


LETTRE ANNUELLE - 2024

2025 : Le Monde à l'Endroit ?

 Venn
Capital 



L'année 2024 touche à sa fin, il est temps de s'interroger sur les perspectives 2025. Fin 2023, après une année durant laquelle les indices s'étaient inscrits en forte hausse malgré un scepticisme ambiant, nous continuions d'afficher un ton résolument optimiste.

[LIEN VERS LA LETTRE 2023 : « 2024 : SAME PLAYER SHOOTS AGAIN ? »](#)

Ainsi, nous avons terminé notre précédente lettre annuelle sur ces mots :

« Pour conclure, nous sommes donc toujours très constructifs sur les marchés actions. Si des corrections ne sont bien sûr pas à exclure suite au violent rebond de ces dernières semaines, une croissance à deux chiffres des indices en 2024 serait loin de nous étonner. »

Nous identifions alors de nombreux facteurs de soutien qui venaient alimenter cette conviction d'un potentiel de hausse toujours conséquent à court-terme :

« Les moteurs de performances identifiés il y a 12 mois sont toujours enclenchés (baisse de l'inflation ; pivot des banques centrales ; regain de confiance) et d'autres pourraient prendre le relais (croissance des résultats ; expansion de multiples). »

Si ces prévisions se sont révélées approximativement exactes – le MSCI World NR affiche en effet une hausse de +20,9% en dollar au 26.12.2024 – dans le détail, il convient toutefois de noter les fortes disparités géographiques de variations des indices actions.

Que peut-on attendre désormais pour 2025 ?

Pour répondre à cette question, il convient selon nous de prendre un peu de recul.

En effet, pour analyser la séquence dans laquelle s'inscrivent les marchés depuis 3 ans, il faut revenir une quinzaine d'années en arrière...





La Quatrième Dimension (The Twilight Zone) - 1959

2010 - 2020

Bienvenue dans la 4^{ème} dimension.

À l'image de notre environnement, les marchés obéissent à une certaine physique.

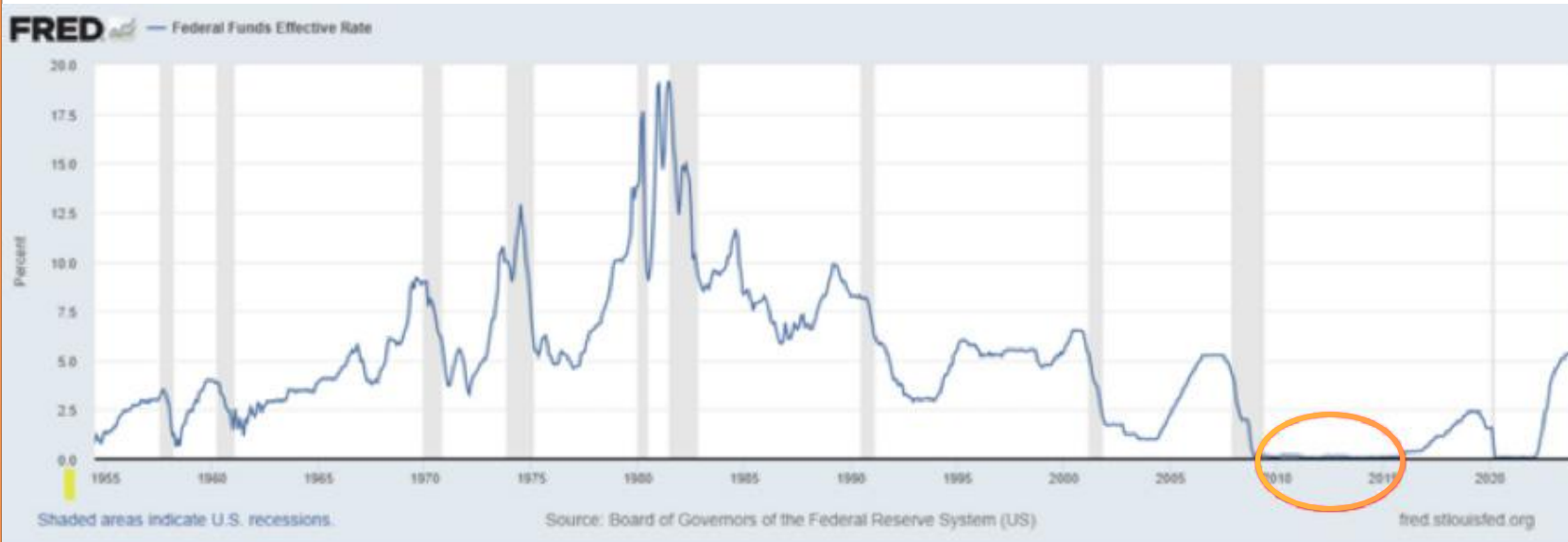
Ainsi, au sein de la sphère financière, ce sont les taux d'intérêt qui font office de force de gravité. Ces derniers confèrent de la valeur au temps qui passe et régissent ainsi la plupart des modèles de valorisation, via une actualisation des flux financiers futurs.

