

OUTLOOK & CONVICTIONS

BANQUE PRIVÉE

#12



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Impressum

Directeur de la publication : Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking

Rédacteur en chef : Hervé Prettre, Head of Global Investment Research

Création et réalisation : Edmond de Rothschild – Coordinatrice d'édition : Ariane Girouard

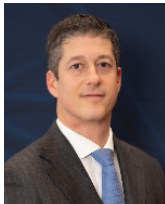
Images : Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock, Eloi Stichelbaut/polaRYSE/Gitana S.A., Taylor Yandell, Maud Bernos

Achevé de rédiger le 15 décembre 2024

sommaire

Édito par Nicolas Bickel, CFA	4
Macro-éco par Dr. Mathilde Lemoine 2025 : Investissement contre hausse des droits de douane	6
USA et Matières Premières par Manuel Maleki, Ph. D Une croissance toujours solide aux États-Unis, tandis que les prix des matières premières seraient plus dépendants des politiques américaine et chinoise	8
Actions américaines par Hervé Prettre L'exceptionnalisme américain renforcé avec l'élection de Trump	12
Dossier spécial par Darius Bakhtari et Clément Outin Des domaines sous pression en 2024, la sélectivité reste de mise en 2025	16
Actions européennes par Hervé Prettre et Anthony Toupin Les marchés actions européens restent sous pression, mais des opportunités existent	19
Actions chinoises par Xiadong Bao La Chine est l'affaire de tous	24
Obligations par Guilhem Savry Exceptionnalisme américain : quel impact pour les marchés obligataires ?	27
Obligations high yield par Alexis Foret L'environnement de marché actuel est-il favorable au segment du high yield ?	31
Mégatendance sécurité par Aymeric Gastaldi Un irrésistible besoin de résilience	34
Forex par Jean-Marc Guillot Et si l'inflation était finalement de retour ?	36

édito



Nicolas Bickel, CFA

Group Head of Investment Private Banking

2024 fut à plus d'un titre une année exceptionnelle pour les marchés financiers. En effet, rares sont les classes d'actifs ayant affiché des performances négatives. Le S&P 500 affiche plus de 59 records de valorisation cette année, ce qui n'est arrivé que quatre fois depuis 1928, et est sur le point d'afficher une deuxième année consécutive de performance de plus de 20% après les +24% de 2023. Parallèlement, les actifs « refuge » sont également au plus haut. C'est le cas de l'or qui affiche une hausse de 27% en 2024, bénéficiant notamment de la demande des BRICS en quête de diversification de leurs réserves de devises et des 146 baisses de taux cumulées effectuées par les banques centrales à travers le monde, soit le troisième plus important mouvement de l'histoire. Quant au pétrole, il traite à des niveaux proches de ceux d'une récession mondiale, ce qui est loin de la réalité économique.

En cette fin d'année, nous nous posons tous les mêmes questions : à quoi ressemblera 2025 sur les marchés financiers ? Existe-il encore suffisamment de catalyseurs pour réitérer les performances de 2024 ?

Le doute est permis car l'Europe peine à dynamiser son économie. Elle fait en effet face à une succession d'incertitudes politiques qui freine les investisseurs et pèse sur la confiance des consommateurs. Les pays émergents, Chine en tête, attendent également le rebond de la consommation et le retour des investisseurs sur les marchés financiers. Ces derniers sont inquiets face aux incertitudes liées aux impacts possibles de futures guerres commerciales sous la nouvelle administration américaine. Ceci explique des valorisations des actions généralement au-dessous des moyennes historiques tant en Europe qu'en Chine. Les marchés américains affichent quant à eux des niveaux de valorisations élevés, même sans tenir

compte des 7 Magnifiques dont la contribution à la performance de l'indice phare s'est normalisée au cours de l'année écoulée. Cette situation n'est pas l'apanage des actions aux Etats-Unis. En effet, les obligations, tous types confondus, le sont également avec des primes de risque proches des plus bas historiques. Hormis des niveaux de rendements absolus restés relativement élevés à la suite de la révision des perspectives de baisses des taux aux États-Unis, cette configuration ne témoigne pas au premier abord d'une attractivité tactique importante des obligations.

Aux États-Unis, l'élection de Donald Trump et les promesses de mise en place de politiques ultra-libérales ont également dynamisé les espoirs des investisseurs.

Certes, certains marchés sont chers, et ils peuvent tout à fait le rester encore longtemps. Plusieurs éléments soutiennent actuellement ces valorisations élevées tant sur les actions américaines que sur les obligations, tels que la résilience de l'économie dans un contexte de désinflation (même moindre qu'en début d'année) et les gains de productivité attendus. L'avènement de l'intelligence artificielle et la bascule graduelle des profits des producteurs vers les entreprises utilisatrices de ces solutions distillent leurs promesses de gains d'efficacité et de croissance des marges.

Aux États-Unis, l'élection de Donald Trump et les promesses de mise en place de politiques ultra-libérales ont dynamisé les espoirs des investisseurs et l'homme d'affaire Elon Musk a également joué un rôle important. Les financiers croient en cette fin d'année 2024 en la poursuite du « rêve MAGA » (Make America Great Again, slogan de campagne de Trump).

Pour beaucoup, Elon Musk est l'incarnation même de l'innovation et de l'efficacité à l'américaine. Il est celui qui a permis en une décennie d'apporter des innovations majeures au domaine spatial (à une fraction du coût de ses concurrents) mais aussi celui qui a réduit de près de 90% les effectifs de Twitter depuis son rachat fin 2022, tout en multipliant les gains d'efficacité et en maintenant l'innovation. La volonté d'appliquer ces méthodes à l'État américain mais également d'encourager

cette recherche d'efficience au sein de l'économie des États-Unis, avec moins de normes coûteuses pour les entreprises, est un des éléments d'espoir pour les marchés financiers, qui acceptent les valorisations actuelles.

Le rêve de D. Trump et E. Musk est celui d'une Amérique plus productive, plus efficiente, avec un gouvernement moins dépensier permettant de compenser pour les finances publiques les effets des baisses d'impôts. Une déréglementation accrue pourrait accélérer plus encore l'innovation, et permettre aux États-Unis de conserver leur avance technologique et économique qui a établi leur domination sur les marchés financiers mondiaux depuis la crise financière de 2008.

Les marchés financiers vont donc aborder 2025 avec beaucoup d'espoirs mais également beaucoup d'attentes.

À ce titre, les marchés estiment que le mandat « Trump 2 » pourrait ressembler au premier mandat de R. Reagan avec à la clef une hausse de la productivité. Celle-ci était passée de 0.85% par an sous la présidence Carter à exactement le double sous Reagan, soit 1.7% en variation annuelle. Certes Joe Biden laisse derrière lui une hausse de la productivité robuste (+2%), d'où la nécessité pour D. Trump d'agir vite et fort afin de conforter les attentes que les investisseurs ont anticipé sur les marchés.

Les marchés semblent actuellement acheter ce changement de paradigme et accorder moins d'attention aux risques potentiels d'abus de pouvoir, de conflits d'intérêts et de détérioration du service public.

Les marchés financiers vont donc aborder 2025 avec beaucoup d'espoir mais également beaucoup d'attentes, qui si elles tardent à se matérialiser pourront entraîner des contractions des multiples élevés sur lesquels les marchés traitent et des écarts de spreads de crédit pouvant mener à une correction des marchés actions ou des obligations.

La sélectivité et la réactivité seront donc plus que jamais de mise en 2025 tant sur les marchés européens que sur les marchés émergents, qui peuvent créer la surprise à moyen terme avec un

retour des consommateurs, de la stabilité politique et des mesures de soutien de la croissance et de l'innovation. 2025 sera aussi à nos yeux l'année du renforcement de la thématique de la sécurité, soutenue par la montée du protectionnisme et des tensions géopolitiques, dans un contexte de hausse continue des cyberattaques et du repli probable du « gendarme américain » à travers le monde.

Dans cette édition, nous vous présentons nos perspectives économiques sur les principales zones économiques mondiales et détaillons les implications de cet « exceptionnalisme américain » sur les marchés actions et obligations. Nous analysons la situation des marchés financiers européens et chinois et détaillons les opportunités qu'ils offrent. Pour finir, nous détaillons l'attractivité des obligations « high yield » et les tendances sur les marchés des devises.

J'espère que vous apprécierez la lecture de cette nouvelle édition et vous souhaite de très belles fêtes et une bonne année 2025.



▶ Visionnez
la vidéo

2025 : INVESTISSEMENT CONTRE HAUSSE DES DROITS DE DOUANE

- » Le relèvement des droits de douane américains impacterait négativement la croissance...
...mais les politiques budgétaires intérieures américaines et chinoises sont expansionnistes
- » Le caractère inflationniste des droits de douane pourrait être limité
par la dépréciation des monnaies vis-à-vis du dollar
- » La zone euro cumule les handicaps tout en souffrant de sa
perte de compétitivité due à la crise énergétique
- » Une poussée inflationniste due à une forte réduction de l'immigration aux États-
Unis engendrerait un mouvement déstabilisateur de « flight to quality »

Malgré les tensions géopolitiques et la réélection de Donald Trump, notre scénario macroéconomique est toujours d'actualité. **Comme nous l'avons anticipé, la croissance américaine est solide, l'activité économique a résisté en Chine malgré la crise immobilière persistante et la zone euro a décroché.**

La croissance mondiale n'a finalement pas ralenti puisqu'elle a atteint 2.7% en 2024 comme en 2023. Les conditions de crédit se sont desserrées grâce à des politiques monétaires plus accommodantes. Le ralentissement de l'inflation a consolidé le pouvoir d'achat des ménages. Aux États-Unis, le dynamisme de l'investissement a soutenu la croissance qui a été de près de 3% durant les trois premiers trimestres de 2024. Comme nous l'avons analysé, les politiques d'investissement pour la neutralité carbone, la souveraineté, la réduction de la dépendance à la Chine ont constitué un soutien puissant de l'activité économique et ont limité l'ampleur du ralentissement.

L'élection de Donald Trump est bien sûr un « game changer », mais elle renforcerait le phénomène de reconfiguration de l'économie mondiale actuellement à l'œuvre en réaction à la guerre sino-américaine. Cette reconfiguration se caractérise par une stabilisation des flux entre les États-Unis et la Chine, une forte augmentation des échanges entre les États-Unis et l'Asie hors Chine, un renforcement de la régionalisation asiatique et des échanges entre le Mexique et les États-Unis, des

politiques économiques au service de la souveraineté y compris en matière de transition énergétique, un accroissement du prix de l'énergie pour les Européens et des gains de parts de marché pour les entreprises chinoises vis-à-vis des entreprises européennes.

Mon analyse structurelle géoéconomique qui sous-tend l'élaboration de nos scénarios macroéconomiques depuis le premier mandat de Donald Trump reste donc centrale pour nos prévisions. Elle nous conduit à persister à anticiper une croissance dynamique aux États-Unis de 2.1% en 2025, une croissance chinoise de 4.7% et une croissance toujours faible en zone euro de 0.6%. L'investissement américain et chinois, ainsi que la dépréciation des monnaies vis-à-vis du dollar pourraient partiellement compenser l'effet négatif de la hausse des droits de douane.

Une remontée des droits de douane sur les importations américaines a, en effet, un impact négatif sur la croissance mondiale, et en particulier sur la croissance américaine et chinoise. Mais, l'ampleur de leur relèvement n'est pas connue, car elle dépend des négociations que l'administration Trump va engager avec leurs partenaires commerciaux. Si on fait l'hypothèse d'une hausse des droits de douane de 10% sur les importations américaines et de 60% pour les importations américaines en provenance de Chine, la croissance mondiale serait amputée de 0.5 point

de %, le commerce mondial de -3.3 points de % et les croissances américaine et chinoise de 1.3 point de % chacune. La croissance de la zone euro serait impactée à hauteur de -0.6 point de %.

Cet exercice théorique, sans mesures de rétorsion, ne tient pas compte des politiques économiques mises en œuvre. Or l'économie américaine bénéficierait en contrepartie de la prorogation de la grande réforme fiscale « Tax cuts and Job Act » et de baisses d'impôt supplémentaires de nature à soutenir l'investissement privé malgré l'incertitude géopolitique. L'économie chinoise serait elle aussi soutenue par les mesures de soutien à la consommation et à l'investissement, mais aussi par la politique monétaire accommodante. Comme depuis 2018, l'impact négatif des droits de douane pourrait être partiellement compensé par une dépréciation du RMB et par une réorganisation des flux de commerce. L'ASEAN est devenu le premier client de la Chine devant les États-Unis et l'Union européenne.

