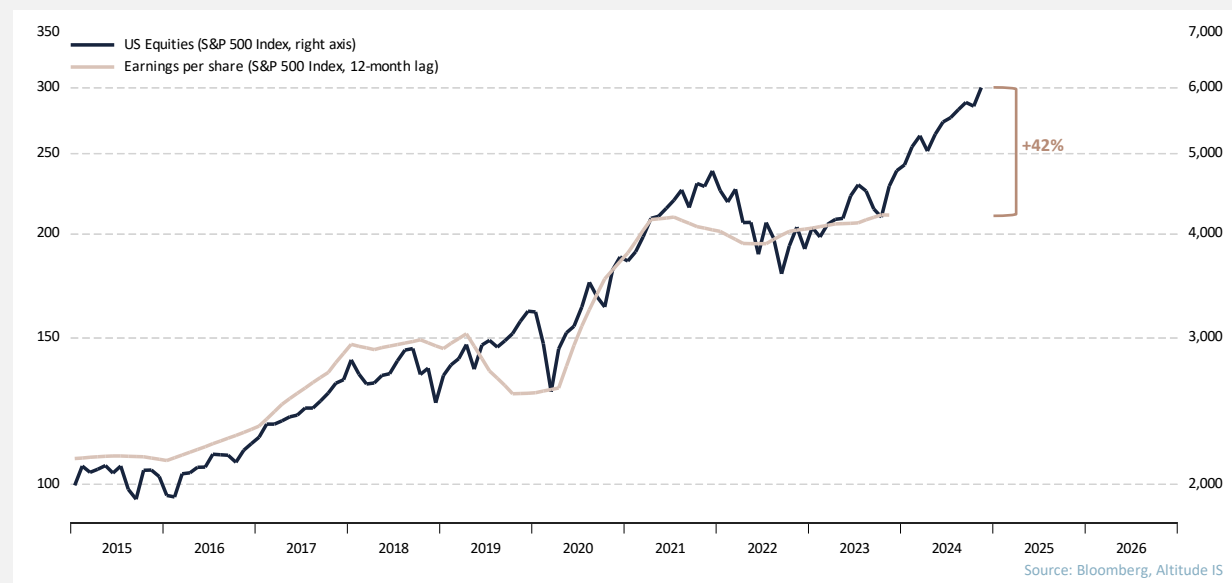


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 2 décembre 2024

"PERSPECTIVES 2025 : OÙ SONT LES PARACHUTES ?"

- Le cycle économique est en train d'accroître son ralentissement
- Les baisses de taux se poursuivront, donnant un avantage aux obligations
- Les marchés boursiers ont été trop optimistes au cours des deux dernières années
- Heureusement, les instruments de protection sont nombreux, variés et efficaces

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "42% de croissance des bénéfices en 2025, est-ce possible ?"