Or, suite aux crises financières des Subprimes en 2008, puis des dettes souveraines de la zone Euro en 2010-2012, les grandes Banques Centrales ont rompu avec des décennies d'orthodoxie financière en adoptant des politiques monétaires non conventionnelles.



Aux Etats-Unis, la Federal Reserve a ainsi réagi très rapidement en portant **ses taux directeurs à 0%**

et en injectant massivement des liquidités dans le système (les fameuses politiques successives de 'Quantitative Easing'), signant en quelque sorte le passage de la sphère financière dans un monde à « **à gravité 0** ».

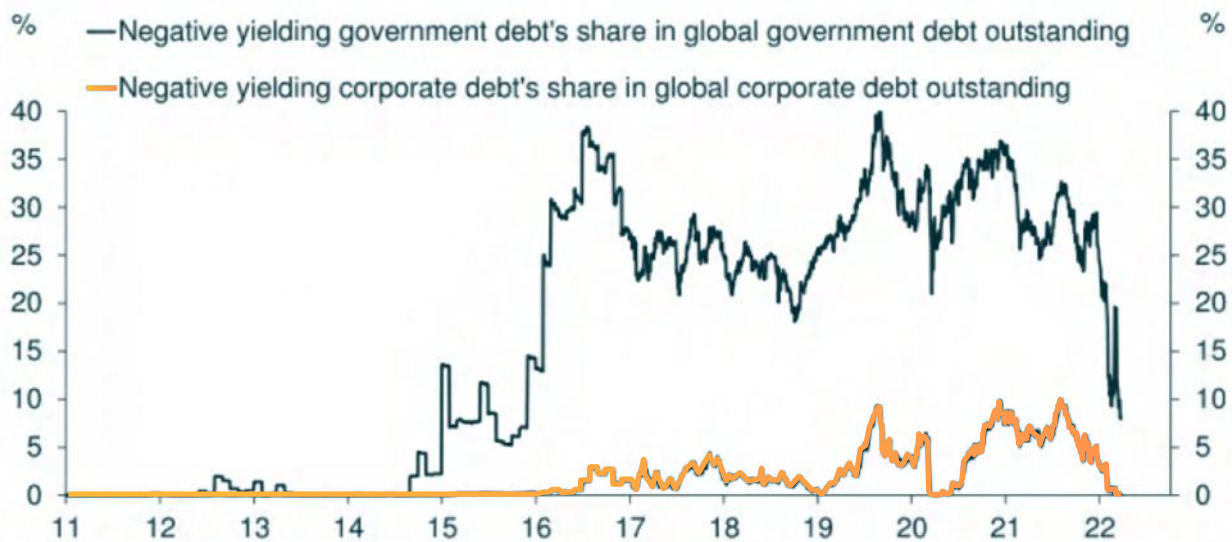


Poussant l'expérimentation **un cran plus loin**, de nombreuses Banques Centrales (en zone Euro, en Suisse, au Japon...) ont par la suite porté leurs taux directeurs en **territoire négatifs**.

Cela a progressivement créé un effet de cascade qui a permis à certaines entreprises de qualité d'émettre de la dette à taux négatifs !