**Mon analyse structurelle
géoéconomique nous
conduit à persister à
anticiper une croissance
dynamique aux États-
Unis de 2.1% en 2025, une
croissance chinoise de 4.7%
et une croissance toujours
faible en zone euro de 0.6%.**

Quant à l'Europe, non seulement elle est particulièrement vulnérable à la guerre tarifaire, mais elle n'a pas mis en place d'amortisseur. D'une part, l'Union européenne constitue le deuxième déficit commercial des États-Unis après la Chine. C'est une « mini-Chine » selon Donald Trump. De plus, le nouveau président américain connaît la facilité avec laquelle il est possible de diviser les Européens. Or l'émergence d'un processus coopératif dépend de la crédibilité des mesures de sanction en cas de non-respect des règles du jeu. Cette crédibilité sera d'autant plus faible que les pays européens défendront leurs intérêts nationaux. Enfin, les Européens sont particulièrement sensibles au développement des mesures coercitives, des sanctions et des restrictions, car ils sont très dépendants des chaînes de valeur mondiales. La participation des entreprises européennes aux chaînes de valeur mondiales est deux fois plus élevée que celle des entreprises américaines et chinoises par les importations et

trois fois plus élevée par les exportations de biens intermédiaires. Les États-Unis sont loin devant la Chine en tant que fournisseurs de produits nécessaires au réseau de production européen.

Le secteur exportateur européen serait toutefois aidé par la dépréciation de l'euro, mais qui devrait être inflationniste. En effet, le dynamisme américain va engendrer un rythme d'inflation un peu plus rapide même s'il va rester contenu par une productivité 8 fois plus rapide qu'en zone euro. Les États-Unis risquent d'exporter leur inflation vers l'Europe, ce qui pèserait sur la consommation des ménages européens et le secteur immobilier. En effet, un tel scénario conduirait la Banque centrale européenne à avoir une politique monétaire déconnectée de la faiblesse des fondamentaux européens. Parallèlement, la consolidation budgétaire se poursuivrait en zone euro et les finances publiques françaises font peser une prime de risque négative sur l'ensemble de la zone euro qui limite les perspectives d'investissement.

C'est pourquoi nous continuons d'anticiper une croissance de 0.6% en 2025 en zone euro. Cette moyenne masque de fortes disparités entre les pays. L'Espagne et le Portugal connaîtraient une croissance plus dynamique grâce au déploiement du Fonds européen NextGenEU, comme les pays de l'est de l'Europe. L'Allemagne serait toujours affectée par le repli de la demande automobile et la concurrence chinoise, mais elle a des marges de manœuvre budgétaires contrairement à la France.

Un tel scénario conduirait la Réserve fédérale à stopper prématurément son cycle de baisse des taux d'intérêt, ce qui pourrait engendrer un relèvement des taux à 10 ans par rapport à notre prévision de 3.8% fin 2025. Cette politique monétaire exercerait des pressions baissières sur les monnaies asiatiques, mais aussi sur les monnaies refuges, si la hausse des droits de douane était généralisée.

Le véritable risque est le caractère potentiellement inflationniste de la politique américaine et en particulier d'une réduction drastique de l'immigration. C'est pourquoi, au-delà de notre scénario central, notre économiste États-Unis propose un deuxième scénario, dit extrême, qui engendrerait une forte chute de la croissance américaine avec une reprise significative de l'inflation. Il déclencherait un « flight to quality » et une probabilité accrue de crise des finances publiques en zone euro.

Dr. Mathilde Lemoine
Group Chief Economist

UNE CROISSANCE TOUJOURS SOLIDE AUX ÉTATS-UNIS, TANDIS QUE LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES SERAIENT PLUS DÉPENDANTS DES POLITIQUES AMÉRICAINES ET CHINOISES



Base Gitana, Lorient

- » Dans notre scénario central, les baisses d'impôts et la hausse des droits de douane promises par Donald Trump lors de sa campagne devraient se traduire par une croissance autour de 2% en 2025 et 2026, ainsi que par une inflation qui dépasserait les 3% en 2025 et qui serait légèrement en dessous de ce chiffre en 2026.
- » Nous considérons que le renvoi de 2 millions de personnes par an hors des États-Unis serait un scénario extrême qui aurait un fort impact négatif sur la croissance qui pourrait alors s'établir à 1% en 2025 et qui provoquerait une accélération de l'inflation à 3.6%.
- » Dans le même temps, le prix des matières premières serait largement influencé par la politique américaine à travers l'impact sur le dollar et par la politique chinoise à travers la stimulation de sa demande.
- » Cependant, les éléments propres à chaque matière première auraient un impact certain. Nous anticipons que le prix de l'or noir pourrait se retrouver sous pression, tandis que les métaux de la transition énergétique pourraient bénéficier des politiques industrielles et de la sortie progressive des énergies fossiles.

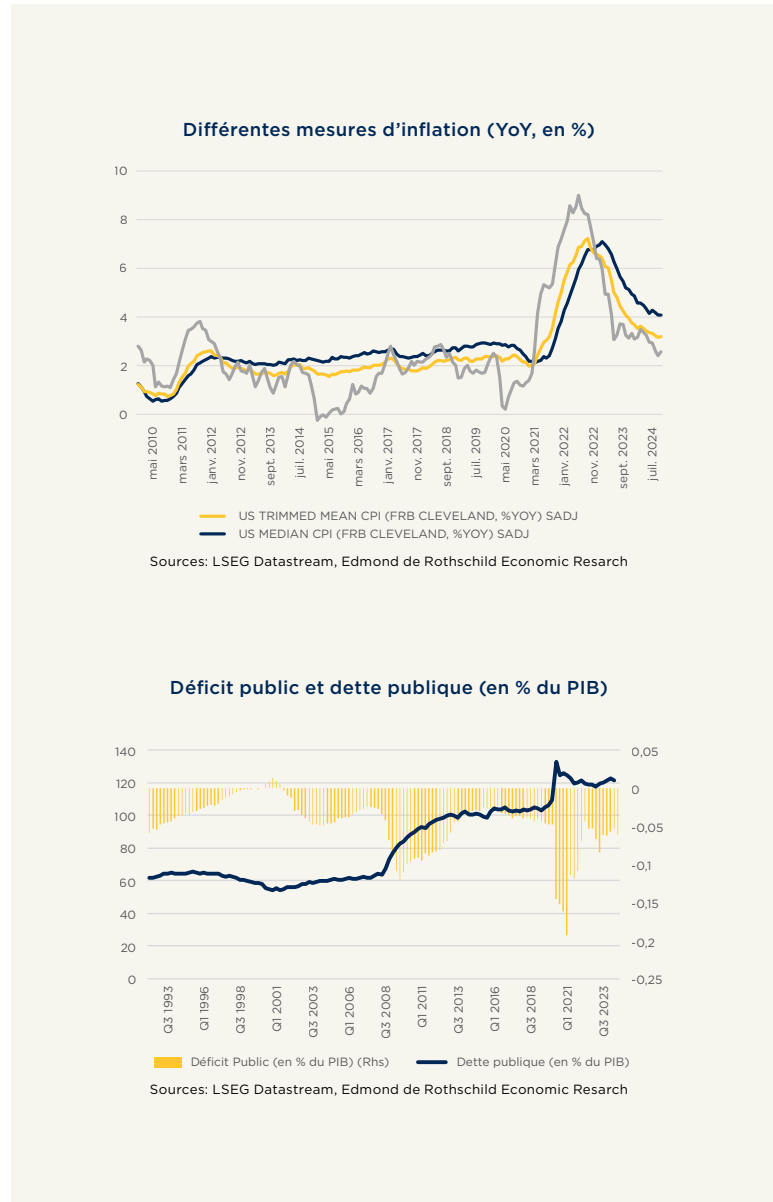
L'élection de Donald Trump devrait se traduire par l'application d'une partie de son programme. Il devrait donc mettre en place sa politique de réduction des impôts ainsi que des hausses de droit de douane. En parallèle, sa politique migratoire se traduirait a priori surtout par une diminution du nombre d'arrivées plutôt qu'un renvoi massif des immigrants illégaux. Ainsi, la croissance pourrait être un peu moins dynamique en 2025 et 2026 par rapport à 2024 et, dans le même temps, l'inflation pourrait accélérer en 2025 avant de ralentir en 2026.

Compte tenu des fortes incertitudes liées à l'arrivée au pouvoir de Donald Trump, nous avons élaboré deux scénarios : un scénario central où le nouveau Président applique l'intégralité des baisses d'impôts, l'intégralité de la hausse des droits de douane, et réduit les flux de migrants sans accroître les reconduites à la frontière. Le second scénario, qui n'est pas notre scénario central, est un scénario extrême qui se caractérise par une politique migratoire appliquant à la lettre le programme de campagne de Donald Trump, c'est-à-dire le renvoi en 4 ans de 8 millions de personnes en situation d'illégalité.

SCENARIO CENTRAL : UN PEU MOINS DE CROISSANCE ET UN PEU PLUS D'INFLATION

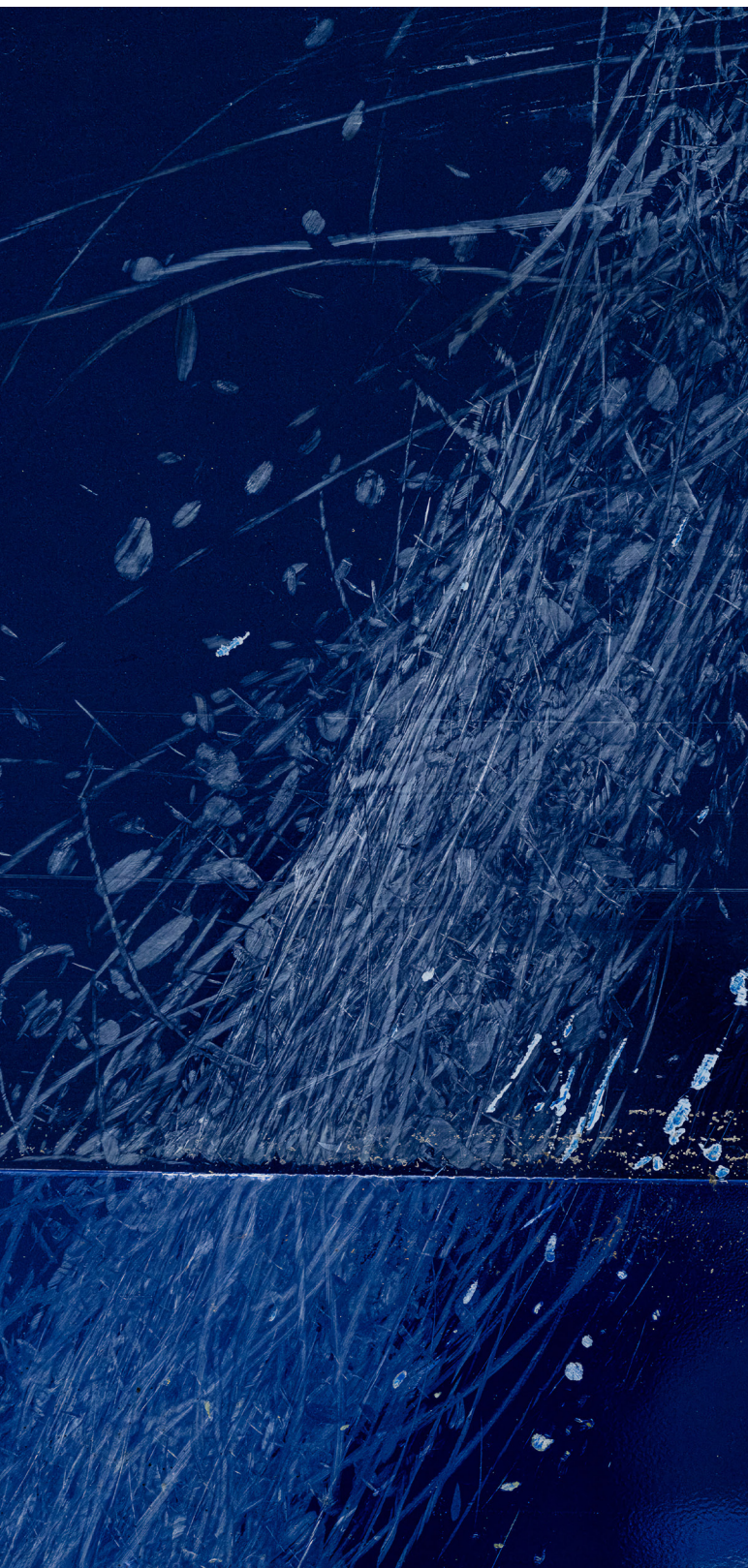
Après une croissance économique qui devrait atteindre 2.4% en moyenne annuelle en 2024, l'année 2025 devrait se caractériser par une croissance moins dynamique qui devrait s'établir à 2.1% en moyenne annuelle. Ce ralentissement devrait trouver ses racines dans une consommation des ménages moins forte, en lien avec la normalisation du marché du travail et une légère hausse du chômage qui demeurerait toutefois en dessous de 4.5%. Ceci s'accompagnerait d'une croissance du pouvoir d'achat en ralentissement.

