



S1 2025 | PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Naviguer Dans L'instabilité Géopolitique

Février 2025

Résumé Exécutif

L'arrivée de Donald Trump suscite une nouvelle vague d'optimisme parmi les petites entreprises et les consommateurs. Certains segments de l'économie américaine entament la nouvelle année avec une dynamique solide, ayant été moins sensibles aux hausses de taux lors de ce cycle. Toutefois, les facteurs de risque à la baisse doivent être surveillés de près afin d'atteindre le scénario consensuel d'« atterrissage en douceur ». L'environnement d'investissement à l'aube de cette nouvelle année s'annonce de plus en plus complexe, influencé par les divergences politiques, l'évolution contrastée des dynamiques de croissance et une incertitude géopolitique accrue.

L'administration américaine adopte une position nettement plus stricte en matière de commerce. La diplomatie économique redevient un outil clé de la politique étrangère. Les droits de douane constituent la principale variable d'incertitude pour la croissance et l'inflation. L'évolution du paysage géopolitique pourrait être un catalyseur majeur pour les marchés, avec des risques de mauvaises interprétations ou de conséquences imprévues.

Bien que résiliente jusqu'à présent, la dynamique économique actuelle reste menacée par des facteurs à évolution lente. Le marché du travail a retrouvé son équilibre après des années de déséquilibres marqués, mais des signes de fragilité commencent à apparaître. La croissance du crédit à la consommation ralentit tandis que les défaillances augmentent. Les difficultés du secteur de l'immobilier commercial (CRE) se propagent des bureaux vers les immeubles résidentiels, les hôtels et le commerce de détail.

Le cycle synchronisé d'assouplissement monétaire de l'an dernier est terminé. La Fed est en pause. La BCE et la BOE poursuivent leur cycle d'assouplissement. La BOJ resserre sa politique, marquant une nette rupture avec la politique d'accommodement qu'elle mène depuis des décennies. Les différentiels de taux seront un moteur clé des marchés des changes, et plus encore au cours de l'année à venir.

L'Europe continue de lutter contre la stagnation. La vigueur de l'économie américaine, tirée par les services, exerce une pression importante sur ces économies interdépendantes qui reposent sur les exportations de biens. La Chine, réticente à mettre en place des mesures de relance agressives, n'est plus le moteur de croissance qu'elle a été par le passé et peine à restaurer la confiance domestique.

Nous maintenons une allocation neutre en actions et surpondérons les obligations souveraines. Le paysage macroéconomique évolue, et les marchés ne reflètent pas pleinement les risques à venir. La concentration du marché des actions est extrême, tandis que le soutien de la valorisation est faible. Nous recommandons de surpondérer les secteurs défensifs par rapport aux secteurs cycliques et les moyennes capitalisations par rapport aux grandes capitalisations. La valorisation relative des actifs non américains est attrayante, mais nécessite une reprise ou une accélération de l'activité mondiale. Par conséquent, nous maintenons une surpondération relative des actions américaines. Nous conservons une position longue sur l'USD à l'approche de l'entrée en vigueur des droits de douane, mais nous anticipons un sommet au cours du premier semestre 2025, à mesure que la volatilité des politiques commerciales atteindra son apogée. Tant que la demande des banques centrales ne montre pas de signes d'affaiblissement, nous maintenons notre surpondération sur les métaux précieux, recommandant d'acheter lors de replis.

INVESTMENT STRATEGY VIEWS							
					Bearish	Neutral	Bullish
Global Asset Allocation				Fixed Income			
Equities				Governments			
Fixed Income				Corporates			
Commo/Special Opp.				Investment Grade			
Alternatives				High Yield			
Cash				Duration			
Equities				Regions			
Regions				Currencies			
US				DM			
Europe				EM			
APAC				USD			
EM				EUR			
Sectors				JPY			
Communication Service				GBP			
Consumer Discretionary				CHF			
Consumer Staples				SEK			
Energy				Other			
Financials				Legend ■ - Current View			
Health Care							
Industrials							
Information Technology							
Materials							
Real Estate							
Utilities							

Macroéconomie Mondiale

Une Nouvelle Vague d'Optimisme

L'arrivée de Donald Trump suscite une nouvelle vague de confiance. L'optimisme des petites entreprises s'est nettement amélioré depuis la période électorale présidentielle (**Figure 1**). Bien qu'il soit important de souligner que les enquêtes de la NFIB ont tendance à avoir une forte base de répondants républicains, le mouvement et l'optimisme soutenu sont remarquables. Les conditions de crédit attendues ont atteint leur niveau le plus élevé depuis des décennies, tandis que les prévisions de bénéfices des entreprises se sont également améliorées.