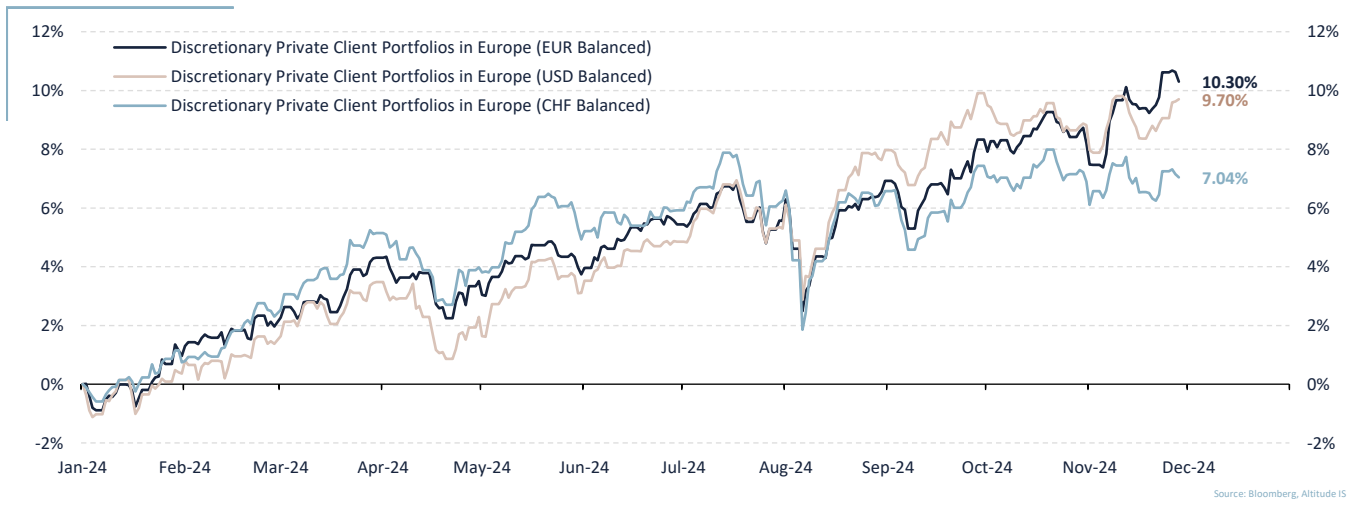


ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Tandis que 2020 avait été l'année du covid, 2021 l'année de l'exubérance, 2022 l'année du double bear market, 2023 l'année de la reprise, 2024 aura été l'année de l'euphorie. Jusqu'à présent, toutes les classes d'actifs ont délivré des performances positives, faiblement pour les obligations et de manière exceptionnelle pour les actions et l'or. C'est donc sans difficulté que les professionnels de l'investissement ont délivré de belles performances. Les portefeuilles répliquant une gestion équilibrée sont en hausse de 10% en moyenne (cf. Fig. 2), autant que l'an dernier. **L'heure est désormais venue de dresser le scénario macroéconomique et financier pour 2025. Allons directement à l'essentiel : il sera important de savoir où se trouvent les parachutes, car il pourrait bien s'agir de l'année du grand saut !**



Fig. 2 – Performance des portefeuilles équilibrés, en 2024



Pour prévoir ce que l'année prochaine réserve aux investisseurs, nous continuons de nous appuyer sur des modèles économétriques propriétaires. Au cours des dernières années, leurs estimations se sont révélées imparfaites mais majoritairement correctes et, surtout, profitables. Le principal avantage de cette approche quantitative est qu'elle permet d'éviter les biais comportementaux inhérents aux êtres humains, garantissant ainsi l'objectivité.

Selon cette approche quantitative, le cycle économique est en train d'accentuer son ralentissement. Aux États-Unis, le scénario d'atterrissage se matérialisera au fur et à mesure que les chiffres de l'emploi se dégraderont. Sur le Vieux Continent, l'activité devrait même se contracter, menant les principaux pays européens en récession (cf. Fig. 3). Dans ce contexte, il est facile d'imaginer que l'assouplissement de la politique monétaire des banques centrales, mis en œuvre en 2024, n'est pas terminé (cf. Fig. 4).

Fig. 3 – Croissance de l'activité

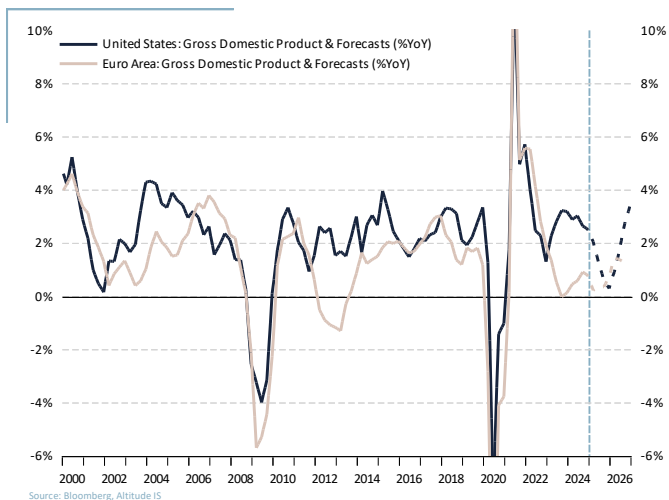
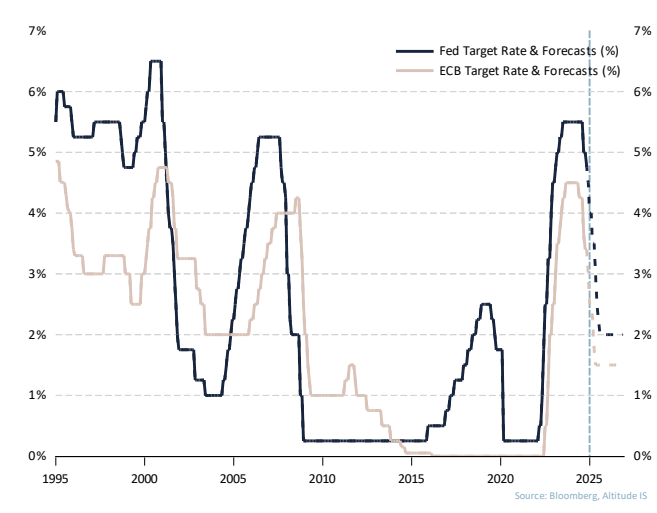