Parallèlement, l'inflation repartirait à la hausse, et pourrait atteindre 3.3% en moyenne annuelle (après 2.9% en 2024) en lien avec la politique protectionniste du nouveau président américain qui appliquerait les hausses promises de taxes aux importations (60% pour les produits chinois et 10% pour les produits européens). Ceci provoquerait un accroissement du coût des importations d'environ 300 milliards de dollars (Mds), soit 1% du PIB, ce qui grèverait fortement le budget des ménages. Cette charge ne serait que partiellement compensée par les baisses d'impôts, puisqu'il faudra attendre 2026 pour



que les effets des réductions d'impôts (environ 700 Mds de dollars) soient pleinement ressentis. En 2025, les nouvelles baisses d'impôts, comme l'exemption des taxes sur les pourboires, pourraient atteindre 200 Mds de dollars. Ainsi, la croissance des exportations resterait légèrement positive tandis que celle des importations serait négative, faisant du commerce extérieur un léger moteur de croissance.

Le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche se caractérise aussi par un fort niveau d'incertitude quant à l'impact de sa politique sur les



Légende Gitana

entreprises. Même si ces dernières seraient favorisées par des baisses d'impôts, une hausse des droits de douane et une réduction du nombre d'immigrés entrant aux États-Unis pourraient en revanche assombrir leurs perspectives de croissance. Dès lors, nous anticipons que la croissance des investissements devrait ralentir en 2025 et 2026.

L'ensemble de ces politiques devrait avoir un impact inflationniste, la hausse des prix pourrait donc atteindre 3.3% en moyenne annuelle en 2025 avant de reculer à 2.8% en 2026. Dans ce cadre, les finances publiques devraient continuer de se dégrader avec un déficit élevé et une dette en hausse.

Naturellement, les perspectives de l'économie américaine sont sujettes à de nombreuses incertitudes susceptibles d'influencer fortement la croissance et l'inflation. Par exemple, une application stricte du programme migratoire du nouveau président pourrait impacter négativement la croissance et stimuler l'inflation, exposant les entreprises à faire face à de nombreux défis.

SCENARIO EXTRÊME : UN PROGRAMME DE RUPTURE QUI SE TRADUIRAIT PAR BEAUCOUP MOINS DE CROISSANCE ET BEAUCOUP PLUS D'INFLATION

Dans le cas où Donald Trump appliquerait l'intégralité de son programme sur le volet migratoire, l'impact économique serait fort avec une croissance qui s'établirait à 1% du fait du recul de la consommation des ménages et des investissements en net ralentissement à cause de l'incertitude engendrée par cette politique. En 2026, les effets de la baisse des impôts se ferait pleinement sentir, ce qui permettrait de compenser en partie les impacts négatifs des renvois aux frontières.

Les prix des matières premières devraient être fortement influencés par la situation chinoise et l'évolution de la politique américaine.

L'inflation, quant à elle, connaîtrait un fort rebond à cause du manque de main d'œuvre qui provoquerait un choc d'offre avec des hausses de salaires et des difficultés de production dans de nombreux secteurs, comme celui de l'énergie, où 4% des employés sont des personnes sans papiers. Ainsi, l'inflation moyenne serait de 3.6% en 2025 et 2.9% en 2026. De plus, ce choc sur le marché du travail et le départ de deux millions de personnes auraient un impact négatif sur la consommation.

MATIÈRES PREMIÈRES : POLITIQUES AMÉRICAINE ET CHINOISE COMME PRINCIPAUX CATALYSEURS

En plus des caractéristiques propres à chaque produit, les prix des matières premières devraient être fortement influencés par deux éléments : la situation chinoise et l'évolution de la politique américaine et son impact sur le dollar. Des plans de soutien importants à l'économie chinoise seraient un facteur de maintien ou de hausse des cours, en particulier pour les métaux industriels et les produits énergétiques. Toutefois, une appréciation du billet vert aurait un impact négatif sur les prix puisque cela obligerait les importateurs non américains à payer un prix plus élevé pour leurs produits. Du côté du pétrole, le prix pourrait se trouver sous pression du fait d'une croissance de la demande peu dynamique et d'une offre attendue pour 2025 plus importante. Les métaux industriels de la transition énergétique et en particulier le cuivre pourraient voir leurs cours soutenus par les politiques de transition et les politiques industrielles.

Il est toutefois important de garder à l'esprit que les importantes incertitudes tant géopolitiques que tarifaires pourraient générer une volatilité importante sur le marché des matières premières.

En conclusion, dans notre scénario central, les États-Unis, sous l'impulsion de l'Administration Trump, continueraient d'être un moteur de croissance malgré un léger ralentissement de croissance (qui s'établirait à 2.1% en 2025 et 2% en 2026) et une accélération de l'inflation (3.3% en 2025 et 2.8% en 2026). Un scénario extrême caractérisé par l'application stricte du programme de campagne consistant à renvoyer 2 millions de migrants illégaux par an se traduirait par une croissance nettement plus faible avec 1% en 2025 et une inflation plus forte 3.6% en 2025. Du côté des matières premières, l'évolution des prix devrait être liée à deux principaux facteurs : l'évolution du dollar et l'intensité des possibles plans de relance chinois. Il est également nécessaire de tenir compte d'éléments propres à chaque produit. Ainsi, le prix du pétrole pourrait se trouver sous pression à cause d'une croissance de la demande modeste et d'une offre plus dynamique, alors que les métaux de la transition énergétique pourraient bénéficier positivement des politiques de décarbonation et des politiques de réindustrialisation. Tout cela s'inscrirait dans un contexte marqué par une forte volatilité.

Manuel Maleki, Ph. D.

Senior Economist US & Commodities

L'EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN RENFORCÉ AVEC L'ÉLECTION DE TRUMP

Le marché actions américain a connu une performance exceptionnelle en 2024, soutenue par une économie résiliente et une baisse de l'inflation puis renforcée par l'élection de Donald Trump. Le S&P 500 a surperformé ses pairs, tendance qui devrait se poursuivre à l'avenir vu le renforcement de l'exceptionnalisme américain probable avec le nouveau Président.



UNE SURPERFORMANCE MANIFESTE APPELÉE À DURER

Avant l'élection, l'enthousiasme des investisseurs sur les actions américaines était déjà élevé en raison d'attentes de baisses de taux et de la résilience de la croissance du pays. Un autre moteur était la poursuite de la hausse des bénéfices, notamment dans le domaine de l'Intelligence Artificielle (IA), et depuis le second trimestre 2024 dans la plupart des secteurs de l'économie. Ces attentes de profits supérieurs ont été encore dopées par les perspectives de baisses d'impôts promises par le Président élu. Le marché américain semble même se découpler du reste du monde, en raison de la croissance résiliente des États-Unis face aux incertitudes en Chine et à la stagnation de l'Europe.

Nombre d'investisseurs voient les « bonnes mesures » de Trump pour le marché actions, la baisse de la fiscalité et la déréglementation intervenir avant et de manière plus certaine que les « mauvaises mesures » pour la Bourse, comme l'expulsion de migrants illégaux et les droits de douane sur les importations. Ainsi, le S&P a eu une performance de près de +5% depuis l'élection de Trump, l'indice brésilien Bovespa a perdu -9% en dollars, l'indice de Hong Kong Hang Seng a abandonné -5%, alors que l'indice Stoxx Europe 600 perdait -3% (également en dollars). L'exceptionnalisme américain se reflète ainsi dans les marchés actions.

Cette surperformance américaine devrait se poursuivre : le programme de Trump (surnommé par certains financiers le «rêve MAGA») est favorable aux profits des entreprises américaines, la Fed conserve un biais baissier de ses taux et la croissance US reste robuste du fait de la résilience du consommateur et des dépenses publiques élevées. À court terme, la saisonnalité des marchés est toujours historiquement positive jusqu'en mai, y compris après des élections. Certes, l'exposition actions des investisseurs est très élevée mais moins qu'à de précédents niveaux de pics de marchés. Qui plus est, de nombreux observateurs relatent que Trump s'intéresse beaucoup aux performances du S&P 500, voire le considère comme un baromètre de sa politique. Le mouvement de déréglementation pourrait ne pas être pleinement intégré aux niveaux actuels.

Par conséquent, un grand bond en avant de productivité pourrait être observé, comme lors

du premier mandat Reagan ou Thatcher. Avec Elon Musk à la tête du nouveau Département de l'efficacité gouvernementale, il est difficile d'entrevoir où va s'arrêter la restructuration de l'action publique. Certains mentionnent même la possibilité de privatiser la conquête spatiale, la réglementation de la communication ainsi que potentiellement d'autres services publics. L'objectif est aussi d'alléger de manière drastique un grand nombre de normes coûteuses pour les grandes sociétés, et probablement des gains de productivité par rapport à la gestion publique.

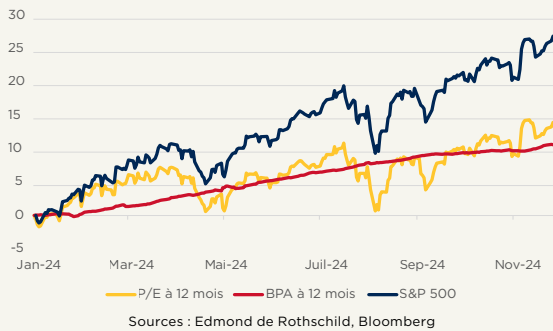
Le programme de Trump est favorable aux profits des entreprises américaines.

Les investisseurs s'attendent donc à ce que le S&P continue à performer en 2025 sous fond d'impulsion de politique pro-marché de la part de l'administration Trump. Un point d'inquiétude revient souvent : les valorisations du S&P 500 et de la Technologie en particulier sont élevées. Mais ceci n'est qu'une partie de l'équation. En effet, en 2024, la moitié de la performance du S&P 500 s'explique par la hausse des bénéfices et l'autre moitié par l'expansion des multiples. Si on ne peut pas attendre une expansion des multiples en 2025 vu les niveaux actuels, nous estimons que les bénéfices et les marges devraient continuer à soutenir le marché : les anticipations de BPA (bénéfices par action) sont de +10% pour 2024 et +14% pour 2025. Cela peut paraître élevé, mais les derniers trimestres ont montré une capacité hors pair des sociétés américaines à dépasser les attentes, en moyenne de 5% par rapport aux bénéfices prévus (voir graphique 1). De plus Nvidia et Broadcom, deux des locomotives des bénéfices du S&P500, ont dévoilé des perspectives au-dessus des attentes (même si la croissance des bénéfices de Nvidia était en dessous des attentes les plus optimistes), qui pointent vers la poursuite de l'investissement robuste en IA.

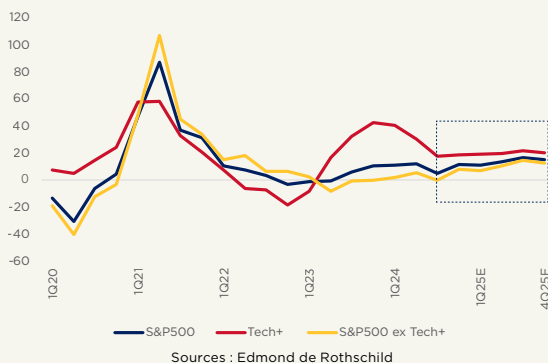
UNE NOUVELLE DONNE SUR LE LONG TERME

Sur le long terme, nous estimons que l'exceptionnalisme américain devrait se renforcer et doper la croissance des entreprises du pays. En effet, les consommateurs américains dépensent, contrairement aux Européens et aux Chinois qui

La performance du S&P 500 cette année a été tirée à la fois par une expansion des multiples de valorisation comme des attentes en hausse de bénéfices par action



La croissance des bénéfices des secteurs hors technologie du S&P 500 devrait accélérer tandis que celle du secteur technologique se normalise



épargnent. Les baisses d'impôts pour les particuliers devraient renforcer cette tendance. Les déficits publics aux États-Unis soutiennent les entreprises et les consommateurs, or le mandat Trump pourrait se traduire par une hausse des déficits de 7'500 milliards sur 10 ans selon certaines projections. Les dépenses sociales, déjà basses aux États-Unis (19% du PIB, contre 28% en Allemagne et 32% en France) devraient encore baisser. De ce fait l'investissement des États-Unis sera d'autant plus tourné vers la productivité, et non l'aide sociale.

Le cycle de déréglementation probable sous Trump devrait quant à lui encore accroître le laisser-faire traditionnel de Washington, tandis que Bruxelles et Pékin préfèrent piloter leurs économies. L'observation de ces 40 dernières années a montré quelle méthode est plus favorable aux entreprises. L'Amérique de Trump devrait se rapprocher, du moins en ambition, du modèle libéral d'avant le New Deal des années 1930 : un capitalisme peu limité par l'État, l'autorégulation et le marché remplaçant la main visible de l'État, tout en protégeant le marché intérieur. Ceci intervient après une politique plus à l'européenne de Joe Biden, basée sur des grands plans de relance publics et une réglementation renforcée.

Sur le long terme, nous estimons que l'exceptionnalisme américain devrait se renforcer et doper la croissance des entreprises du pays.

Enfin, l'Amérique devrait continuer de bénéficier d'un atout clé par rapport à l'Europe, la Chine et le Japon : sa démographie. Même en cas d'expulsion de migrants illégaux, le premier mandat Trump a démontré la différence entre les chiffres annoncés pendant la campagne et la réalité : de 2016 à 2020, 400 000 étrangers avaient été expulsés. La vigueur démographique des États-Unis devrait se poursuivre. L'Amérique bénéficie de gains de productivité importants, notamment grâce à une maîtrise des technologies et un rôle important des entreprises technologiques dans l'indice (38% du S&P 500, contre 7% du Stoxx 600 Europe).