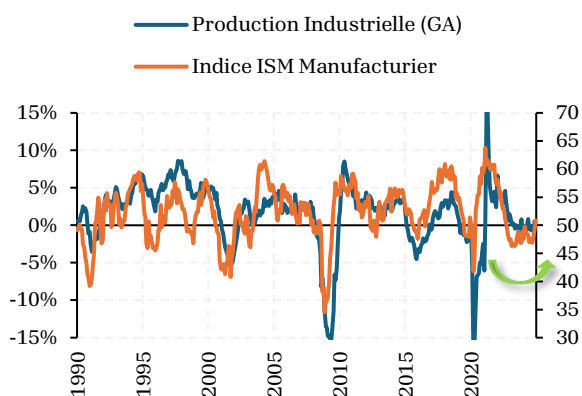
Figure 1 : Optimisme des Petites Entreprises (NFIB)



Sources. MAM, NFIB.

Après plus de deux années de stagnation et de contraction, l'activité manufacturière pourrait également montrer des signes de reprise. La production industrielle américaine reste négative en glissement annuel (GA), mais elle ne recule plus comme lors des cycles précédents. Par ailleurs, l'indice ISM manufacturier progresse et se rapproche d'un territoire expansionniste (**Figure 2**). Une reprise de l'activité hors services constitue un développement positif qui, s'il se confirme, pourrait soutenir la croissance mondiale.

Figure 2 : Production Industrielle aux US et ISM Manufact.

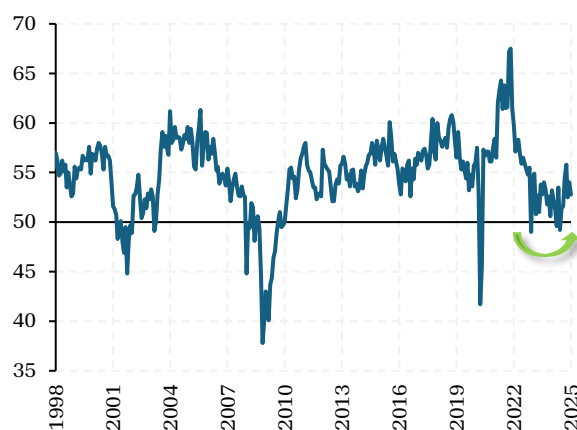


Sources. MAM, Fed, ISM.

Les services ont été moins sensibles aux hausses de taux

La résilience du secteur des services a été l'un des principaux facteurs expliquant la solidité économique relative des États-Unis. L'indice ISM des services, bien qu'il ait flirté à plusieurs reprises avec le seuil critique de 50 (**Figure 3**) ces dernières années, est resté le plus souvent au-dessus de ce seuil. Dans l'ensemble, ce segment de l'économie, qui représente une part croissante du PIB, s'est montré relativement résistant à l'environnement actuel de taux d'intérêt élevés. Néanmoins, il n'est pas à l'abri d'un ralentissement. Par exemple, les nouvelles commandes, les carnets de commandes et les données sur l'emploi se sont détériorés.

Figure 3 : Indice ISM des Services



Sources. MAM, ISM.

Naviguer dans les incertitudes géopolitiques Américaines

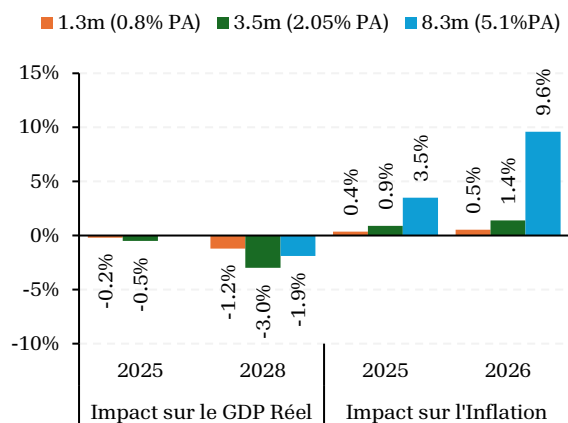
L'investissement de Trump et son premier mois en fonction ont confirmé un climat d'incertitude politique. La raison principale de l'élection de Trump reste l'inflation. Par conséquent, nous anticipons que l'impact net de ses nouvelles politiques sera neutre à déflationniste, faute de quoi le contexte pourrait devenir particulièrement difficile à l'approche des élections de mi-mandat.