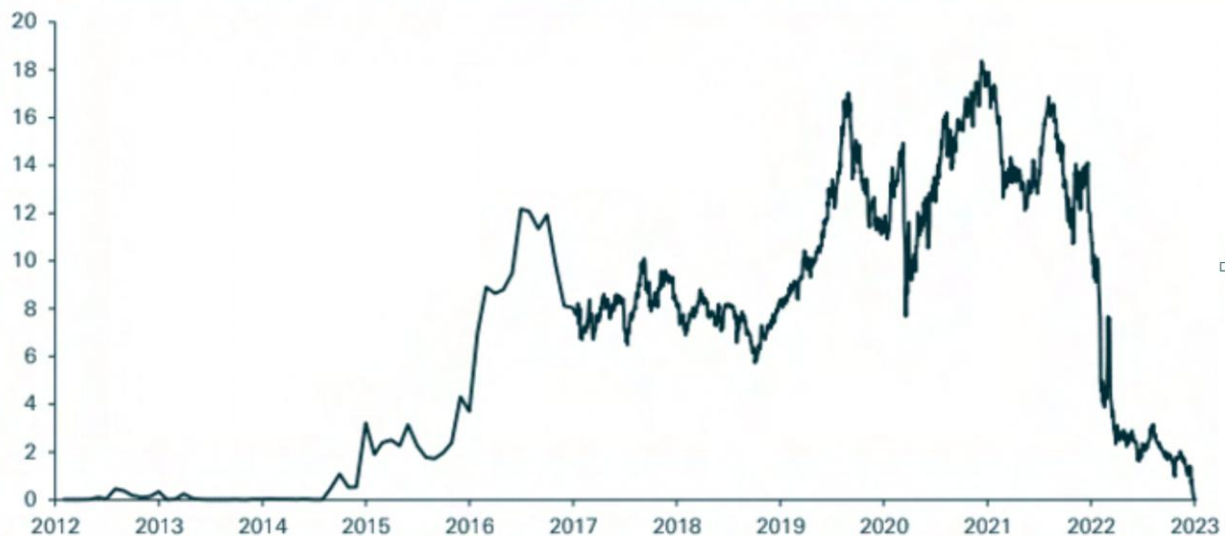


Figure 1: Global govt. and corporate negative yielding debt as a % of total outstandings



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Figure 1: Bloomberg Global Aggregate Negative Yielding Debt (USD trillions) – The end of an era...



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Au paroxysme de ce phénomène, près de 40% du stock de dette publique et 10% de la dette privée d'entreprise affichaient des rendements négatifs...

Un monde où l'emprunteur est rémunéré et où le prêteur doit payer pour porter du risque ? **Bienvenue dans la 4ème dimension financière !**



Le Monde à l'envers.



La Planète des singes - 1968

Si le temps **n'a plus de valeur**... Si la liquidité n'a plus d'importance... Alors les fondamentaux financiers n'existent plus et le monde de l'investissement pourrait **tourner à l'envers** !

N'est-ce pas ce dont nous avons été témoins sur la dernière décennie ?

Puisque les taux étaient nuls (voire négatifs), un « tiens » pouvait valoir moins que « deux tu l'auras ». Les sociétés promettant de la croissance - à plus ou moins longue échéance - ont ainsi été plébiscitées comme jamais et le style Growth a affiché sa plus longue période de surperformance sur le style Value.

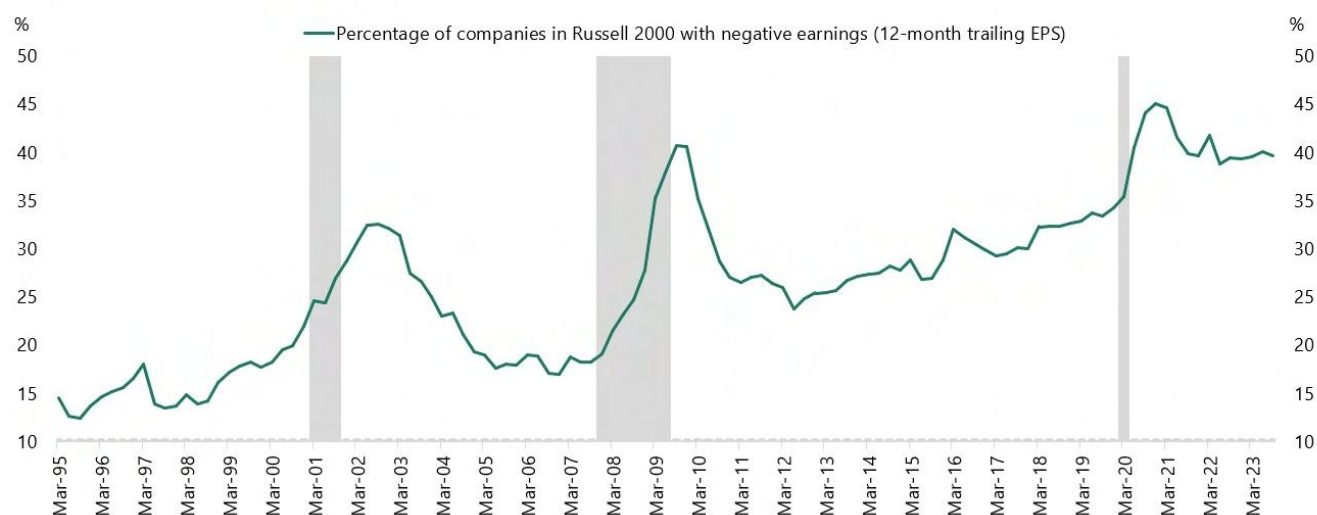


En parallèle via un endettement accessible et peu onéreux, ainsi que des actionnaires plus enclins à accepter des perspectives de résultats futurs que des dividendes immédiats, le coût de financement des entreprises a fortement diminué. La contrainte d'autofinancement ainsi relâchée, la proportion de sociétés cotées s'affichant en pertes a explosé sur la période.