Au niveau sectoriel, nous estimons que la performance des secteurs au sein du S&P 500 devrait continuer sur la trajectoire constatée depuis août 2024, i.e. une performance plus linéaire entre les secteurs. D'ailleurs, sur 2024, seule Nvidia parmi les 7 Magnifiques de 2023 subsiste dans le Top 10 des performances du S&P 500, aux côtés de United Airlines, le fabricant de tasers Axon ou le prestataire de services aux collectivités Constellation Energy ! Cette

actions américaines

performance moins tirée par la Technologie devrait ainsi se poursuivre en 2025. Les attentes de bénéfices sont en effet plus homogènes entre les secteurs alors que, jusqu'au premier trimestre 2024, le S&P 500 hors Tech avait une croissance des bénéfices négative (voir graphique 2).

Un autre catalyseur de la performance attendue par secteur est, là aussi, la nouvelle Administration Trump, après sa victoire à la course à la Maison Blanche et sa majorité au Congrès. Le marché devrait continuer de plébisciter les secteurs exposés à sa politique, particulièrement les Financières, la Consommation Discrétionnaire (dont l'Automobile et la construction individuelle), le Pétrole ainsi que la Technologie, et certaines sociétés industrielles produisant et vendant aux États-Unis. Néanmoins, la sévérité avec laquelle Trump pourrait restreindre sa politique commerciale demeure une épée de Damoclès pour les sociétés internationalisées. En cas de regain de tensions avec la Chine notamment, les secteurs les plus à risque sont les Industrielles exportatrices produisant une part importante en Chine, les Matériaux, certains pans de la Technologie (semi-conducteurs en particulier) ou encore les fournisseurs d'énergie renouvelable.

UNE DÉCORRÉLATION PAR RAPPORT AUX AUTRES PRINCIPAUX MARCHÉS

Nous restons neutres sur les actions internationales par rapport à notre recommandation de surpondération sur les États-Unis. L'élection de D. Trump nourrit les incertitudes en Europe et son programme, même appliqué partiellement, pénalisera certainement l'économie et plusieurs exportateurs européens. La hausse du dollar est un atout pour un investisseur européen, ce qui devrait doper l'appétit pour les titres du S&P et limiter l'intérêt pour un investisseur en dollars d'acheter des titres en euro. Ceci n'est pas une nouveauté : l'attrait des actions américaines est tel que, depuis 2010, tous les secteurs du S&P 500 ont surperformé leur homologue sectoriel du Stoxx Europe 600. Cette tendance devrait être renforcée par la vigueur de l'économie américaine par rapport à l'euro-péenne, les projets de baisse de fiscalité du nouveau président américain et, enfin, les inquiétudes économiques et politiques en France et dorénavant en Allemagne.

Quant aux actions chinoises, elles devraient être dans le viseur du nouveau Président, avec des droits de douane potentiellement de 60% sur les importations depuis les États-Unis, soit le niveau exact de la différence de coût de production entre les deux pays. Cette perte de compétitivité à l'exportation vers les États-Unis pourrait ne pas être pleinement compensée par des mesures de soutien de la consommation domestique en Chine.

En conclusion, les actions américaines devraient continuer sur leur dynamique, avec une plus grande participation des secteurs à la performance de l'indice. La sélectivité reste néanmoins de mise, en s'exposant par exemple à des secteurs qui devraient davantage profiter de la nouvelle Administration Trump. Les secteurs exposés à des mégatendances, comme la sécurité (voir page 34) pourraient également poursuivre leur surperformance.

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

DES DOMAINES SOUS PRESSION EN 2024, LA SÉLECTIVITÉ RESTE DE MISE EN 2025

Le luxe a été impacté par la faiblesse des achats de clients chinois, son premier marché, et le risque de droits de douane sur les États-Unis, son second marché. Une stabilisation devrait néanmoins être observée en 2025. L'automobile européenne pourrait encore être sous pression, tandis que les constructeurs américains pourraient être davantage protégés de la concurrence.



Château Clarke, Listrac-Médoc, France

LUXE : ÉMERGER ENTRE LA FAIBLESSE DU MARCHÉ CHINOIS ET LES DROITS DE DOUANE DE TRUMP

Les dépenses mondiales dans le secteur du luxe devraient atteindre près de 1,5 milliard d'euros en 2024, chiffre relativement stable par rapport à 2023, avec un taux de croissance estimé entre -1 et 0% d'une année sur l'autre, très en deçà des hausses de +5% à +9% observées de 2020 à 2023.

Le marché des produits de luxe personnels pourrait en effet connaître son premier ralentissement depuis la crise financière de 2008. Aujourd'hui, environ 50 millions de consommateurs de produits de luxe ont renoncé à acheter des sacs et autres articles de marques d'après un rapport du consultant Bain & Company. Seul un tiers des marques de luxe termineront l'année avec une croissance positive, toujours selon Bain, contre deux tiers l'année dernière. Cette situation s'explique par l'incertitude économique mondiale, en particulier en Chine, où la baisse de la demande sur ce marché clé, faisant suite à la crise immobilière et à la déflation des prix, est préoccupante. Second vent contraire : la forte augmentation des prix dans le secteur du luxe depuis 2020 signifie que les clients dits « aspirationnels » de la génération Z, dont les salaires n'ont pas augmenté au même rythme que les prix, sont moins enclins à acheter des produits de luxe. Ceci est moins vrai pour les produits à prix élevés de luxe absolu, qui s'adressent à une clientèle très aisée, moins impactée par l'inflation. Finalement, les risques de droits de douane aux États-Unis sont une autre source d'inquiétudes pour les maisons de luxe européennes.

**À l'horizon 2030, le
marché du luxe devrait
ainsi s'engager sur une
trajectoire positive, avec un
marché adressable élargi.**

Cependant, une reprise graduelle d'ici fin 2025 est toujours envisageable. Premièrement en Chine en raison des mesures de relance, deuxièmement aux États-Unis en cas de mise en œuvre rapide des baisses d'impôts par Trump, et troisièmement au Japon, qui bénéficie d'un effet de change favorable pour les

touristes asiatiques. Par ailleurs, les marchés émergents représentent de nouvelles voies de croissance potentielle, comme l'Amérique latine, l'Inde, l'Asie du Sud-Est et l'Afrique, qui devraient collectivement compter plus de 50 millions de consommateurs de luxe de la classe moyenne supérieure d'ici 5 ans. À l'horizon 2030, le marché devrait ainsi s'engager sur une trajectoire positive, avec un marché adressable élargi. L'innovation devrait également doper les ventes, en particulier l'entrée dans de nouveaux domaines, comme le sportswear chic ou les cosmétiques haut de gamme.

AUTOMOBILE : DES DIFFICULTÉS STRUCTURELLES POUR LES CONSTRUCTEURS EUROPÉENS, LE BOUCLIER TRUMP POUR LES AMÉRICAINS

Le secteur automobile est en proie depuis plusieurs années à des difficultés qui ont mis à mal son activité. Alors que les confinements de 2020 ont mis à l'arrêt la production, la reprise post-pandémique de 2021 a été limitée par des pénuries de composants du fait des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. 2023 a été meilleure en raison des hausses de prix, du lancement de nouveaux modèles et du succès des véhicules électriques (VE) avec l'aide de subventions publiques. Les espoirs de poursuite du rebond en 2024 pour les constructeurs européens ont été douchés par la décélération des ventes de VE faisant suite à l'arrêt de subventions et au moindre appétit des consommateurs, mais surtout à l'émergence rapide de modèles chinois. De plus, le lancement de nombreux modèles au moment de la décélération du marché a entraîné une baisse des prix et une série d'avertissements successifs sur les résultats des entreprises européennes.

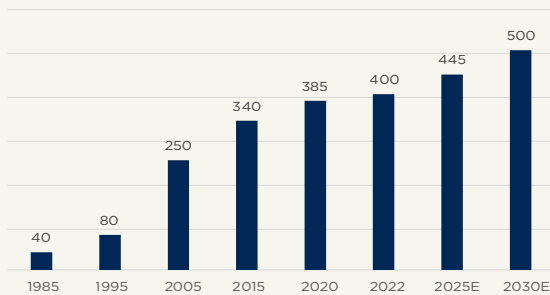
**Aux États-Unis, les
constructeurs connaissent
une meilleure situation :
un marché des VE protégé
et de moindres pressions
réglementaires.**

Outre les difficultés conjoncturelles, des menaces structurelles existent sur le secteur européen, comme le risque de poursuite des

gains rapides de parts de marché des producteurs chinois, et ce malgré les droits de douane européens imposés aux constructeurs chinois en 2024. La menace de tarifs douaniers accrus sur les exportations vers les États-Unis est sérieuse, et l'environnement réglementaire européen peu favorable, comme l'illustre le risque d'amendes européennes colossales pour les constructeurs ne vendant pas assez de VE en Europe

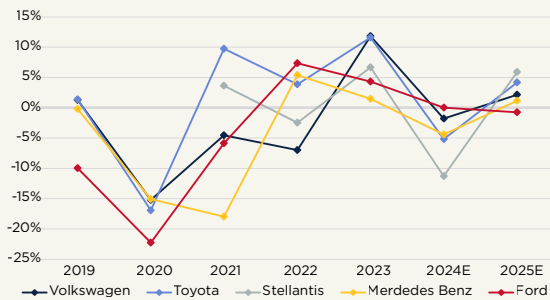
en 2025. Enfin, la demande européenne est en berne, alors que les capacités de productions sont redevenues importantes. L'électrification à marche forcée de l'industrie semble être remise en cause par des infrastructures de recharge qui demeurent parcellaires, le retrait d'aides financières et subventions ainsi que la hausse des coûts de leasing. Les constructeurs européens doivent se restructurer, mais jusqu'à quel point devront-ils réduire leurs capacités ?

Le nombre de clients du secteur du luxe pourrait atteindre 500 millions de personnes d'ici 2030



Sources : Kepler Cheuvreux

Évolution des ventes de véhicules des cinq fabricants les plus importants dans le monde



Sources : Edmond de Rothschild, Bloomberg

Aux États-Unis, les constructeurs connaissent une meilleure situation : un marché des VE protégé et de moindres pressions réglementaires, ce qui permet aux deux fabricants historiques de se concentrer sur les modèles classiques à plus forte marge. L'arrivée de Trump au pouvoir devrait renforcer la protection du marché intérieur, limiter la concurrence japonaise sur les véhicules classiques type SUV, et doper le pouvoir d'achat des Américains. L'exceptionnalisme américain est pertinent dans ce secteur.

Darius Bakhtari

Research analyst, Global Investment Research

Clément Outin

Research analyst, Global Investment Research

LES MARCHÉS ACTIONS EUROPÉENS RESTENT SOUS PRESSION, MAIS DES OPPORTUNITÉS EXISTENT

Les marchés européens affichent une sous-performance structurelle par rapport à leur homologue américain, car ils sont pénalisés par de nombreux facteurs : dynamique économique atone, biais industriel, exposition à la Chine, incertitudes politiques. Cependant, des opportunités existent, notamment sur le marché suisse.



UNE SOUS-PERFORMANCE CHRONIQUE PAR RAPPORT À WALL STREET

Le marché actions européen rencontre une sous-performance structurelle vis-à-vis de son homologue Américain et ce depuis 2006 ! Cette sous-performance était déjà bien en place avant même l'avènement de la suprématie des 7 Magnifiques, qui depuis 2023 enregistrent des performances bien supérieures à celles du S&P 500, permettant à ce dernier de continuer à creuser l'écart avec le Stoxx Europe 600. En observant le passé, nous constatons également que depuis 2010, aucun des secteurs du Stoxx n'a réussi à surperformer sa contrepartie américaine, démontrant la sous-performance structurelle totale de l'Europe en relatif des États-Unis. Mais cette sous-performance va-t-elle se prolonger ?

Le marché peine à trouver des catalyseurs positifs pour les titres européens.

Nous estimons que la surperformance des marchés américains va perdurer à court terme. Entre dynamisme économique atone et incertitudes politiques, impact probable de la hausse des tarifs douaniers américains et perspectives de croissance des bénéfices européens sans doute surestimées pour 2025, le marché peine à trouver des catalyseurs positifs pour les titres européens.