Tarifs douaniers. Trump a adopté une position plus souple que prévu à l'égard de la Chine et plus sévère à l'égard du Canada et du Mexique, suggérant une modulation des tarifs. Comme lors du premier mandat de Trump, une augmentation graduelle des droits de douane pourrait en atténuer les effets, même si elle aboutit in fine à un affaiblissement de la croissance.

Immigration. Selon le bureau du recensement, 2,8 millions de personnes ont émigré aux États-Unis entre 2023 et 2024. Ce chiffre amplifie la tendance observée

depuis la fin de la pandémie (2,3 millions 2022/2023 et 1,7 million 2021/2022). Si l'augmentation de l'immigration a contribué à atténuer les tensions sur le marché du travail, celui-ci reste dans un état de plein emploi. Les mesures de déportation massive pourraient entraîner une résurgence des tensions salariales liées à la pénurie de main-d'œuvre dans certains secteurs. Toutefois, ce ne serait pas la première fois que le pays procède à une expulsion massive de travailleurs en situation irrégulière. En 1954, sous Eisenhower, l'opération Wetback a entraîné la déportation de 1,3 million de travailleurs (2,05 % de la population active). Ce précédent permet d'estimer un ordre de grandeur quant aux actions que l'administration pourrait entreprendre ainsi que leurs implications sur la croissance et l'inflation (Figure 4).

Figure 4 : Impact de l'expulsion des travailleurs en situation illégale



Sources. Peterson Institute for International Economics (Sep24) BNP CIB, MAM. (PA = Population Active)

- (1) 1.3m = Même nombre que l'opération Wetback.
- (2) 3.5m = Même % de la PA que l'opération Wetback.
- (3) 8.3m = Nombre estimatif de travailleurs illégaux

Énergie. La capacité de production excédentaire sur le marché mondial du pétrole demeure significative. L'OPEP+ a procédé à plusieurs réductions de production afin de soutenir les prix, permettant aux producteurs hors OPEP+ d'augmenter leurs capacités en conséquence. Lors de ses récentes réunions, l'OPEP+ a annoncé son intention d'accroître sa capacité de production, limitant ainsi le potentiel de hausse des prix du pétrole dans un contexte où la demande ne montre pas de signes d'accélération. Une baisse des prix du pétrole est un élément clé pour l'administration Trump, car elle facilite la mise en œuvre de ses politiques tarifaires et de ses engagements en matière d'immigration sans déclencher une flambée immédiate de l'inflation. Les prix d'équilibre ayant considérablement baissé ces dernières années pour atteindre environ 60 USD/bbl pour le WTI, les producteurs de schiste américains sont en mesure de s'adapter à ces niveaux de prix plus bas.

Ensemble, les restrictions à l'immigration et la déréglementation de l'énergie pourraient ne pas faire

augmenter l'inflation. Les tarifs douaniers demeurent le moteur le plus probable de son accélération.

Politique Economique vs Diplomatie Economique

L'inflation reste la principale préoccupation des consommateurs. Par conséquent, les droits de douane sont plus susceptibles d'être utilisés comme des outils politiques visant à atteindre des objectifs économiques plutôt que comme des déclencheurs d'un nouveau choc inflationniste.

La diplomatie économique est en train de devenir un élément déterminant de la stratégie de politique étrangère des États-Unis. S'appuyant sur des précédents historiques (c'est-à-dire le protectionnisme d'avant la Seconde Guerre mondiale), les États-Unis utilisent des outils économiques pour poursuivre des objectifs géopolitiques et de sécurité nationale en plus de leurs objectifs économiques traditionnels. Ce changement illustre une approche plus large dans laquelle les mesures économiques sont intégrées aux stratégies politiques et militaires afin de renforcer la primauté mondiale des États-Unis au niveau mondial.