Fig. 4 – Taux directeurs des banques centrales



Les baisses de taux se poursuivront au moins jusqu'à la fin du premier semestre. Elles seront utiles pour lutter contre la crise économique, mais elles n'offriront probablement pas un soutien aussi puissant que par le passé. La hausse des taux ayant été forte et rapide, malgré l'assouplissement en cours de la politique



monétaire, les entreprises et les ménages continueront de souffrir d'un environnement de taux élevés, dont l'impact récessif continuera de se diffuser dans les différents pans de l'économie : faible remplissage des carnets de commandes, recul des investissements, augmentation du nombre de faillites, destruction d'emplois (cf. Fig. 5), ralentissement du commerce international, contraction du crédit et alourdissement des charges d'intérêt.

Fig. 5 – Taux de chômage

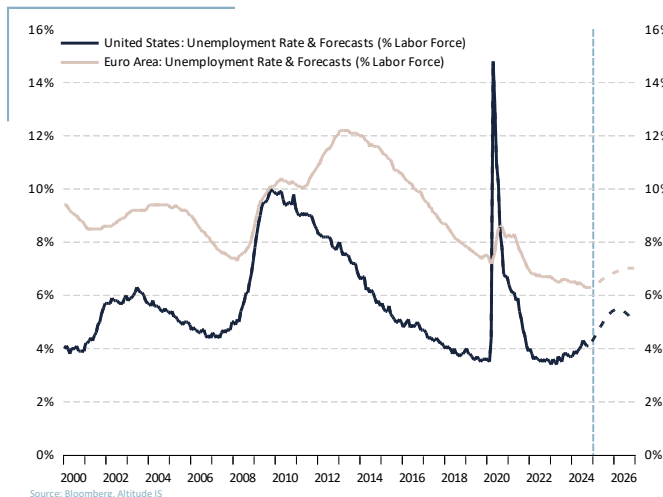
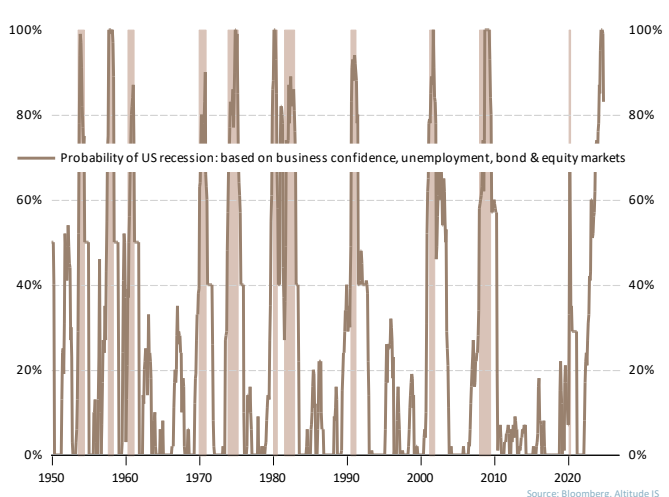


Fig. 6 – Probabilité de récession aux États-Unis



Bien loin du consensus des investisseurs, nos modélisations économétriques dressent un scénario de crise pour 2025. Ces perspectives pourraient se révéler trop pessimistes mais elles ont l'avantage de mettre en relief les principaux risques pour l'année à venir. La probabilité de récession demeure extraordinairement élevée (cf. Fig. 6). Les différents indicateurs avancés devront entamer un sérieux redressement pour écarter ce risque, de manière à entrevoir une reprise pérenne en 2026.