40% of companies in the Russell 2000 have negative earnings

APOLLO

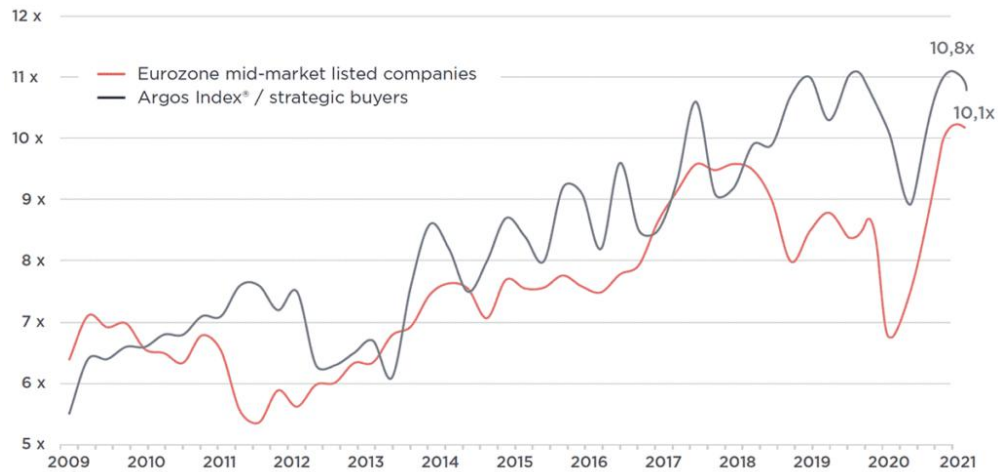


Enfin dans un environnement de **liquidités surabondantes**, les sociétés cotées en Bourse qui se traitaient historiquement avec une prime (de liquidité) face à leurs **homologues non cotées** (private equity) se sont mises à afficher au contraire, une décote...

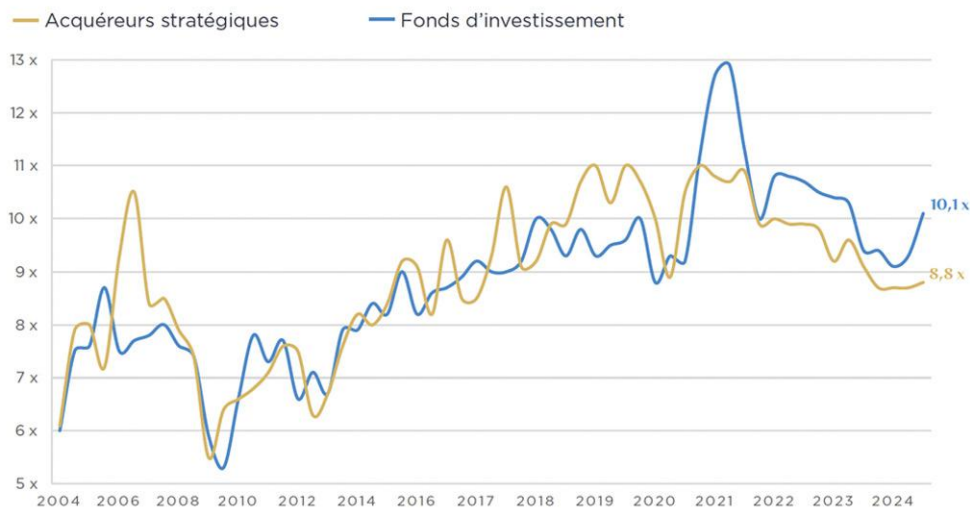
Les investisseurs ont accepté de payer une prime d'illiquidité ! De même, alors que les acheteurs stratégiques avaient pour habitude de payer des multiples supérieurs à ce que les fonds de Private Equity pouvaient offrir (du fait de la prise en compte de synergies industrielles notamment), dans un monde de taux nuls, les fonds ont accepté de transiger sur des multiples supérieurs aux acquéreurs industriels.



LETTRE ANNUELLE - 2024



Valeur d'entreprise / EBITDA historique



Source : Argos Index© mid-market / Epsilon Research

Pour résumé, au cours des dix dernières années la stratégie la plus payante était de **ne pas prêter attention aux valorisations** et de ne pas s'inquiéter non plus de la gestion des risques...

De là à imaginer - comme évoqué en 1973 par Burton Malkiel dans son livre « A random walk down Wall Street » - qu'un chimpanzé lançant des fléchettes sur les pages de cotations boursières aurait pu faire mieux qu'un gérant de portefeuille professionnel, il n'y a qu'un pas.

Un singe ou ... un indice ?