L'impasse diplomatique entre les États-Unis et la Colombie au sujet de l'expulsion de ressortissants colombiens est un exemple récent et notable de cette approche. Face au refus de la Colombie d'accepter le retour des expulsés, les États-Unis ont imposé en urgence des droits de douane de 25 % sur les importations colombiennes, menaçant de les doubler à 50 % dans les jours suivants. Des mesures supplémentaires (interdictions de voyage et un renforcement des contrôles aux frontières) ont été mises en place pour intensifier la pression. La résolution rapide du différend, la Colombie ayant finalement cédé et accepté les déportés, souligne la volonté des États-Unis d'exploiter leur influence économique pour obtenir des concessions.

Ces événements, combinés aux politiques commerciales de la nouvelle administration, marquent un retour à une diplomatie économique plaçant en priorité les intérêts américains. L'usage des tarifs douaniers, des sanctions et d'autres instruments stratégiques traduit une volonté plus large de restructurer les interdépendances économiques mondiales tout en consolidant une base industrielle nationale plus robuste, conformément aux engagements de campagne du président.

Globalement, ces politiques représentent un choc négatif, car des taux d'intérêt plus élevés et des politiques tarifaires agressives (ou une volatilité commerciale accrue) renforcent le dollar. Des taux durablement élevés se répercutent ensuite négativement sur les conditions financières mondiales. Avec une économie américaine fonctionnant à son potentiel, un marché du travail équilibré et une inflation au-dessus de l'objectif, nous maintenons notre

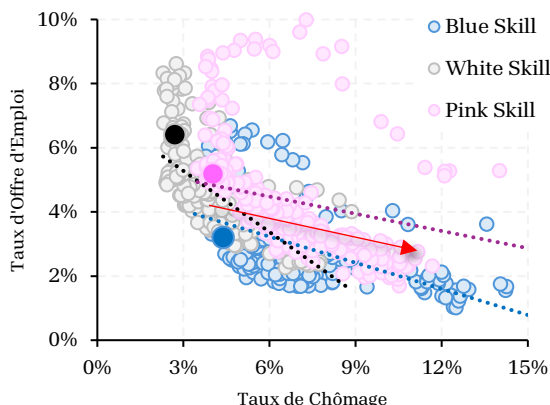
anticipation d'une pause dans l'assouplissement monétaire de la Fed – du moins pour l'instant.

En fin de compte, l'économie américaine est très tendue. L'équilibre est de plus en plus difficile à atteindre. Des signes de vulnérabilité sont apparus au cours des deux dernières années et ne vont pas disparaître.

Un marché du travail qui s'approche de son point d'inflexion

En 2022, un niveau extrêmement élevé d'offres d'emploi a isolé le marché du travail. Pratiquement toute personne perdant son emploi pouvait rapidement en retrouver un, évitant ainsi une hausse du chômage. Aujourd'hui, les offres d'emploi sont revenues à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie. Le taux d'offres d'emploi s'établit à 4,5 %, se rapprochant du seuil critique de la courbe de Beveridge – un point à partir duquel une nouvelle baisse des offres d'emploi pourrait déclencher un cycle auto-renforçant de hausse du chômage (Figure 5). Les travailleurs des secteurs manuels et des services de proximité (*blue and pink collar workers*) approchent déjà ce seuil critique. Jusqu'à présent, les emplois de bureau (*white collar jobs*) ont fait preuve de résilience, mais les données du secteur des services anticipent un ralentissement.

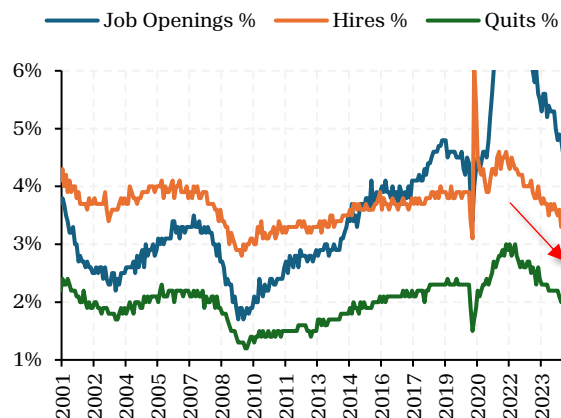
Figure 5 : Courbe de Beveridge



Sources. MAM Research, BLS.