Fig. 7 – Valorisation et pondération en actions

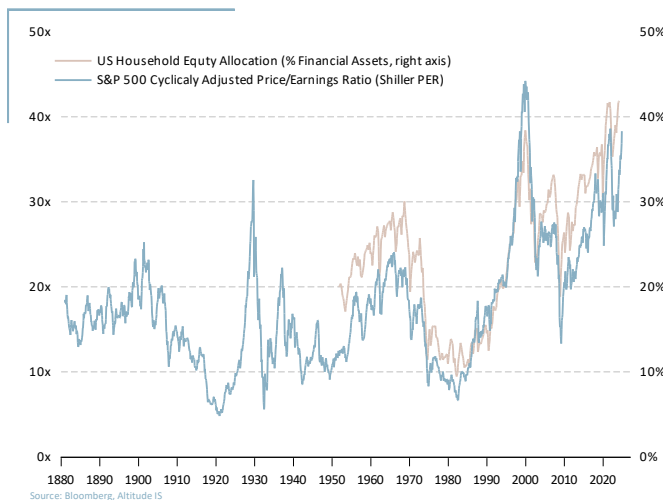
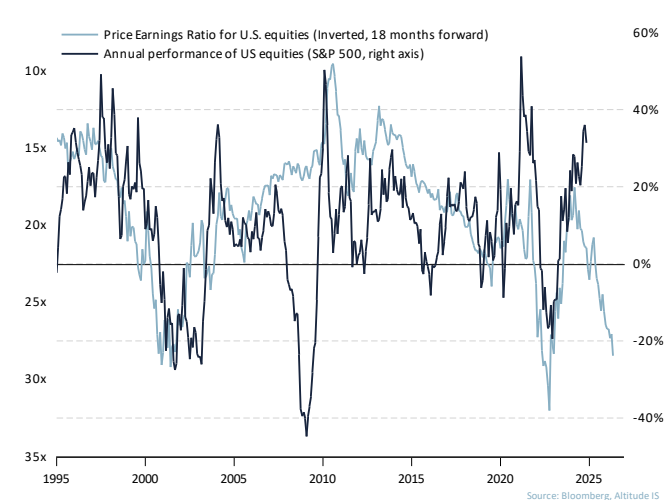


Fig. 8 – Perf. des actions, selon leur valorisation



Les marchés boursiers ont été bien trop optimistes, progressant de 50% en deux ans, tandis que les bénéfices stagnaient (cf. Graphique de la semaine). Les valorisations et l'allocation en actions des investisseurs privés étant proches de leurs plus hauts niveaux historiques (cf. Fig. 7), le risque d'une

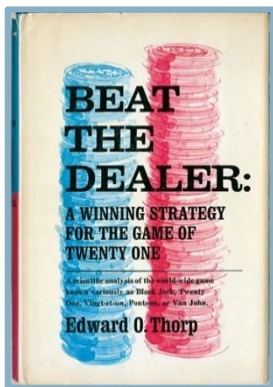


chute brutale est à son apogée (cf. Fig. 8). Sans préjuger du timing du grand saut, **les investisseurs ont intérêt à savoir, dès maintenant, où se trouvent les parachutes, sans quoi la performance de leurs portefeuilles risque de s'écraser en 2025. Heureusement, les instruments de protection sont nombreux, variés et efficaces** : réduction de l'allocation en actions, surpondération des obligations souveraines, allongement de la durée, pentification de la courbe des rendements, implémentation de stratégies de couverture, préférence pour les secteurs défensifs tels que la santé, la consommation courante et les thématiques porteuses, diversification sur les moyennes capitalisations américaines mais aussi sur la Suisse et le Royaume-Uni, la Chine et le Vietnam.

Synthèse du scénario 2025 :

- Ralentissement économique prononcé, induit par une faiblesse de la consommation des ménages
- Rebond du taux de chômage au-dessus de 5% de la population active
- Stabilisation de l'inflation légèrement au-dessus de 2%
- Baisse des taux directeurs de 4.5% à 2.0% pour la Fed, de 3.0% à 1.5% pour la BCE
- Oscillation des taux longs autour des niveaux actuels
- Pentification de la courbe des rendements en direction de 100 points de base
- Préférence pour la durée plutôt que pour le risque crédit
- Correction boursière de -20% entre le pic et le creux
- Rebond de la volatilité sur les différents marchés financiers
- Priorité aux secteurs de la santé et de la consommation courante, mais aussi de l'énergie, des minières aurifères et des médicaments anti-obésité, puis aux moyennes capitalisations américaines lorsque le creux de la récession aura été atteint
- Diversification sur la Suisse, le Royaume-Uni, les pays nordiques, mais aussi la Chine et le Vietnam
- Affaiblissement du dollar jusqu'à 1.10, puis 1.15 pour 1 euro
- Légère dépréciation du franc suisse contre l'euro grâce aux interventions de la BNS
- Rebond de la livre sterling après plusieurs années de faiblesse
- Stabilisation de l'once d'or

Conclusion :



Certains nous reprocheront d'être trop pessimistes. Nous serions tentés de leur donner raison, mais nos analyses ne ressentent aucune émotion. Elles sont basées sur les données économiques, les mathématiques et les probabilités. Grâce à cet agnosticisme et à un peu de patience, il est possible de faire fortune. C'est ce qu'expliquait Edward O. Thorp, l'auteur de la première méthode de comptage des cartes au black jack, lorsqu'il publia son livre *Beat the dealer* en 1962.