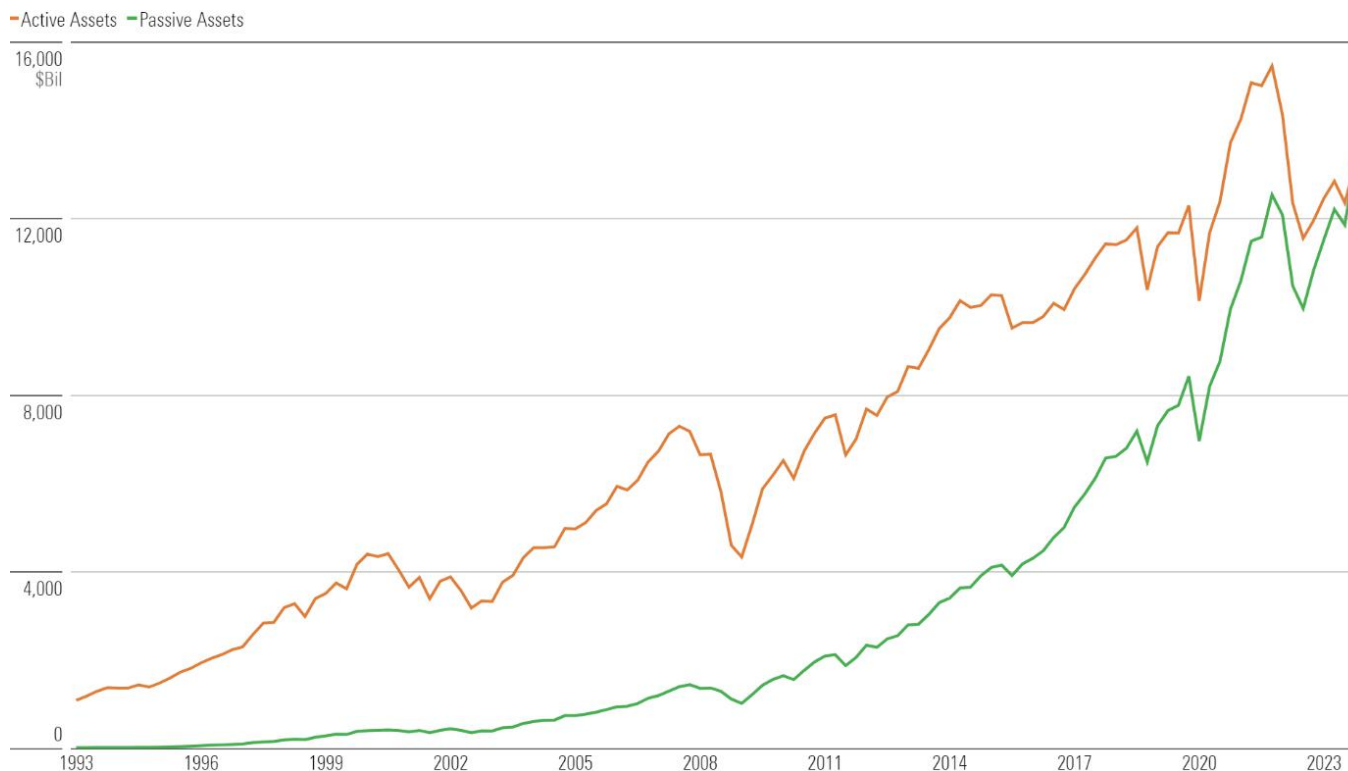
Young Frankenstein - 1974

Quand la créature échappe à son créateur...

La tendance la plus marquante pour l'industrie de la gestion d'actifs au cours de ces dix dernières années fut la montée en puissance de la gestion passive.

En 2023, les encours gérés de façon passive ont même supplanté pour la première fois ceux de la gestion active traditionnelle !





Cet engouement pour **la gestion indicielle** a notamment été alimenté par la très forte surperformance des grandes **valeurs technologiques de croissance** (les fameux acronymes GAFAM, MAG7 etc...), dont le plébiscite s'est accentué lors de la **crise sanitaire de 2020**.

En effet, ces titres cochaient alors toutes les cases du mouvement de fuite vers la sécurité/qualité : des valeurs Growth, dont la taille assurait une certaine pérennité dans l'environnement incertain des confinements et qui plus est bénéficiaient généralement de cet effet 'Stay-at-Home' (télétravail ; livraisons à domicile ; streaming etc...).

Les indices se sont ainsi polarisés à marche forcée.





Source: FactSet, Compustat, Goldman Sachs GIR.

Alors que la gestion passive promettait historiquement une **exposition diversifiée** à un large panier de valeurs représentant la **profondeur du marché**,

le Top 10 du S&P 500 - qui pesait en moyenne 15 à 20% sur les dernières décennies - compte aujourd'hui pour près de 40% de l'indice !