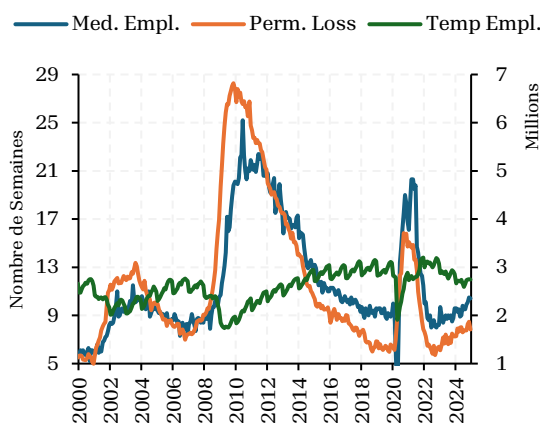
Alors que les offres d'emploi diminuent et que les embauches atteignent leur niveau le plus bas depuis 11 ans (Figure 6), il devient de plus en plus difficile pour les travailleurs sans emploi de retrouver du travail. Le nombre de personnes ayant perdu un emploi de manière permanente (*Perm. Loss*) est supérieur de 33 % à son niveau d'avant la pandémie. La durée médiane du chômage (*Med. Empl.*) a augmenté pour atteindre 10,4 semaines, tandis que l'emploi dans les agences d'intérim (*Temp Empl.*) un indicateur avancé du marché du travail – a reculé (Figure 7).

Figure 6 : Resserrement du marché du travail américain



Sources. MAM, BLS.

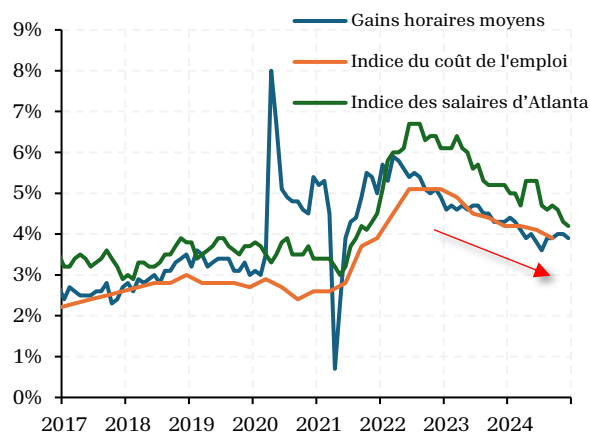
Figure 7 : Signes de détérioration du marché du travail US



Sources. MAM, BLS.

Le ralentissement du marché du travail a contribué à atténuer les pressions sur les prix, limitant ainsi l'inflation salariale (Figure 8). Bien que les nouvelles politiques migratoires puissent potentiellement perturber ces avancées, nous estimons que cette probabilité reste limitée. Les études empiriques apportent peu de preuves d'un impact significatif de l'immigration sur la croissance des salaires.

Figure 8 : Croissance des coûts salariaux et de l'emploi aux États-Unis

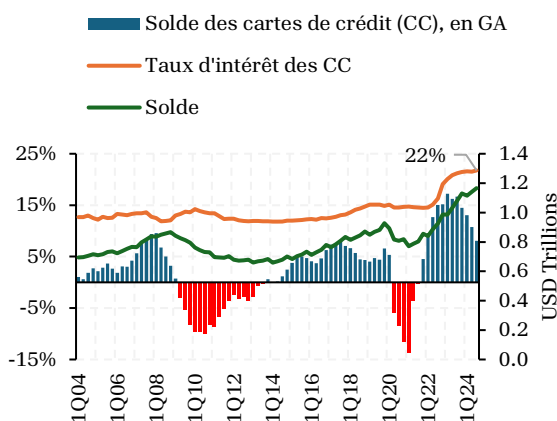


Sources. MAM, BLS, Atlanta Fed,

Ralentiement du crédit à la consommation aux États-Unis

Bien que le resserrement du crédit ait atteint son apogée en 2023, et que les récentes mises à jour de l'enquête *Senior Loan Officers Survey* (SLOOS) indiquent une amélioration des conditions, la croissance du crédit renouvelable a ralenti à son niveau le plus faible en trois ans. Les ménages les plus aisés ont largement bénéficié de la remontée des taux d'intérêt et de la réappréciation des actifs, tandis que les ménages plus vulnérables ont été les premiers à ressentir l'impact de la hausse des coûts d'emprunt. En excluant le quintile supérieur, tous les autres groupes de revenus affichent des actifs liquides nets négatifs (c'est-à-dire que leur crédit à la consommation excède leurs dépôts et soldes sur le marché monétaire). L'épargne excédentaire s'est tarie et est tombée en dessous du niveau pré-pandémique. Le surplus observé jusqu'à récemment était largement concentré dans le quintile supérieur. Par ailleurs, au premier semestre 2024, 35 % des crédits en situation de défaut présentaient un taux d'utilisation de l'emprunt compris entre 90 % et 100 %. Ainsi, il n'est pas surprenant d'observer un ralentissement marqué de la croissance du crédit renouvelable. À plus de 21 %, le crédit renouvelable est cher. Pourtant, les soldes n'ont jamais été aussi élevés (**Figure 9**).