Premièrement, l'Europe continue d'afficher une dynamique économique atone : le secteur manufacturier reste virtuellement en récession à la lecture des indices de directeurs d'achat (PMI) depuis 2022, alors même que l'activité des services reste aussi plus faible qu'outre-Atlantique. Certes, quelques exceptions sont apparues, telle la France, qui a pu bénéficier d'un rebond d'optimisme au sein des services cet été grâce aux Jeux Olympiques. Mais ce rebond s'est vite essoufflé, tandis que d'autres pays du sud ont été dopés en été par le tourisme saisonnier. L'Europe continue de faire face à une faiblesse de la demande, en raison de son exposition industrielle faisant face à des taux d'intérêts élevés, des niveaux d'inventures importants et la déflation exportée de Chine. En outre, le manque de personnel qualifié reste une des plus grandes préoccupations des chefs d'entreprise, et qui pèsent fortement sur la capacité du secteur manufacturier privé. La consommation des ménages, quant à elle, demeure faible, même si l'on observe une stabilisation relative de la confiance des consommateurs au courant des derniers trimestres depuis leur point bas de 2022, remontée dopée par la désinflation favorisant le pouvoir d'achat. Toutefois, la tendance structurelle des ménages européens à épargner (avec un taux de plus de 15% du revenu disponible contre moins de 5% aux États-Unis) continue à pénaliser la consommation et donc la demande, pesant d'autant plus sur l'activité. Le consommateur européen s'avère prudent et soucieux de l'avenir surtout en France, alors que son homologue américain dépense, anticipant des baisses d'impôts. Un facteur pourrait à terme doper la croissance de l'Allemagne : l'abandon du frein budgétaire inscrit dans la Constitution depuis 2009, qui pourrait être mis en application par le potentiel nouveau Chancelier allemand Friedrich Merz. Mais cela suppose pour son parti (CDU) de gagner les élections de février 2025 (seul ou en alliance avec le centre gauche SPD, aussi favorable à libérer les contraintes budgétaires), or le

actions européennes

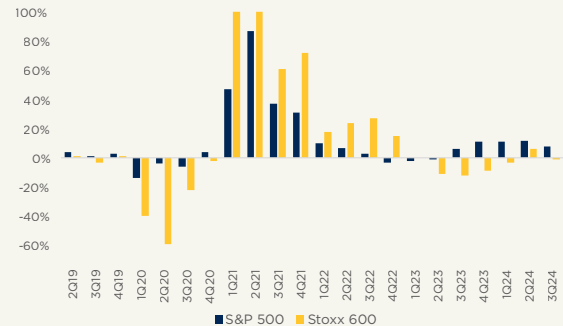
paysage politique allemand est lui aussi de plus en plus morcelé.

Un autre défi demeure par rapport aux États-Unis : la sous-pondération du secteur technologique au sein de l'indice européen Stoxx Europe 600 et, de manière générale, des investissements inférieurs en technologie engendrant de plus faibles gains de productivité. En effet, la technologie ne représente que 7% de l'indice européen contre près de 40% aux États-Unis. Cet écart explique en partie la difficulté de l'indice européen à surperformer son pair américain, alors que ce dernier bénéficie d'une quasi-exclusivité des progrès récents autour de l'intelligence artificielle. Et bien que l'Europe ait quelques leaders spécifiques dans le secteur, le législateur européen adopte une approche axée sur la réglementation de l'IA, tentant de s'imposer comme un « gendarme » global plutôt que comme un facilitateur de l'innovation. Cette sous-exposition et cette approche devraient continuer à pénaliser la croissance du bloc européen en relatif aux États-Unis avec l'avènement de l'intelligence artificielle, source de gains de productivité dans de nombreux secteurs.

LES DEUX PAYS MOTEURS, FRANCE ET ALLEMAGNE SONT EN CRISE STRUCTURELLE

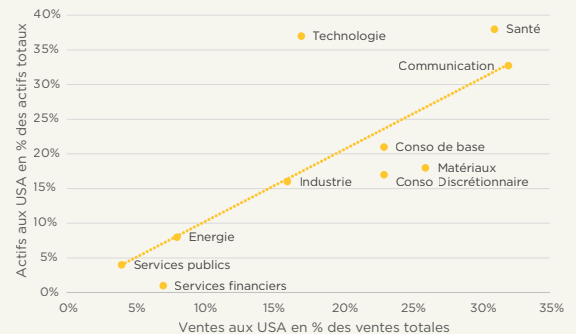
L'Europe fait également face à des défis politiques importants, particulièrement en France avec une instabilité politique depuis les élections législatives de juillet 2024 ne laissant apparaître aucune majorité de partis, alors que les objectifs de réduction de déficit continuent à être reportés faute de solutions de court terme. À ce titre, plusieurs agences de notation de crédit ont abaissé leurs perspectives sur le pays. Concernant la bourse, le CAC 40 s'affiche comme l'un des pires performeurs du continent en 2024 subissant l'instabilité gouvernementale. À l'inverse, aux États-Unis, le creusement du déficit reste de mise, notamment avec les politiques fiscales attendues par D. Trump qui devraient doper l'offre avec des baisses supplémentaires d'impôts sur les sociétés et les particuliers. La différence principale est là : les pays européens allouent une plus forte part de leurs dépenses dans le social (28% du PIB en moyenne et 32% en France) que les États-Unis (19%), ce qui permet une population mieux protégée, sur le plan santé, mais qui alourdit les impôts sur les entreprises. Ceci explique en partie la meilleure rentabilité des entreprises américaines.

La croissance des BPA du S&P 500 continue de dépasser celle de l'Europe



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Certains secteurs européens devraient bénéficier d'une exposition d'actifs et de ventes localisées aux États-Unis vs. celles qui ne produisent pas localement



Sources : Edmond de Rothschild, Bloomberg

En Allemagne, les tendances restent assombrées compte tenu d'une remise en question du modèle de croissance basé sur l'exportation aux économies émergentes, avec des coûts énergétiques modérés et une faible concurrence des produits allemands de qualité. L'exemple clef est l'industrie automobile, qui affronte une nouvelle concurrence chinoise de qualité sur les véhicules électriques et perd des parts de marché en Chine sur les modèles classiques (voir page 17). De manière symbolique, Volkswagen a récemment annoncé sa volonté de fermer des usines en Allemagne afin de redresser sa situation

financière : une première depuis sa création il y a 87 ans. De plus, et à l'instar de la France, la situation politique devient incertaine, avec le parti d'extrême droite radicale AfD potentiellement à 20% des intentions de vote.

LE REBOND DES BÉNÉFICES ATTENDU EN 2025 ET LA FAIBLE VALORISATION DE L'EUROPE CONSTITUENT-ILS DES CATALYSEURS ?

Après un fort rebond des bénéfices en 2022 de l'ordre de 20%, la croissance des bénéfices de l'indice Stoxx 600 a considérablement ralenti en 2023 à 3% et devrait être en stagnation cette année, reflétant la faiblesse persistante des sociétés européennes. À ce titre, la croissance des bénéfices de l'Europe Stoxx 600 sous-performe celle du S&P 500 chaque trimestre depuis le 4^e trimestre 2022 ! Soit sept trimestres d'affilée de sous-performance.

Le marché européen continue de sous-performer face aux États-Unis en raison de défis économiques, d'incertitudes politiques et d'un manque d'innovation technologique.

Cette tendance pourrait-elle changer prochainement ? Selon le consensus, les bénéfices du Stoxx Europe devraient rebondir en 2025 avec une croissance estimée à +8%, ce qui resterait en dessous des attentes pour le S&P de +14% et marquerait une nouvelle année de sous-performance bénéficiaire. Nous pensons de plus que cette croissance attendue est trop élevée, compte tenu des difficultés économiques persistantes en Europe. Notre modèle anticipe plutôt de 3 à 5% de croissance. D'ailleurs, au 3^e trimestre 2024, les résultats et perspectives des sociétés européennes sont mitigés, signe de l'amorce d'une révision bénéficiaire négative. De moindres bénéfices remettent en cause l'argument classique pour les titres européens : leur faible valorisation. Cet argument s'effrite avec des perspectives bénéficiaires moindres. Enfin, la surperformance américaine est dopée par des flux records, malgré la valorisation attractive du marché européen.

QU'EN EST-IL DE L'IMPACT DES POLITIQUES ATTENDUES DE TRUMP ?

L'élection de Donald Trump aux États-Unis ne sera certainement pas sans impact sur les pays et secteurs européens, avec en tête de liste l'application de tarifs douaniers augmentés de 10% sur l'ensemble des importations américaines. Bien que cette hausse reste incertaine en matière de date et d'amplitude, les exportations européennes vers les États-Unis représentent à ce jour 3,1% du PIB de la zone euro, ce qui reste mesuré dans l'ensemble. Par contre, les exportations vers les États-Unis en pourcentage du PIB sont plus élevées pour l'Allemagne, les Pays Bas ou encore la Suisse, et à l'inverse moindres pour la France ou l'Espagne. En conclusion, nous attendons un impact négatif et inégal en fonction des secteurs et des pays.

Au niveau sectoriel, l'impact est hétérogène : les impacts les plus négatifs seront certainement sur les secteurs européens les plus exportateurs vers les États-Unis et ayant une faible production locale. Cela comprend les automobiles, les biens d'équipement, la chimie, le luxe et l'agroalimentaire. Également, les sociétés européennes d'énergies renouvelables exposées aux États-Unis devraient pâtir des mesures pro énergies fossiles de Trump. D'autre part, plusieurs secteurs devraient bénéficier des mesures proposées par l'Administration Trump tel que le secteur de la défense étant donnée la hausse attendue des budgets européens en matière d'armement, sur pression de la nouvelle Administration. Nous notons également que le secteur des matériaux, des médias ou certaines valeurs technologiques ayant des activités implantées aux États-Unis devraient être relativement isolés des mesures protectionnistes sur les importations.

Toutefois, des opportunités géographiques existent, comme le marché suisse, ou encore sur des secteurs comme la défense ou la santé.

DES OPPORTUNITÉS EXISTENT

Le constat général de l'atonie du bloc européen n'est pas homogène, ainsi certains pays et leurs marchés actions devraient surperformer le reste du continent :

- Le marché espagnol bénéficie d'un momentum positif (IBEX) et d'une valorisation qui reste attractive. Certes, 45% de l'indice phare espagnol est représenté par 3 sociétés (Inditex, Santander, Iberdrola), qui dépendent en partie de la croissance supérieure de l'Espagne.
- La Suisse demeure un marché attractif : l'indice SMI a une valorisation plus élevée que l'Europe mais celle-ci reste en ligne avec sa prime historique. 47% de l'indice SMI est représenté par Nestlé, Roche et Novartis, ce qui confère un caractère défensif à cet indice. Les entreprises suisses bénéficient d'atouts clefs par rapport à leurs homologues européennes : un environnement politique stable, des avantages fiscaux importants pour les sociétés, ainsi qu'une stabilité juridique et fiscale permettant la pérennisation des activités. Le pouvoir politique et la population sont en général pro business. Détail de circonstance : au moment où l'Assemblée Nationale française débatait sur une surimposition des particuliers, les citoyens genevois ont voté en novembre 2024 à 61% en faveur d'une baisse de l'impôt sur le revenu. En outre, les sociétés suisses ont su mieux que les autres s'adapter à un franc fort et un coût du travail élevé, en se focalisant sur les activités à forte valeur ajoutée.
- De manière générale, dans une vue mitigée sur le Continent, des opportunités de sociétés ou de secteurs sont toujours présentes, par exemple sur certaines valeurs de luxe (voir page 16), de défense, de santé ainsi que certaines sociétés financières.

Le marché européen continue de sous-performer face aux États-Unis en raison de défis économiques, d'incertitudes politiques et d'un manque d'innovation technologique. Une consommation limitée par la tendance à l'épargne et une croissance économique atone devraient continuer à pénaliser la dynamique du marché actions européen à court terme. Les politiques tarifaires de Trump pourraient aggraver la situation pour certains secteurs en Europe. Toutefois, des opportunités géographiques existent, comme le marché suisse, ou encore sur des secteurs comme la défense ou la santé. À moyen terme, certains catalyseurs pourraient renverser cette tendance, comme la levée du frein de la dette en Allemagne, la fin de la guerre en Ukraine, une reprise marquée du secteur manufacturier, ou encore par la baisse de la déflation en Chine... cependant ces éléments apparaissent encore peu substantiels. Tant que l'Europe n'entrera pas dans un choc de productivité, à l'instar de l'Amérique de Trump, nous confirmons notre préférence pour le marché américain (voir notre article page 12).

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Anthony Toupin

Senior Research analyst, Global Investment Research

LA CHINE EST L'AFFAIRE DE TOUS

La Chine lutte désormais péniblement contre une déflation interne. Mais une série de mesures monétaires et fiscales ont été annoncées pour s'attaquer aux points faibles de l'économie chinoise.



UN RALENTISSEMENT AUX CONSÉQUENCES MONDIALES

Autrefois moteur de la croissance mondiale, la Chine lutte désormais péniblement contre une déflation interne causée par l'effondrement auto-infligé du marché immobilier. Elle doit répondre aux accusations de surproduction sur ses exportations vers les marchés développés et se prépare aussi à une confrontation avec les États-Unis sous l'ère Trump 2.0 en 2025 et au-delà.

Le ralentissement de la Chine a été la cause la plus souvent citée pour expliquer la faiblesse des multinationales lors des dernières annonces de résultats trimestriels des entreprises industrielles, de la grande consommation au luxe, surtout européennes.

L'exceptionnalisme du marché boursier américain est également en partie imputé à la Chine. Bien que toujours numéro deux en termes de capitalisation boursière derrière les États-Unis, le marché boursier chinois a perdu plus de 6 000 milliards de dollars depuis son sommet de 2021. L'écart entre les deux s'est accru, passant de 29 000 milliards à 43 000 milliards en seulement 3 ans (1).