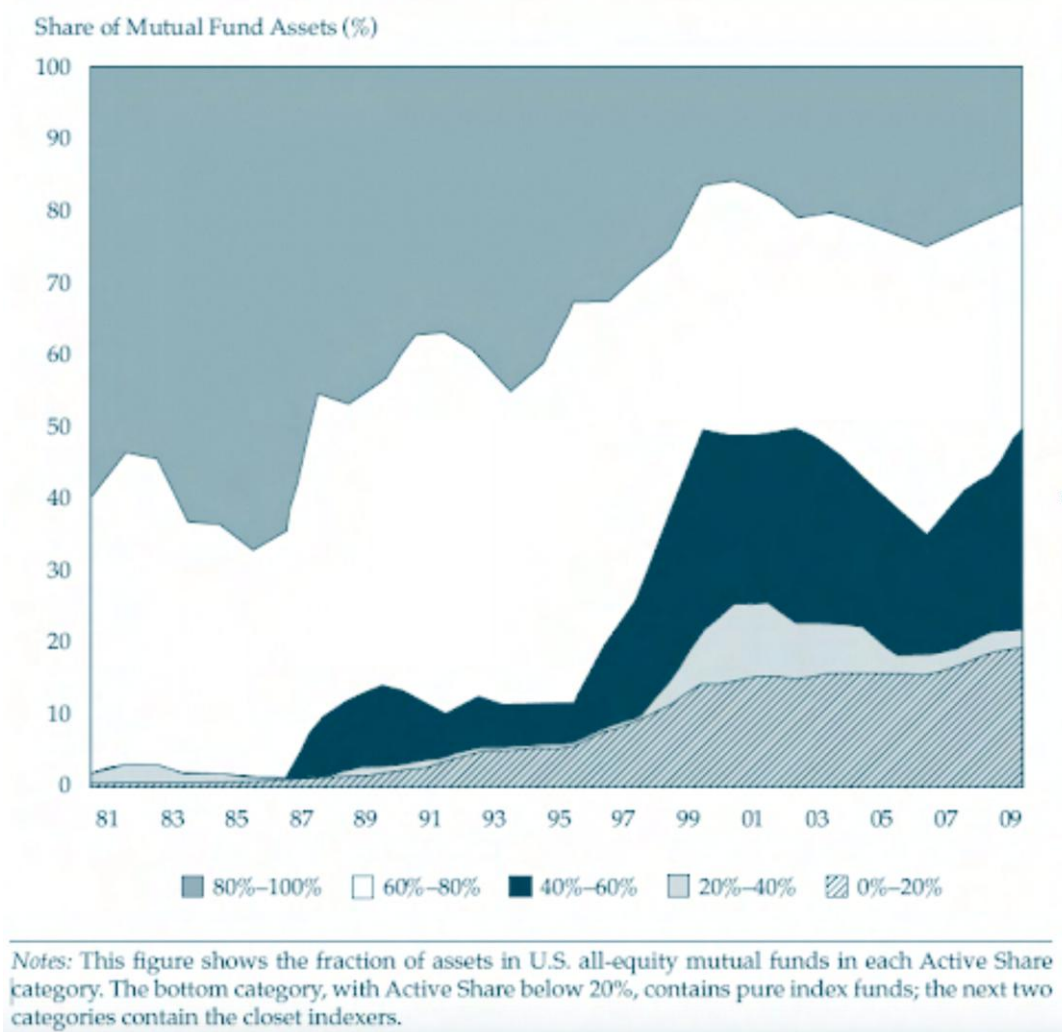
John C. Bogle fondateur de Vanguard et pionnier de la gestion indicielle, soulignait que « De tels fonds éliminent le risque des valeurs individuelles, le risque des secteurs de marché ».

Pourrait-il encore tenir ces propos aujourd'hui vis-à-vis des fonds passifs ?

A l'inverse, la gestion active qui prônait à l'origine une approche singulière, de conviction, propre à chaque gestionnaire de portefeuille, s'est, au fil des années, de plus en plus édulcorée via une proportion grandissante de fonds 'pseudo-actifs'.



Figure 5. Evolution of Active Share, 1980–2009



Là aussi, le monde de la gestion d'actifs s'est donc mis à tourner à l'envers, voire de travers... Le raisonnement derrière la gestion passive était de bénéficier de « l'efficacité des marchés » liée aux arbitrages des intervenants actifs. Si la gestion active l'est de moins en moins et que la gestion passive est devenue prépondérante, les flux passifs sont alors passés de 'preneurs de prix' à 'faiseurs de prix'. Au lieu de profiter des équilibres de marché, ils en sont de plus en plus les déterminants.

Dans un tel environnement, le rationnel à la genèse de cette approche tient-il toujours ? la créature n'a-t-elle pas échappé à son créateur ?

à l'occasion d'une **interview au Financial Times**, Eugène Fama, le prix Nobel à l'origine de la théorie de l'efficacité des marchés, soulignait justement : « The efficient market hypothesis is just 'a model. It's got to be wrong to some extent' »...