Figure 9 : Soldes des Cartes de Crédit

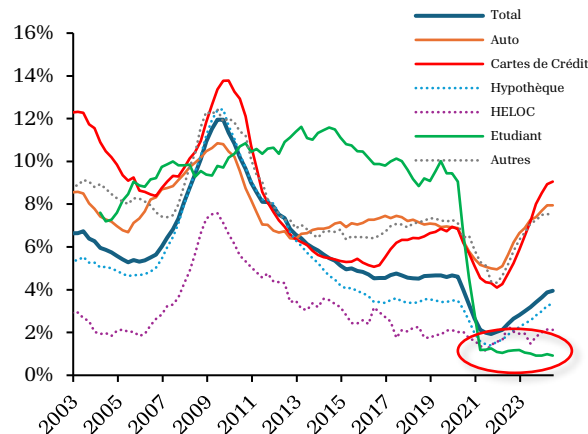


Sources. MAM, Bloomberg, NY Fed.

Nous continuons de constater une hausse des risques liés au crédit à la consommation. Les défauts de paiement augmentent dans plusieurs catégories, notamment les cartes de crédit et les prêts automobiles (**Figure 10**). Toutefois, le véritable niveau des défaillances reste encore masqué par la suspension des remboursements des prêts étudiants, qui fausse la lecture des tendances actuelles. Le dispositif de reprise progressive des remboursements sur 12 mois a été conçu pour protéger les emprunteurs les plus vulnérables. Il a été appliqué automatiquement, sans que les emprunteurs aient à entreprendre de démarches pour en bénéficier. Ainsi, entre le 1^{er} octobre 2023 et le 30 septembre 2024, tout paiement manqué n'était pas

considéré comme un défaut ni un retard de paiement, et par conséquent pas signalé aux agences de crédit ou de recouvrement. Les défaillances de crédit reflétant les conditions d'il y a 60 jours au moment où elles sont signalées, le 2^e trimestre 25 devrait marquer un tournant dans le cycle du crédit à la consommation.

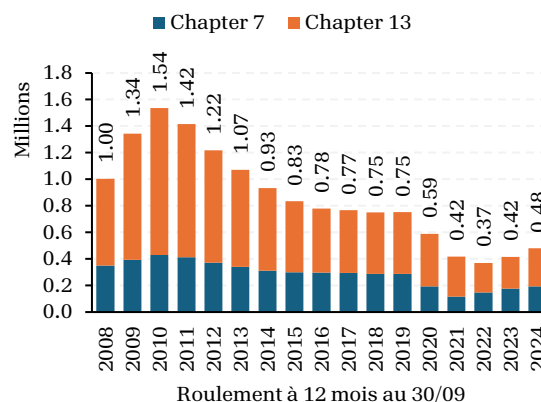
Figure 10 : Défaillances de 30 jours par type de prêt



Sources. MAM, Bloomberg.

L'administration précédente a déployé d'importants efforts pour éviter une détérioration des bilans des ménages. Cependant, à mesure que les aides d'État s'estompent, le cycle du crédit reprend progressivement son cours. À mesure que les excédents d'épargne s'épuisent, que les soldes de crédit augmentent et que le coût de l'endettement demeure élevé, une part croissante de consommateurs peine à boucler leur budget. Bien que toujours inférieures à leurs niveaux d'avant la pandémie, les faillites personnelles progressent lentement (**Figure 11**). Il sera essentiel de surveiller cette tendance dans les mois à venir, alors que la période de transition pour le remboursement des prêts étudiants a expiré. Avec l'alourdissement du fardeau du crédit à la consommation, les défauts de paiement suivront inévitablement.