Les investisseurs en actions chinoises, internationaux et domestiques, souffrent depuis plus de 3 années consécutives de pertes annuelles conséquentes. La valorisation du MSCI China est restée en deçà de sa moyenne à long terme de 11,5x P-E depuis 2021, et est restée sous les 10x P-E (c'est-à-dire une décote de plus d'un écart type) la plupart du temps en 2023 et 2024 (2).

DES MESURES DE RELANCE CONSÉQUENTES

Mais tout comme le pivot de la Chine du Zéro-Covid au Zéro-Restiction, il s'avère que la Chine a décidé de résoudre en priorité ses propres problèmes !

Depuis fin septembre, une série de mesures monétaires et fiscales ont été annoncées pour s'attaquer aux points faibles de l'économie chinoise : la confiance des consommateurs, c'est-à-dire le pouvoir d'achat des plus de 300 millions de personnes de la classe moyenne qui ont un taux d'épargne plus élevé post-Covid, et sont accablées par l'effet de richesse négatif lié au ralentissement du marché immobilier.

Un trio de réductions du ratio de réserve des banques, et des taux des crédits immobiliers ; un soutien de 800 milliards de RMB au marché boursier encourageant les rachats d'actions ; un programme d'échange de dette locale de 10 000 milliards de RMB sur 5 ans s'ajoutant à une gestion des attentes des marchés, marquant un clair virage de sa politique économique.

Le marché boursier chinois pourrait ne pas décevoir en 2025.

Il s'agit d'un pivot important, mais pas encore dans la catégorie du « quoi qu'il en coûte », ou « Whatever-it-takes ». La croissance du PIB chinois pourrait continuer à être sous pression en 2025. Mais contrairement à d'autres économies, la performance des actions chinoises n'a historiquement pas de forte corrélation avec la croissance du PIB. La capitalisation boursière totale des actions chinoises n'équivaut qu'à 65% du PIB contre près de 200% du PIB dans le cas du marché boursier américain (3). Ainsi, le marché boursier chinois pourrait ne pas décevoir en 2025 (tout comme jusqu'à présent en 2024), si les investisseurs parviennent à mieux gérer leurs attentes, ce qui pourrait déjà être le cas.

Le marché chinois a reculé après la dernière réunion du Congrès National du Peuple, en particulier pour les valeurs de consommation, car les arguments de reflation ont perdu de l'élan. La victoire totale des Républicains issue des élections américaines a également placé tous les investisseurs sur la défensive : des tarifs plus élevés signifient une plus grande possibilité de dépréciation du yuan chinois (CNY) ; la nomination de détracteurs de la Chine dans l'administration Trump signifie une tension accrue pour les négociations commerciales (s'il y en a). De même, la réorientation probable de la chaîne d'approvisionnement pour éviter des tarifs élevés détériorerait la marge déjà mince des fabricants chinois.

UN RÉÉQUILIBRAGE EN FAVEUR DES ENTREPRISES PRIVÉES

Cependant, nous croyons que la Chine réévalue l'équilibre entre les entreprises d'État (SOE) et les entreprises privées, les priorités ayant

actions chinoises

été révisées cette fois-ci : il est temps pour le secteur privé de briller à nouveau, puisqu'il contribue à 50% du PIB, 60% des recettes fiscales, 70% des brevets de propriété intellectuelle, 80% des créations d'emplois et représente 90% des entreprises chinoises. Étant donné l'urgence de la situation, le discours de la Chine s'oriente clairement de la Prospérité Commune vers le Chat Noir & le Chat Blanc (4) : peu importe qu'un chat soit noir ou blanc, pourvu qu'il attrape des souris.

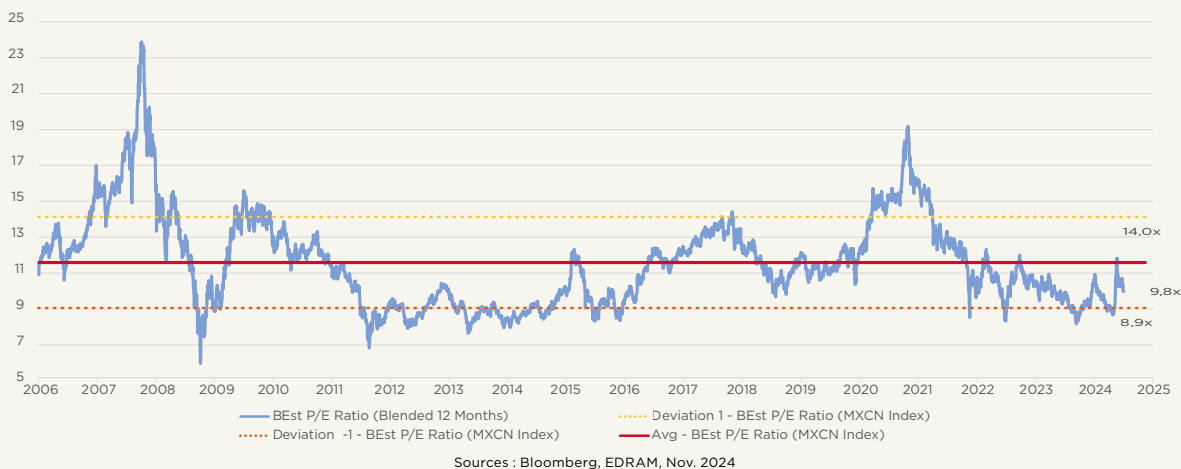
Piloter un tel changement dans les circonstances compliquées d'aujourd'hui n'est pas une tâche facile, mais nous croyons que le pendule a oscillé. Il pourrait d'abord bouger lentement puisqu'il vient de toucher l'extrémité et de tourner, mais il accélérera jusqu'à atteindre son plein élan. Nous nous attendons à des mesures de relance supplémentaires pour compenser les vents contraires potentiels des tarifs. Le retour au pragmatisme est un antidote indispensable au problème de déflation en Chine et restera la meilleure solution pour répondre au défi Trump 2.0, et finalement rendre la Chine moins problématique pour tous ses partenaires commerciaux.

En ce qui concerne les investissements, nous voyons toujours un fort potentiel pour les entreprises du secteur privé sur le marché chinois de s'infléchir en 2025, étant donné la faible valorisation, les faibles attentes et le profil plus nuancé des dirigeants dans les affaires géopolitiques cette fois.

Xiadong Bao

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

Les actions chinoises sont trop bon marché pour être ignorées



(1) Sources: marchés Chine + Hong Kong combinés vs marché US, Dec. 2021 vs Août 2024 vs Nov 2024 (2) Source: Bloomberg, Nov 2024
(3) Source : Banque Mondiale, Nov 2024 (4) Théorie du chat (Deng Xiaoping, ancien dirigeant chinois)

EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN : QUEL IMPACT POUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ?

Avec un assouplissement monétaire de la Fed qui devrait être moins important qu'anticipé du fait de la politique de croissance, des déficits qui resteront élevés et de nouveaux droits de douane américains, les rendements obligataires souverains et les obligations d'entreprises devraient demeurer plus élevés aux États-Unis que dans le reste du monde développé.



Le résultat des élections américaines et la victoire totale du camp Républicain vont accentuer dans les mois et années à venir l'exceptionnalisme américain. Quelles en sont les caractéristiques ? Une croissance plus forte en raison d'une politique fiscale très expansionniste, une politique monétaire qui devient moins restrictive, une capacité d'innovation supportée par le plus grand marché de capitaux au monde et une devise qui demeure la plus utilisée dans les échanges mondiaux en dépit de l'émergence de nouveaux acteurs. En quelques années, nous sommes passés d'un monde globalisé où tout le monde commerçait avec tout le monde, où

l'accent était mis sur le coût le plus bas du capital et de la production, la construction d'un réseau de distribution mondialisé et un modèle de livraison/stockage basé sur le « juste à temps » pour passer à un monde de relocalisation et de proximité, un monde où le protectionnisme se renforce et la coopération diminue.

Dans ce contexte, les États-Unis feront ce qui est le mieux pour eux et si cela doit signifier le financement de leurs dépenses par des droits de douane et plus de protectionnisme, c'est ce qu'ils essaieront de faire. Une telle évolution devrait accentuer selon nous les divergences

économiques entre les États-Unis et le reste du monde et avoir un impact durable sur l'évolution des politiques monétaires et donc des taux d'intérêt entre zones économiques.

DES TAUX PLUS ÉLEVÉS AUX ÉTATS-UNIS QU'AILLEURS

La réaction des marchés à l'élection de Trump à la présidence des États-Unis et à la victoire des Républicains au Congrès est claire : une surperformance des actifs américains relativement aux actifs du reste du monde, que cela soit pour les marchés actions ou ceux des obligations d'entreprises. Cette surperformance découle de l'ajustement à la hausse des primes de croissance et d'inflation pour les États-Unis que la politique fiscale expansionniste du camp républicain devrait générer. Ainsi, à la suite du rallye post-électoral, les écarts de rendements entre les obligations d'entreprises de haute qualité (IG) et les obligations du trésor américain de même maturité ont atteint des niveaux proches d'être les plus serrés dans l'histoire de l'indice Bloomberg IG qui remonte à 1997.

Pour le marché obligataire américain, les perspectives d'une politique fiscale soutenant la dépense et l'investissement ainsi qu'une politique de relèvement des droits de douane ont une conséquence majeure : un assouplissement monétaire de la Fed moins important qu'anticipé et moins prononcé que ceux des principaux autres pays développés et donc des taux souverains plus élevés aux États-Unis qu'ailleurs. À titre d'exemple, la banque du Canada a déjà réduit ses taux directeurs de 125 points de base en 2024 contre 75 points de base pour la Fed. Alors que les deux économies sont très proches en matières de cycle, jamais l'écart de rendement entre les obligations 10 ans du trésor américain et celles du Canada n'avait excédé 100 points de base depuis 1990. Or cet écart de rendement est passé de 77 points de base en janvier 2024 à 120 points de base en novembre 2024. L'écart avec les taux allemands 10 ans ayant dépassé les 2% à la suite de l'élection de Trump constitue aussi un point élevé, au plus haut depuis 2020, et représentant moins de 3% des occurrences depuis 1990. Seuls les taux du Royaume-Uni restent plus élevés que ceux des États-Unis, et cela depuis le Brexit en raison d'un risque inflationniste plus important et de finances publiques sous tension après l'épisode de stress du gouvernement de Liz Truss.

Nous pensons que le rendement total des obligations souveraines américaines restera supérieur à l'inflation et aux obligations souveraines des autres pays du G7.

Cet écartement, qui découle de perspectives de croissance et d'inflation plus fortes aux États-Unis qu'ailleurs, se reflète également dans les attentes de politiques monétaires pour les différentes zones. En 2025, les marchés monétaires n'anticipent plus que 2 baisses de taux de la Fed contre 4 pour la BCE, 4 pour la Banque du Canada et 3 pour la Banque d'Angleterre. Ainsi, en termes de taux directeurs, les marchés voient des taux de la Fed en fin d'année 2025 à 3,9% contre 1,75% pour la BCE, 2,75% pour la Banque du Canada et 3,75% pour la Banque d'Angleterre. Nous pensons que le rendement total des obligations souveraines américaines restera supérieur à l'inflation et aux obligations souveraines des autres pays du G7.

LA FAIBLESSE DE LA CROISSANCE EUROPÉENNE VA PESER SUR LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE

Depuis septembre 2024, les prévisions de croissance 2025 du consensus Bloomberg pour l'Europe sont passées de 1,4% à 1,2%, alors que celles pour les États-Unis progressaient de 1,7% à 1,9%. La faible croissance en Europe découle d'une moindre demande de la Chine pour les produits manufacturiers européens et notamment allemands, d'un coût de l'énergie plus élevé qu'aux États-Unis et d'un manque d'investissement qui modère les gains de productivité dans l'industrie et les services. De plus, les consommateurs européens ont tendance à épargner, alors que les consommateurs américains dépensent tout gain de revenu supplémentaire. Enfin, le risque de crise politique s'est également amplifié en 2024 en Europe, notamment en France avec la mise en place d'un gouvernement sans majorité en charge de réduire le déficit budgétaire français et l'annonce de nouvelles élections législatives en Allemagne après la chute de la coalition au pouvoir.

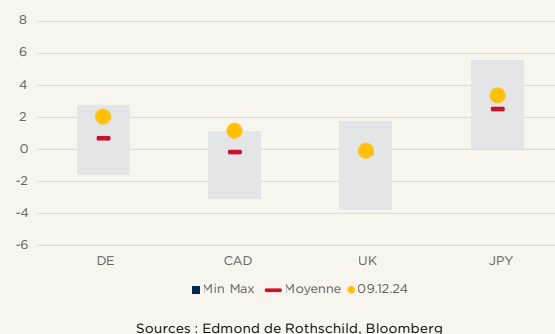
Dans ce cadre, nous pensons que la soutenabilité de la dette des pays européens devrait devenir un sujet de plus en plus présent au sein du marché obligataire souverain en 2025. Ceci s'est par exemple illustré par le changement de note pour les perspectives de la dette française et la hausse de l'écart de rendement entre le 10 ans allemand et le 10 ans français : ce spread est de 80 points de base en décembre 2024 contre une moyenne de 53 points de base en 2023. Le coût de la dette de la France est même au niveau de celui de la Grèce ! L'Italie, qui a également une dette élevée et des déficits importants (plus de 7% du PIB en 2024 soit plus élevé que celui de la France), pourrait dans les trimestres à venir voir également les agences de notation modifier ses perspectives.