Voilà une bonne idée de lecture pour les fêtes de fin d'année. Les investisseurs avertis sauront faire le parallèle avec la forte probabilité de récession économique et l'excès de valorisation des marchés boursiers... En poussant l'analogie un peu plus loin, disons que la plupart des figures ont déjà été tirées en 2023 et 2024. Le sabot sera "froid" en 2025 !



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)
Equities							
World (MSCI)	862.5	62.20	1.0%	3.8%	20.9%	22.8%	-17.9%
USA (S&P 500)	6032	65.47	1.1%	5.9%	28.1%	26.3%	-18.1%
USA (Dow Jones)	44911	69.24	1.4%	7.7%	21.2%	16.2%	-6.9%
USA (Nasdaq)	19218	61.17	1.1%	6.3%	28.9%	44.7%	-32.5%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	498.8	49.40	0.3%	0.1%	8.7%	19.5%	-11.4%
UK (FTSE 100)	8287	59.88	0.4%	2.6%	11.0%	7.7%	4.6%
Switzerland (SMI)	11764	48.40	0.4%	-0.2%	9.1%	7.1%	-14.3%
Japan (Nikkei)	38487	45.95	-0.2%	-2.2%	16.0%	31.0%	-7.8%
Emerging (MSCI)	1079	32.97	-0.8%	-3.6%	8.1%	10.2%	-19.8%
Brasil (IBOVESPA)	125668	38.24	-2.7%	-3.1%	-6.3%	22.3%	4.7%
Mexico (IPC)	49813	35.40	-1.1%	-1.2%	-10.9%	22.4%	-5.8%
India (SENSEX)	79779	51.56	0.9%	0.6%	11.9%	20.3%	5.8%
China (CSI)	3933	49.75	1.3%	0.7%	17.5%	-9.1%	-19.8%
Com. Services (MSCI World)	122.4	57.30	1.9%	2.5%	29.1%	38.1%	-35.3%
Cons. Discretionary (MSCI World)	414.2	64.29	2.1%	7.4%	18.4%	29.5%	-31.5%
Cons. Staples (MSCI World)	285.6	60.38	1.6%	2.1%	9.3%	3.2%	-6.0%
Energy (MSCI World)	259.2	53.29	-1.7%	4.3%	10.7%	6.0%	34.5%
Financials (MSCI World)	187.1	70.78	1.0%	6.6%	29.9%	16.4%	-9.2%
Health Care (MSCI World)	371.5	48.46	2.2%	1.0%	7.9%	4.1%	-5.7%
Industrials (MSCI World)	400.1	61.40	1.1%	4.1%	19.6%	22.5%	-12.6%
Info. Tech. (MSCI World)	761.9	54.56	0.1%	4.3%	30.6%	51.4%	-30.9%
Materials (MSCI World)	332.8	44.58	0.3%	-1.9%	0.2%	12.6%	-11.0%
Real Estate (MSCI World)	1028	58.50	1.8%	2.4%	7.6%	5.3%	-26.6%
Utilities (MSCI World)	172.2	58.11	1.4%	1.0%	20.6%	1.6%	-3.8%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.52%	58.24	1.8%	0.3%	0.5%	5.7%	-16.2%
USA (Sovereign)	4.22%	61.95	1.4%	0.8%	2.2%	4.1%	-12.5%
Euro Area (Sovereign)	2.53%	73.76	1.2%	2.3%	3.3%	7.1%	-18.5%
Germany (Sovereign)	2.02%	74.19	1.2%	2.4%	2.1%	5.6%	-17.8%
UK (Sovereign)	4.22%	63.09	1.2%	1.8%	-1.2%	5.6%	-17.1%
Switzerland (Sovereign)	0.40%	75.27	0.8%	1.6%	5.8%	7.9%	-12.5%
Japan (Sovereign)	0.83%	41.50	0.2%	-0.8%	-1.8%	0.9%	-2.8%
Emerging (Sovereign)	6.84%	67.44	0.5%	1.9%	8.6%	11.0%	-17.4%