Figure 11 : Faillites de consommateurs aux États-Unis

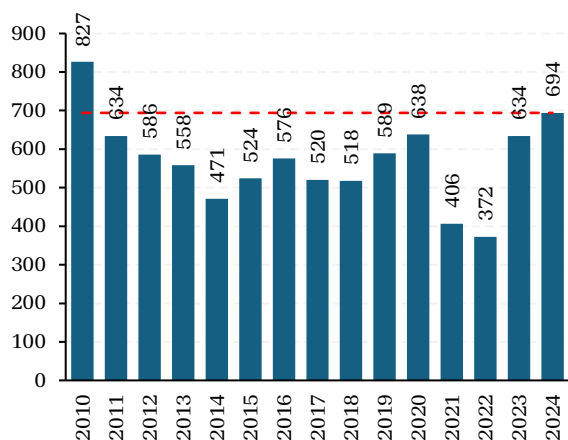


Sources. MAM, United States Courts.

Hausse des Faillites d'Entreprises

Bien que les faillites personnelles restent sous contrôle, il en va autrement pour les entreprises. L'an dernier, les faillites d'entreprises ont atteint leur plus haut niveau depuis la Grande Récession (**Figure 12**). Le maintien de taux d'intérêt élevés sur une période prolongée constitue un défi majeur pour les emprunteurs d'entreprise les plus vulnérables. Par exemple, les échéances de la dette à haut rendement (*high yield*), mais aussi des obligations d'entreprises de catégorie *investment grade*, continuent de se réduire, les emprunteurs reportant au maximum leurs besoins de refinancement afin d'éviter de devoir s'endetter à des taux actuellement très élevés.

Figure 12 : Faillites d'Entreprises par Année

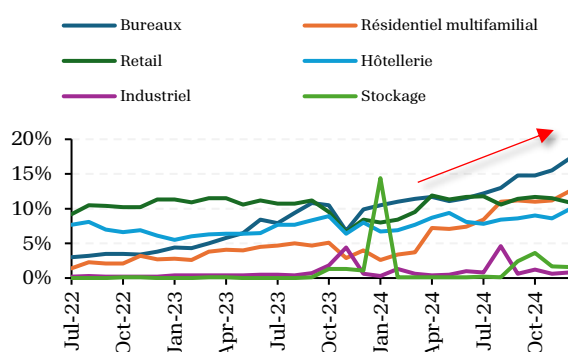


Sources. MAM, S&P Global.

Les Défaillances dans l'Immobilier Commercial (CRE) Persistent

La situation du marché de l'immobilier commercial (CRE) continue de se détériorer et ne se limite plus aux bureaux (**Figure 13**). Le taux de vacance dans le secteur des bureaux a atteint des niveaux record l'an dernier. Non seulement les défauts de paiement sur les prêts adossés aux bureaux ont fortement augmenté, mais les défaillances sur d'autres types de prêts CRE ont également atteint de nouveaux sommets cycliques, affectant les appartements, les centres commerciaux et l'hôtellerie.

Figure 13 : Taux de défaillance CRE par segment



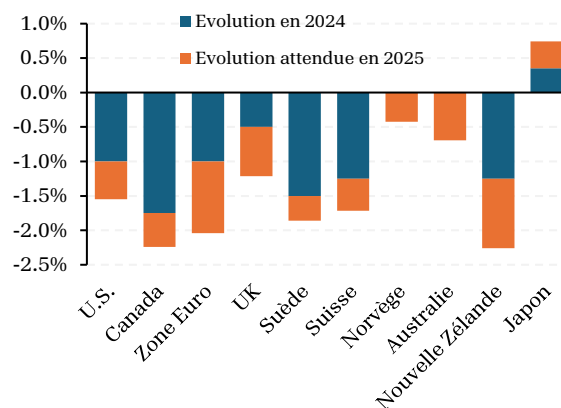
Sources. MAM, CRED-iQ.

L'an dernier a été une année électorale majeure, avec des scrutins dans des pays représentant plus de 60 % du PIB mondial. La polarisation politique a été la norme plutôt que l'exception. Ces changements de leadership génèrent une large gamme d'incertitudes, notamment en ce qui concerne les politiques de la nouvelle administration américaine. Tous les pays ne sont pas également préparés à absorber ces chocs politiques, que ce soit d'un point de vue cyclique ou structurel. L'économie américaine apparaît comme la plus résiliente dans ce contexte. L'Europe doit faire face à une combinaison de problèmes structurels, d'une crise de confiance et de défis politiques majeurs pour ses dirigeants en place. De son côté, la Chine, réticente à engager de vastes mesures de relance, peine à restaurer la confiance.