Si la BCE peut assouplir sa politique monétaire en raison d'une inflation sous contrôle et des perspectives fiscales plus restrictives que celles des États-Unis, le potentiel de baisse des taux longs en Europe nous paraît cependant limité. En effet, la dynamique de faible croissance ne permettra pas une réduction importante des déficits et de la dette dans la majeure partie des pays européens, ce qui devrait maintenir le risque souverain à un niveau plus élevé qu'ailleurs et donc limiter la baisse des taux longs. Nous pensons donc que l'obligataire souverain européen est peu attractif et devrait souffrir d'une hausse de la volatilité relative aux incertitudes politiques tant internes avec des gouvernements peu stables dans certains pays qu'externes avec une potentielle tension commerciale avec les États-Unis. La volatilité devrait prédominer en France en raison de l'incertitude politique. De même, en Allemagne, le candidat du parti CDU et potentiel futur Chancelier Friedrich Merz a annoncé vouloir réviser le mécanisme sacré du frein à l'endettement du pays, afin de financer des investissements productifs nécessaires au pays. Ceci pourrait induire une plus grande volatilité sur les obligations allemandes.

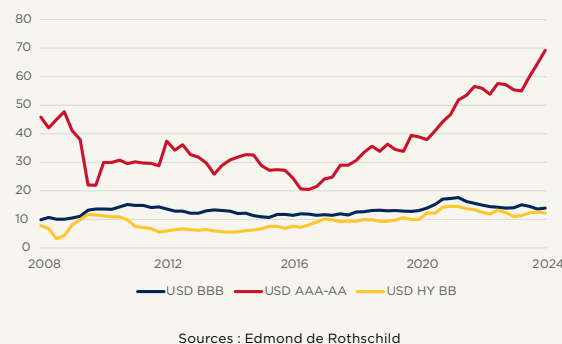
DES SPREADS DE CRÉDIT SERRÉS POUR LONGTEMPS

Avec des taux souverains plus hauts aux États-Unis, un risque souverain et une volatilité plus élevés en Europe : quels seront les impacts pour les marchés d'obligations des entreprises ? Bien que nous ne connaissions pas encore avec certitude l'amplitude et le calendrier de la politique

Evolution des écarts de taux 10 ans entre les États-Unis et les autres pays (1990-2024 en %)



Ratio flux de trésorerie sur dette totale en %



fiscale aux États-Unis, la hausse des prévisions de croissance américaine devrait soutenir la profitabilité des grandes entreprises qui sont exposées au cycle américain. Cela concerne une grande majorité des entreprises américaines, mais aussi les plus grands groupes européens ayant une exposition à l'économie américaine importante, soit via des exportations, soit via des investissements aux États-Unis.

Tant que le risque de récession demeure faible aux États-Unis, pour les investisseurs en crédit, l'attention se portera vraisemblablement sur deux points essentiels. Le premier est le signal du marché des taux. Jusqu'à présent, les spreads ont remarquablement résisté à

une hausse significative des taux, maintenant les coûts de financement à des niveaux relativement modérés. Cependant, toute nouvelle remontée des taux due à l'incertitude de la politique commerciale serait plus difficile à intégrer et exercerait une pression supplémentaire sur les coûts de financement, notamment pour les entreprises les plus endettées. Deuxièmement, alors que le regain de tensions commerciales pèsera probablement sur la croissance dans la zone euro, nous continuons de penser que les marchés du crédit, contrairement aux marchés des taux, sont un indicateur imparfait pour exprimer une opinion sur la divergence de croissance entre les États-Unis et la zone euro.

**La hausse des prévisions
de croissance américaine
devrait soutenir la
profitabilité des grandes
entreprises qui sont
exposées au cycle
américain.**

Selon nous, les spreads de crédit européens, en particulier pour les entreprises les mieux notées, devraient peu s'écarter dans les trimestres à venir. En effet, la sensibilité relativement faible de l'appétit pour le risque de crédit aux données de croissance protège ce segment contre un ralentissement du cycle en Europe. De plus, la perspective d'un cycle d'assouplissement plus important de la part de la BCE et la solidité des facteurs techniques, telle que la demande structurelle des investisseurs institutionnels en Europe (qui ont une allocation stratégique importante dans les obligations de qualité), devraient limiter le risque d'un élargissement significatif des spreads en euro. Et ceci même en cas de guerre commerciale ou de crise politique européenne entraînant une défiance sur certaines obligations souveraines en Europe. Les estimations de nouvelles émissions pour 2025 montrent que les paiements de coupons absorberont probablement plus de 60% de l'offre nette de titres IG et HY en USD durant l'année. Enfin, les résultats des entreprises au troisième trimestre soulignent que l'interaction entre la croissance des bénéfices et celle des charges d'intérêt a évolué dans un sens plus positif, ce qui devrait permettre de maîtriser le

risque idiosyncratique. De plus, nous pensons que le niveau élevé actuel des rendements continuera à soutenir la demande technique sur les marchés du dollar et de l'euro.

L'ensemble de ces catalyseurs justifie notre vue positive pour les obligations des entreprises de haute qualité, alors que l'incertitude sur l'amplitude de la politique économique, son impact sur le niveau des taux d'intérêt et la charge de celle-ci pour les entreprises les plus endettées nous incitent à rester plus prudents pour les obligations souveraines et à haut rendement. Dans ce dernier segment, des opportunités demeurent (voir page suivante).

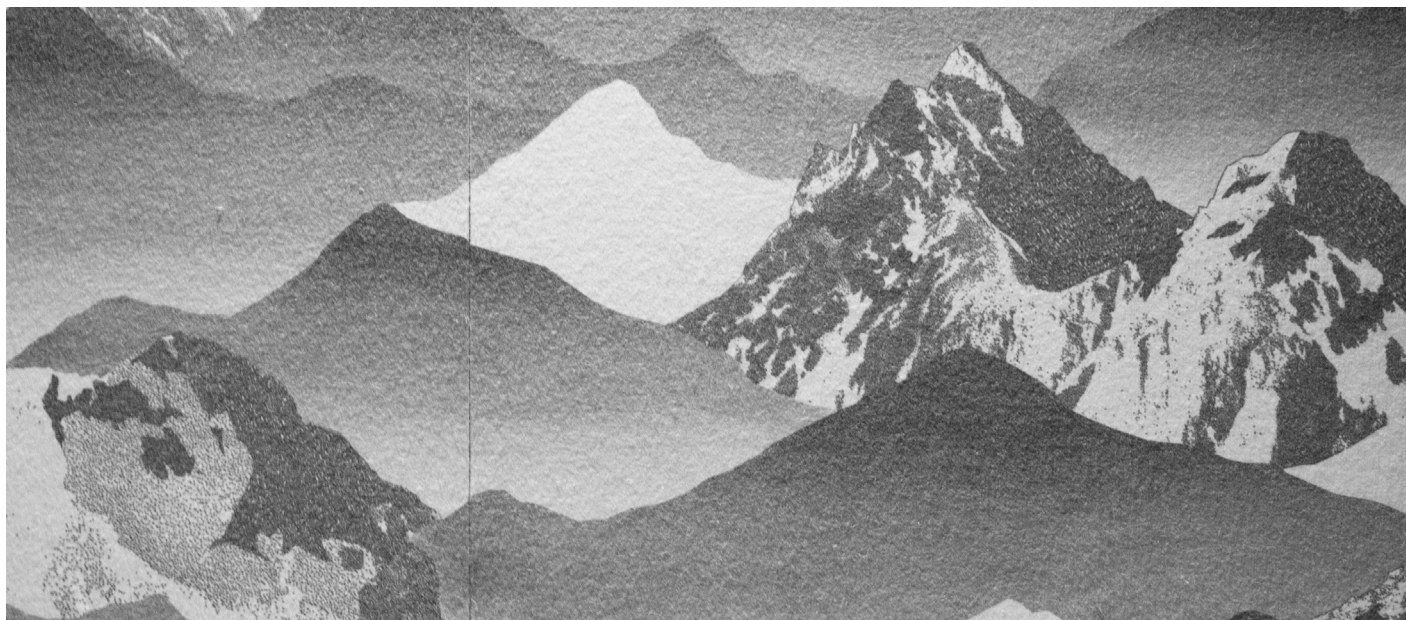
Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

L'ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ ACTUEL EST-IL FAVORABLE AU SEGMENT DU HIGH YIELD ?

Entre une croissance économique qui semble globalement résister et des taux d'intérêt en voie de normalisation, le marché du high yield (ou obligations plus risquées) bénéficie aujourd'hui d'un environnement plus avantageux.

Des obligations de ce segment offrent des niveaux de rendement attrayants, mais il convient de demeurer sélectif.



Tapisserie, Four Seasons Hotel, Megève

Ce segment a successivement connu plusieurs années difficiles, dans un premier temps en raison de la crise sanitaire, puis à cause du conflit entre la Russie et l'Ukraine, et enfin du fait de la hausse des taux d'intérêt enclenchée pour contrer les pressions inflationnistes. Le contexte est aujourd'hui plus favorable. Les taux d'intérêt retrouvent en effet une trajectoire baissière et devraient progressivement se normaliser.

De plus, les émetteurs high yield devraient bien résister si le scénario de soft landing qui prévaut aujourd'hui se confirme. Ces émetteurs, qui étaient restés à l'écart du marché du crédit

pendant un certain temps, ont bien anticipé le refinancement du mur de la dette. Le montant des émissions brutes, tombé à 15 milliards d'euros en 2022, a ainsi atteint 45 milliards l'an dernier et 75 milliards cette année (à comparer, historiquement, à 80 milliards pour une année normale). Nous nous attendons à ce que le marché primaire reste dynamique en 2025. Ce mouvement de refinancement a eu pour conséquence un déplacement des maturités des obligations, de 2024-2025 vers 2029-2030, ce qui de facto réduit le risque de refinancement, tout du moins à court et moyen terme.

Les émetteurs high yield devraient bien résister si le scénario de soft landing qui prévaut aujourd'hui se confirme.

D'ailleurs, le niveau de taux de défaut, même s'il tend à remonter autour de 3%, reste modéré et sous contrôle (sauf dans l'hypothèse d'une récession qui serait très préjudiciable pour le marché du high yield). Certes, certaines entreprises, comme Altice, Casino ou encore Atos en France, ont été contraintes de restructurer leur dette, mais les difficultés qu'elles ont rencontrées leur étaient propres et n'ont pas généré d'effet de surprise négatif dommageable pour le marché du high yield dans son ensemble.

COMMENT LES RENDEMENTS ÉVOLUENT-ILS ?

À l'heure actuelle, le rendement global des obligations high yield en euro ressort à 5,5%, soit 1% au-delà de la moyenne des dix dernières années. Le niveau de coupon moyen augmente au fur et à mesure que les entreprises se refinancent. Ainsi, il a atteint 6,5% pour l'ensemble des émissions qui ont eu lieu depuis le début de l'année 2024 en Europe. S'ajoute à cela le fait que les obligations à haut rendement affichent une sensibilité relativement faible aux taux d'intérêt, autour de 3 ans, ce qui est inférieur à celle des obligations investment grade. Pour toutes ces raisons, l'exposition au segment du high yield tend donc à remonter dans les allocations d'actifs, d'autant que les investisseurs doivent trouver des alternatives aux fonds monétaires dont les rémunérations deviennent moins intéressantes avec la baisse des taux d'intérêt. On observe notamment un très fort engouement pour les stratégies de portage obligataire. Les fonds à échéance, qui permettent de capitaliser sur les niveaux de rendement actuellement élevés, ont ainsi collecté 15 milliards d'euros depuis le début de l'année (tous niveaux de notations confondus), qui viennent s'ajouter aux 25 milliards déjà collectés en 2023.

Enfin, même si les primes de crédit en moyenne s'affichent à 330bp des niveaux historiques de moyenne plutôt basse, il convient de relativiser cet effet d'affichage. En effet, en raison du manque d'émission en 2021 et 2022, l'échéance

moyenne du gisement Haut Rendement s'est considérablement raccourcie (impliquant une baisse de la maturité moyenne des indices obligataires à haut rendement en euro), laissant encore beaucoup de poids aux échéances courtes 1-3 ans, et donc aux émissions à très faible prime. A contrario les nouveaux primaires sur 2024 restent sur des primes très attractives proches de 500bp sur les notations B et 320bp sur les BB.

DE QUELLE MANIÈRE ORIENTER LES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT ?