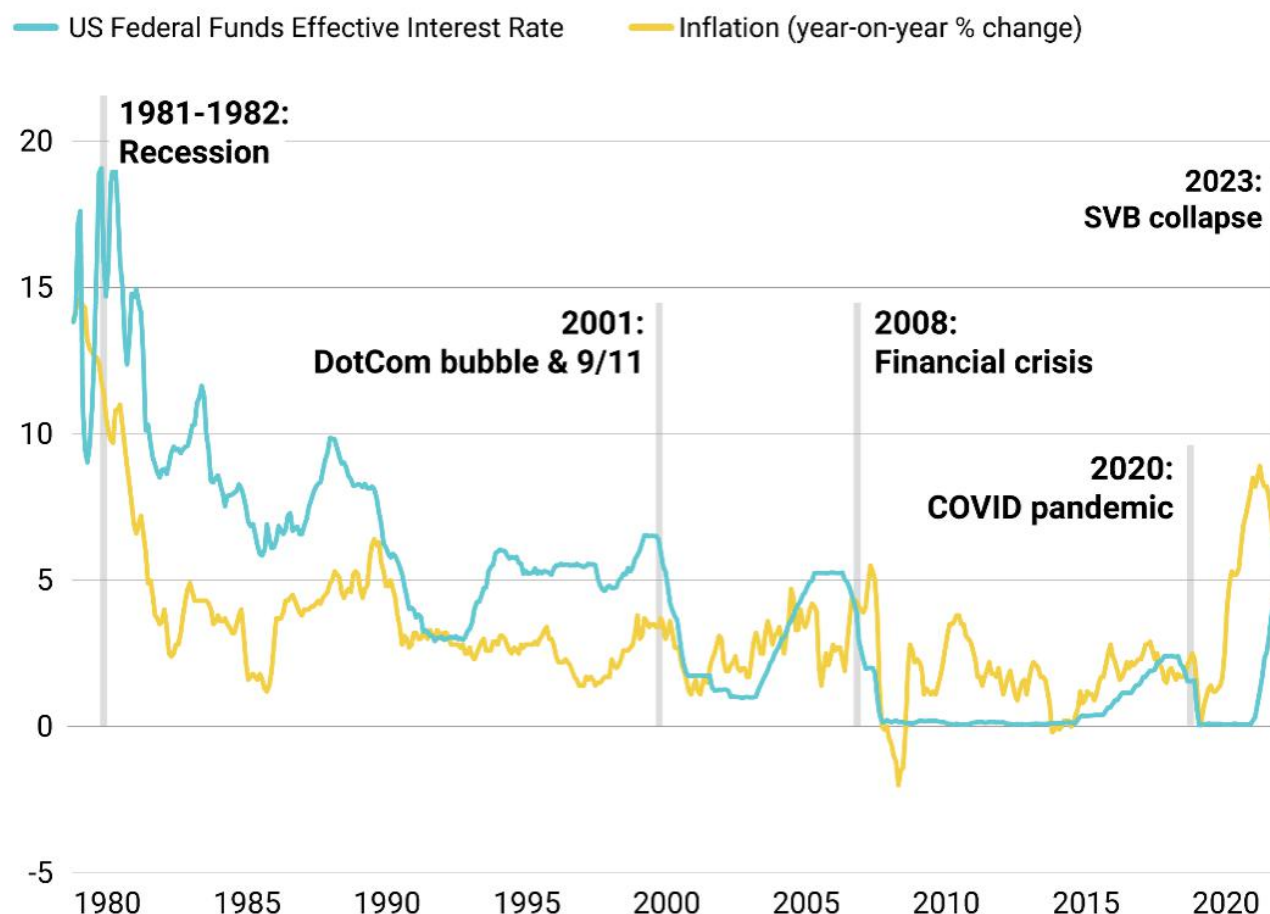




Depuis 3 ans, les anomalies de la décennie précédente semblent être en voie de normalisation.

En 2022 suite à une poussée inflationniste mondiale, les banquiers centraux n'ont eu d'autre choix que de relever les taux monétaires afin d'endiguer une éventuelle spirale de hausse des prix.

La vive réaction des diverses banques centrales a permis de ramener les taux d'intérêts et d'inflation proches de leurs moyennes historiques de long terme et ainsi de sortir des politiques de taux 0 qui avaient prévalu pendant près de 15 ans.



Subscribe to our global politics newsletter GZERO Daily at gzeromedia.com

Source: FED

GZERO
everything is political

Ce séisme monétaire a enclenché un lent mouvement de tectonique des plaques sur les marchés qui devrait amener à une normalisation progressive des excès évoqués précédemment. Les ajustements dans la sphère du non-côté ont été brutaux.

La valorisation sur la classe du private equity est en net repli par rapport au pic de 2021 (environ -20%). Des ajustements de valeurs liquidatives des fonds de PE sont-ils à attendre comme ce que nous avons pu constater sur certains pans du marché immobilier ? Certaines SCPI ont en effet vu leurs valeurs révisées jusqu'à -40% !

Ces éléments semblent témoigner d'un regain de considération pour les critères de valorisation et la liquidité.



