b>+15,06 %</b> (+4,00 %)	<b>n/a</b> n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	<b>+4,64 %</b> (+6,44 %)	<b>+4,52 %</b> (+5,90 %)	<b>-10,44 %</b> (+2,51 %)	<b>+3,84 %</b> (+2,07 %)	<b>+1,98 %</b> (+2,03 %)	<b>+7,85 %</b> (+2,10 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	<b>+12,67 %</b> (+15,55 %)	<b>+6,53 %</b> (+8,34 %)	<b>+0,00 %</b> (-8,05 %)	<b>+1,65 %</b> (-4,08 %)	<b>+5,68 %</b> (+14,34 %)	<b>+31,30 %</b> (+45,51 %)
MC Spécial (CAC small net*)	FR0007036397	Actions	<b>+0,53 %</b> (+0,17 %)	<b>+10,26 %</b> (+19,26 %)	<b>-3,49 %</b> (-7,37 %)	<b>+25,54 %</b> (+31,07 %)	<b>+3,58 %</b> (-5,57 %)	<b>+8,60 %</b> (+29,24 %)

Note : performances nettes de frais au 31 décembre 2024. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

\* À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2025, le CAC Small net devient l'indicateur de référence du fonds MC Spécial, en remplacement du CAC 40 net.

## Commentaire trimestriel

L'année 2024 a été marquée par des défis économiques, politiques et géopolitiques importants, mais les marchés financiers ont su rester résilients grâce à l'assouplissement des politiques monétaires et à la solidité de certaines économies occidentales.

Le **marché obligataire** a connu une volatilité importante, avec des performances inégales. Les obligations d'entreprises à haut rendement ont bénéficié d'un regain d'appétit pour le risque, alors que les obligations souveraines ont été pénalisées par des incertitudes économiques et politiques, notamment en France, où la situation budgétaire et politique a pesé sur la dette souveraine, élargissant l'écart de rendement avec l'Allemagne.

Les **marchés actions** ont poursuivi leur rebond, avec des performances solides aux États-Unis, portées par les valeurs technologiques. En Europe, la dynamique a été plus modérée, freinée par des tensions politiques et une croissance atone. La Chine a continué de décevoir avec une reprise économique hésitante.

Le **marché des changes** a connu des mouvements marqués, notamment avec un net renforcement du dollar face à l'euro, porté par l'élection de Donald Trump et ses annonces pro-croissance. Le yen japonais a montré des signes de stabilisation après la hausse des taux de la Banque du Japon, tandis que la livre sterling et le franc suisse sont restés stables. La lire turque a continué sa dépréciation, bien que son rythme ait ralenti.

Les **matières premières** ont affiché une grande volatilité en 2024. Les métaux industriels ont eu des comportements variés : le manganèse a progressé, de même que l'aluminium et le cuivre, tandis que le fer, le nickel et l'acier se sont repliés. De même, les prix de l'électricité poursuivent leur normalisation, contrairement au gaz qui enregistre une hausse significative et au pétrole qui demeure globalement stable. Enfin, l'or, valeur refuge par excellence, a fortement augmenté dans un contexte de tensions mondiales.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent ni une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quel que instrument financier que ce soit.