Il faut garder à l'esprit que le high yield est un univers de niche – environ 300 émetteurs pour une masse de dette totale en euros de 400 milliards, ce qui se compare à 900 émetteurs et 2,5 trillions d'euros pour le marché Investment Grade en Euro. Les entreprises ayant ce type de notations sont en effet plus vulnérables aux cycles économiques, en raison de leur taille restreinte et/ou de leur niveau plus élevé d'endettement.

S'agissant des secteurs, on observe de très grandes disparités en termes de performances, dont nous tenons compte dans l'ensemble de nos stratégies obligataires, qu'elles soient datées ou encore sur des durations courtes.

Nous avons ainsi renforcé notre exposition au secteur immobilier, qui avait fortement souffert de la hausse des taux d'intérêt en 2022. Les anticipations de baisse des taux, qui ont été suivies d'effet, lui ont redonné du souffle et lui ont permis de retrouver ses attributs de secteur défensif. Le potentiel de performance du secteur, qui reste décoté, n'est de notre point de vue pas épuisé et certains émetteurs pourraient voir leurs notations relevées.

Nous sommes par ailleurs exposés aux télécoms et à la pharmacie, deux industries traditionnelles du segment high yield avec des pondérations élevées. Toutes deux sont par nature moins

obligations high yield

exposées aux aléas du cycle. Nous suivons attentivement tous les secteurs associés à la construction neuve (matériaux, chimie) en vue d'opérer une rotation graduelle. Ils sont actuellement en bas de cycle, mais pourraient dans les prochains trimestres bénéficier de la reprise d'activité dans le secteur immobilier.

Enfin, nous anticipons un fort retour des fusions et acquisitions (M&A) : les conditions de financement favorables et des valorisations raisonnables sur le segment mid-cap devraient favoriser le retour des OPA de la part du Capital Investissement ou Private Equity et la structuration de nouveau Leverage Buy outs (LBOs) ou rachats d'entreprise par la dette, tandis que le besoin de rester compétitif dans certaines zones géographiques et secteurs (par exemple le secteur Auto en Europe, voir page 16) favorisera les fusions et autres joint-ventures stratégiques. Les élections américaines ont été un catalyseur, la compression des spreads pourrait en résulter.

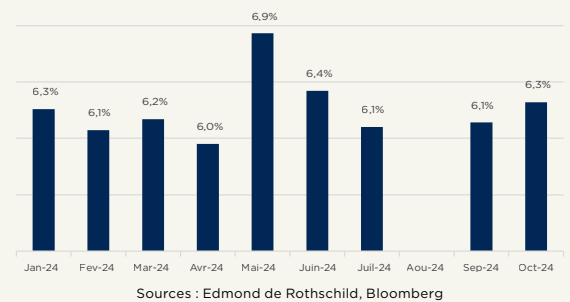
Alexis Foret

Portfolio Manager - Head of High Yield,
Edmond de Rothschild Asset Management

Les rendements high-yield sont au-dessus de leurs moyennes historiques



Coupon moyen sur les nouvelles émissions high-yield en euro, YTD



UN IRRÉSISTIBLE BESOIN DE RÉSILIENCE

Après 30 ans de mondialisation «heureuse», le monde a changé. Frappé par la pandémie, par le risque géopolitique et en proie à des cyberattaques quotidiennes, ses citoyens sont en quête de protection. Les perspectives boursières sont particulièrement attractives pour les entreprises exposées à la thématique de la sécurité, qui offrent aux investisseurs et à la population la résilience tant attendue.



LA FIN DE LA PARENTHÈSE ENCHANTÉE

Depuis les années 1980 jusqu'au début des années 2020, le monde a connu ce que d'aucun pourrait appeler une parenthèse enchantée. Ce cycle d'une quarantaine d'années aura vu le recul des grandes idéologies, la baisse des barrières douanières, un réchauffement géopolitique et l'accélération de la mondialisation. À l'ouest, nous avons assisté à la montée du libéralisme économique, à la chute du mur de Berlin et l'entrée de la Chine dans l'OMC.

Cette détente paraît aujourd'hui bien lointaine. Dire que l'environnement global s'est dégradé est devenu une lapalissade. La montée des populismes, le retour en force du politique, le risque géopolitique, sont ancrés et s'inscrivent durablement dans notre environnement.

Ce changement aura des conséquences économiques majeures. C'est pourquoi toute stratégie d'investissement doit en tenir compte pour se positionner. Au même titre que le cycle entamé dans les années 1980 s'est révélé bénéfique aux entreprises incarnant la mondialisation heureuse (industries exportatrices, secteur de la mode et du luxe, technologie, loisirs ...), le cycle à venir permettra à certaines entreprises au profil bien différent de surperformer dans la durée.

UNE NOUVELLE TYPOLOGIE D'ENTREPRISES POUR UNE PERFORMANCE DURABLE

Quelques tendances se démarquent déjà très favorablement. Il s'agit entre autres de la progression des dépenses militaires et solutions de cybersécurité. Ces deux dimensions sont l'expression de la montée durable du risque géopolitique et présentent un besoin d'investissement en inexorable croissance. En considérant seulement l'OTAN, le sous-investissement en équipement militaire atteint 1 400 milliards de dollars sur 30 ans comparativement à ce que prévoient les statuts de l'organisation à sa fondation. De même, la protection physique des individus va bénéficier de vents durablement porteurs. Il en va de même pour la demande en solutions de médecine préventive, ces équipements permettant de faire face à des situations d'urgence ou de tension soudaines : production de vaccin, équipements pour diagnostics moléculaires, etc.

La composition actuelle des indices financiers incarne 30 ans de mondialisation « heureuse ».

Un dénominateur commun aux entreprises qui performeront sera leur capacité de résilience, c'est-à-dire la capacité à décider de leur destinée indépendamment des soubresauts politiques, géopolitiques et économiques. Ce sont typiquement des entreprises avec un fort niveau d'intégration verticale, peu tributaires de composants importés et réalisant une part importante de leur chiffre d'affaires sur leur marché domestique. Leur robustesse passera aussi par une solidité financière éprouvée, matérialisée par un niveau d'endettement faible.

La composition actuelle des indices financiers incarne 30 ans de mondialisation « heureuse » avec, en haut du classement, une prépondérance de sociétés exportatrices, présentes dans les services ou la technologie. À l'inverse, les entreprises purement industrielles ont vu leur poids reculer depuis 20 ans sous le joug de la concurrence des pays asiatiques. Les entreprises que l'on pourrait qualifier de résilientes sont, elles, assez peu présentes au sein du top 100. C'est la raison pour laquelle nous pensons que leurs perspectives boursières sont particulièrement attractives. Elles sont actuellement « sous les radars » et relativement peu détenues. Leur capacité à naviguer dans le contexte géopolitique qui prend forme aujourd'hui en fera les gagnantes de demain. Il est encore temps de se positionner !

Aymeric Gastaldi

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

ET SI L'INFLATION ÉTAIT FINALEMENT DE RETOUR ?

Le cycle généralisé de baisse des taux des principales banques centrales s'est fait attendre, le temps de bien juguler l'inflation et de se rapprocher en moyenne du niveau magique de 2% de hausse annuelle de l'indice des prix. Alors que tout semblait sous contrôle, l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis rebat les cartes. Les mesures protectionnistes annoncées sous forme de droits de douanes punitifs ravivent le spectre de la guerre économique et le risque d'un rebond de l'inflation aux niveaux national et international.

TRUMP, UN SOUTIEN POUR LE DOLLAR

Les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis ont commencé à rebondir dès le 4 octobre en réaction à des créations d'emploi beaucoup plus élevées que prévues (voir graphique 1). Un tel chiffre supposait un moindre besoin de soutien de l'économie par des taux bas et aussi un risque de retour d'inflation par la consommation intérieure. Depuis, l'indice des prix a rebondi de 2,4% en septembre à 2,6% en octobre. Le projet du nouveau président des États-Unis qui prévoit de taxer les importations chinoises à hauteur de 60% et celles en provenance du reste du monde entre 10% et 20%, de diminuer les impôts et d'abaisser les réglementations devrait à nouveau pousser les prix à la hausse. Les réponses des pays impactés sur le front de la guerre économique devraient quant à elles avoir un effet similaire sur le plan international. Le cycle généralisé d'assouplissement monétaire se trouve donc remis en question dans son ampleur et dans sa durée, et en premier lieu aux États-Unis. En effet, même si Jay Powell a confirmé l'indépendance de la Réserve Fédérale face à la volonté de contrôle de Donald Trump, la meilleure santé que prévu de l'économie et le rebond de l'indice des prix justifient de faire une pause dans le cycle, voire de revoir à la hausse l'objectif final de taux. L'effet positif induit sur le portage du dollar américain lui apporte un solide soutien à moyen terme sur le marché des devises contre la majorité des autres monnaies.

LE YEN SOUS PRESSION EN RAISON DE L'INSTABILITÉ POLITIQUE AU JAPON

Cette situation pose un problème majeur à la Banque du Japon, en pleine crise de crédibilité alors que le pays fait face à sa plus grave crise politique depuis 15 ans. Le parti libéral démocrate, à la tête du pays depuis l'après-guerre, a perdu la majorité à la Chambre des représentants sur fond de scandale financier, et le Premier ministre fraîchement arrivé, Shigeru Ishiba, se trouve dans l'incapacité d'agir. Sans stabilité politique, le yen perd nettement de son attrait en tant que valeur refuge pour les investisseurs internationaux. Enfin, la banque centrale hésite à remonter son taux directeur malgré un regain d'inflation, tant l'économie nippone reste fragile. Le risque évident de dépréciation du yen au-delà du niveau de 155 yens pour 1 dollar devrait inciter la Banque du Japon et le ministère des Finances à intervenir tant sur le plan des taux que sur le marché des changes, pour éviter qu'une plongée du yen ne péjore plus encore une économie vacillante.

UN EURO RESTANT DANS SON CANAL, UN FRANC SUISSE QUI DEVRAIT RESTER STABLE

En Europe, le contexte reste résolument différent avec une économie fragile qui justifierait une baisse des taux et une inflation sous contrôle qui permettrait à la BCE de le faire. De quoi favoriser une baisse de l'EUR contre l'USD. Et pourtant, dans sa « politique des petits pas », Christine Lagarde laisse planer le doute sur les prochaines décisions de l'institut d'émission suggérant qu'une pause ne serait pas exclue. Cette posture permet de garder la parité EUR/USD dans son canal de fluctuation entre 1,0450 et 1,10.

L'effet positif induit sur le portage du dollar américain lui apporte un solide soutien à moyen terme sur le marché des devises contre la majorité des autres monnaies.

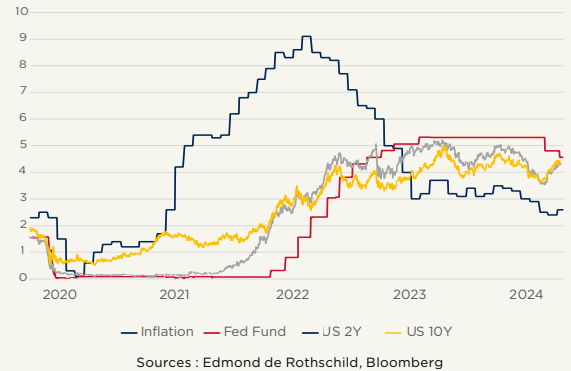
En Suisse, le rebond de l'inflation ne s'inscrit pas dans les préoccupations de la BNS, avec un indice qui a fléchi à 0,6% en octobre (voir graphique 2). Par ailleurs, la BNS a abaissé son taux directeur de 0.5% le 13 décembre, pour atteindre 0.5%. La situation de force relative du franc suisse soutient elle aussi une poursuite de la baisse des taux pour diminuer l'attractivité de la monnaie helvétique, autre que son caractère de valeur refuge. Assez pour éviter une envolée du franc, mais trop juste pour permettre une baisse durable. Tout plaide pour une certaine stabilité proche des niveaux de marché actuels.

LES CATALYSEURS SUR L'OR SE POURSUIVENT

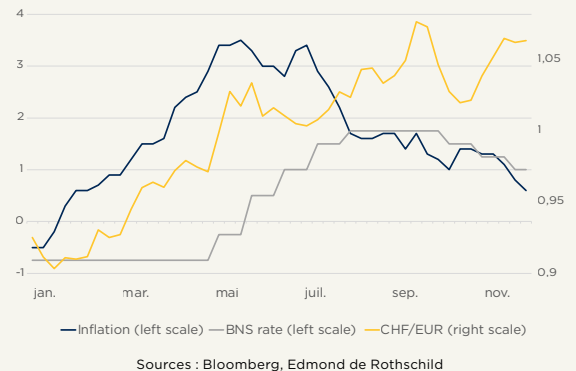
Enfin, l'or pâtit de la remontée des taux américains, mais devrait rester soutenu par le contexte géopolitique tendu, les achats réguliers des banques centrales des BRICS et son effet diversifiant dans un marché soumis au risque inflationniste.

Jean-Marc Guillot
Trésorier Groupe

Inflation & taux d'intérêt



BNS & inflation



AVERTISSEMENT

Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright ©2024 groupe Edmond de Rothschild - Tous droits réservés.