EV to EBITDA multiples (trailing) for PE entries & exits in Europe



Source: Gain.pro | Get all our reports on gain.pro/resources



Ce changement de paradigme affecte également les marchés d'actions cotés. Nous observons des mouvements de rotations de styles beaucoup plus fréquents et violents depuis 3 ans, ce qui peut présager la fin du règne sans partage des valeurs de croissance.

En dehors des Etats-Unis, le style Value semble notamment avoir touché un point bas en 2021.





Source: Refinitiv, as of 9/12/2024. Indexes are USD net total return. File #0541

Par ailleurs, le dégonflement de la concentration des indices de marchés actions devraient être un autre symptôme de ce retour à la normale au sein de la sphère financière.

Historiquement, toutes les phases d’ultra-polarisation des indices se sont en effet soldées par un retournement.



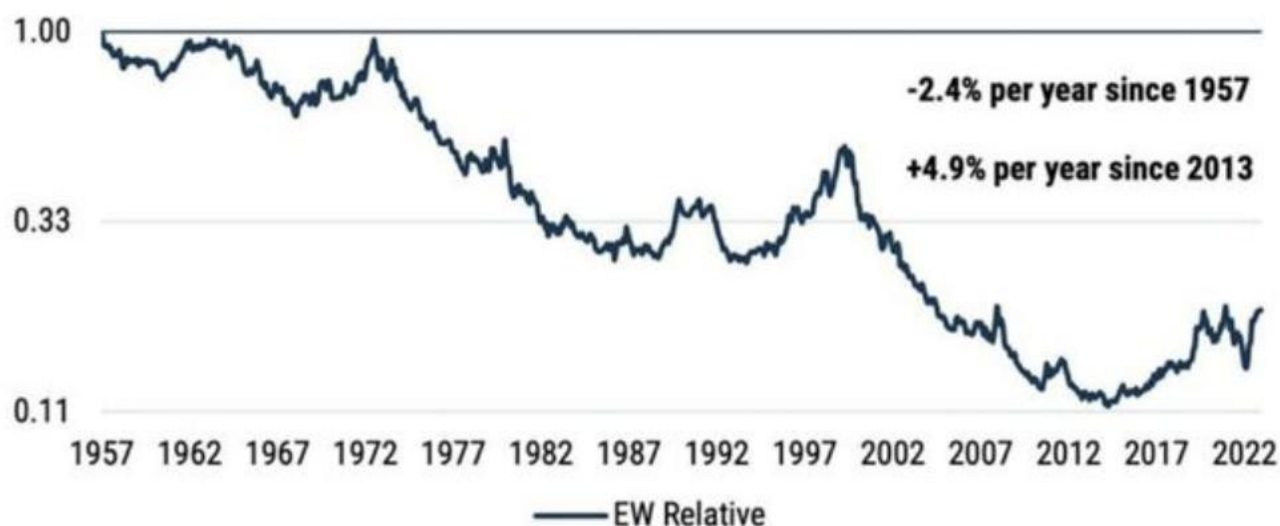
Universe consists of US stocks with price, shares, and revenue data listed on the NYSE, AMEX, or NASDAQ exchanges. Series prior to 1985 estimated based on data from the Kenneth French data library, sourced from CRSP, reflecting the market cap distribution of NYSE stocks.

Source: Compustat, CRSP, Kenneth R. French, Goldman Sachs Global Investment Research



La surperformance des **Top 10 des indices** pourraient ainsi toucher à sa fin et renouer avec **la tendance historique**,

EXHIBIT 2: S&P500 – TOP 10 VS. 490 EQUAL WEIGHTED




Data from 1957-2023 | Source: Compustat, Standard & Poors

Dans ce contexte quel scénario peut-on envisager pour les marchés actions sur les années à venir ?

Sans préjuger de ce que pourrait-être la performance des indices en 2025, dans un environnement de marchés 'normalisés', les marchés actions devraient continuer à offrir - sur un horizon moyen terme - le rendement annualisé qu'ils ont délivré historiquement (de l'ordre de 7 à 8% par an, ajusté de l'inflation).

Par ailleurs, les phases de dépoliarisation des indices boursiers se sont souvent avérées très favorables aux stratégies de gestion active qui, du fait de leur positionnement singulier, sont capables de dégager de la surperformance lorsque les poids lourds de la cote décèlent.





Les stratégies VENN COLLECTIVE ALPHA, investies sur 30 titres équipondérés reflétant les plus fortes convictions partagées par des investisseurs d'exception, devraient bénéficier d'un tel environnement dans lequel le monde de la finance viendrait se remettre à l'endroit...

Nous vous souhaitons, ainsi qu'à vos proches, une très belle année 2025 !

L'ÉQUIPE VENN

AVERTISSEMENT : Ce document est à destination de clients professionnels. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les informations reflètent le sentiment de VENN CAPITAL SAS et de ses filiales sur les marchés et leur évolution. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription des produits cités. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.