USA (IG Corp.)	5.05%	62.27	0.5%	1.8%	4.1%	8.5%	-15.8%
Euro Area (IG Corp.)	3.06%	73.16	0.5%	1.5%	5.1%	8.2%	-13.6%
Emerging (IG Corp.)	6.38%	62.23	0.3%	0.8%	7.9%	6.7%	-14.9%
USA (HY Corp.)	7.14%	73.09	0.2%	1.1%	8.7%	13.4%	-11.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.76%	83.28	0.1%	0.6%	7.5%	12.1%	-10.6%
Emerging (HY Corp.)	8.37%	72.67	0.2%	2.1%	15.3%	13.1%	-12.4%
World (Convertibles)	454.2	73.89	1.0%	4.3%	12.8%	12.3%	-18.2%
USA (Convertibles)	623.0	76.49	0.8%	6.2%	14.6%	14.6%	-20.1%
Euro Area (Convertibles)	232.3	74.14	0.6%	3.6%	14.4%	7.3%	-11.1%
Switzerland (Convertibles)	251.1	33.56	0.0%	-3.7%	-6.7%	5.8%	-19.1%
Japan (Convertibles)	223.1	52.48	0.0%	-0.2%	4.8%	7.6%	-1.8%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1584	75.73	n.a.	-0.5%	9.3%	7.8%	-6.9%
Macro	1323	63.92	n.a.	-1.7%	5.8%	1.6%	1.3%
Equity Long Only	2212	67.58	n.a.	-2.0%	12.0%	15.9%	-16.4%
Equity Long/Short	1657	75.40	n.a.	-0.2%	12.7%	7.7%	-10.7%
Event Driven	1702	73.29	n.a.	-0.4%	7.3%	7.3%	-4.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1625	93.26	n.a.	0.7%	10.6%	6.6%	2.3%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1643	81.98	n.a.	-0.4%	8.4%	7.8%	-2.0%
Credit	1584	87.04	n.a.	0.2%	7.7%	8.1%	-5.0%
Credit Long/Short	1607	90.14	n.a.	0.5%	8.6%	11.2%	-1.4%
Commodity	1759	82.25	n.a.	2.4%	12.7%	7.3%	10.5%
Commodity Trading Advisors	1314	51.95	n.a.	-3.2%	5.6%	-3.6%	5.3%
Volatility							
VIX	13.51	36.12	-11.4%	-41.7%	8.5%	-42.5%	25.8%
VSTOXX	16.96	43.49	-5.6%	-21.9%	24.9%	-35.0%	8.4%
Commodities							
Commodities (CRB)	535.7	n.a.	0.4%	0.3%	5.0%	-8.0%	-4.1%
Gold (Troy Ounce)	2626	n.a.	0.0%	-4.0%	27.3%	13.1%	-0.3%
Silver (Troy Ounce)	30.16	n.a.	-0.5%	-7.1%	26.7%	-0.7%	2.8%
Oil (WTI, Barrel)	68.72	n.a.	-4.2%	-4.5%	-4.1%	-10.7%	4.3%
Oil (Brent, Barrel)	74.27	n.a.	-2.4%	4.2%	-4.3%	-4.5%	5.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	106.25	56.50	-1.2%	1.9%	4.9%	-2.1%	8.4%
EUR	1.0532	40.42	0.4%	-3.2%	-4.6%	3.1%	-5.8%
JPY	150.36	58.50	1.2%	1.2%	-6.2%	-7.0%	-12.2%
GBP	1.2698	44.45	1.0%	-2.0%	-0.3%	5.4%	-10.7%
AUD	0.6506	43.26	0.0%	-1.2%	-4.5%	0.0%	-6.2%
CAD	1.4024	40.54	-0.3%	-0.9%	-5.6%	2.3%	-6.8%
CHF	0.8841	43.37	0.2%	-2.3%	-4.8%	9.9%	-1.8%
CNY	7.2672	27.35	-0.3%	-2.3%	-2.3%	-2.8%	-7.9%
MXN	20.424	44.42	-0.6%	-1.6%	-16.9%	14.9%	5.3%
EM (Emerging Index)	1748.6	42.31	0.2%	-0.9%	0.5%	4.8%	-4.3%
XBT	96353	n.a.	0.0%	38.6%	126.7%	157.0%	-64.3%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