Des Politiques Monétaires Divergentes

Bien que les économies mondiales suivent rarement un parcours identique, l'année dernière a révélé des trajectoires particulièrement contrastées. Aux États-Unis, la croissance a dépassé les attentes tout en s'accompagnant de baisses de taux, en net contraste avec l'Europe, où les risques de récession restent significativement plus élevés. Même au sein des régions, ces divergences sont visibles. En Europe, l'Allemagne et la France sont confrontées à une stagnation économique, tandis que l'Espagne continue d'afficher une croissance dynamique. Après une période de relâchement monétaire coordonnée à l'échelle mondiale, l'hétérogénéité croissante du paysage économique nécessitera des réponses politiques différenciées à l'avenir. La Fed ralentit désormais le rythme des baisses de taux, en raison du ralentissement des progrès sur l'inflation et de la stabilisation du marché de l'emploi. À l'inverse, la BCE et la BoE cherchent à contrer le ralentissement de la croissance économique. Se démarquant des autres grandes banques centrales, la BoJ prévoit de resserrer sa politique monétaire, amorçant ainsi le démantèlement de ses politiques ultra-accommodantes (**Figure 14**).

Figure 14 : Taux des Banques Centrales Mondiales

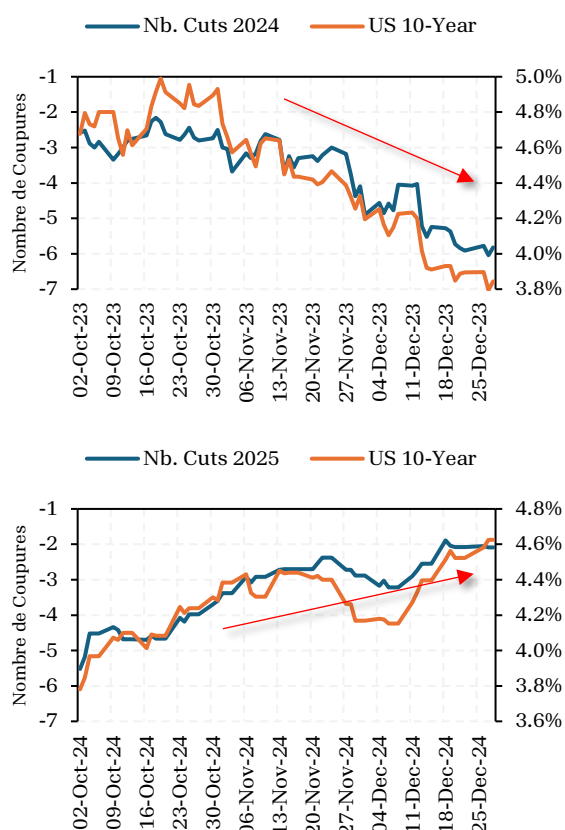


Sources. MAM, Bloomberg.

Un Renversement des Attentes Américaines

En début d'année dernière, le consensus anticipait une récession, tout comme nous, avec des marchés intégrant six baisses de taux aux États-Unis. Un an plus tard, le paysage est totalement inversé (**Figure 15**).

Figure 15 : Attentes de Baisse des Taux Américains et Rendements à 10 ans



Sources. MAM, Bloomberg.

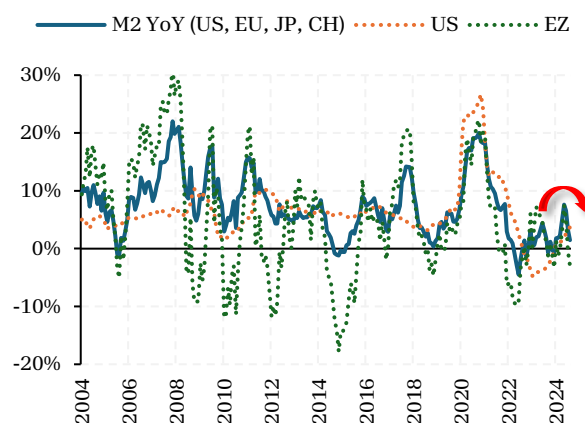
Le consensus prévoit une croissance décélérant mais restant proche de son rythme tendanciel aux États-Unis. Les attentes en matière d'inflation ont été réajustées, les dernières données montrant un ralentissement des progrès vers l'objectif de 2,0 %. Les inquiétudes liées à la politique budgétaire, aux hausses de prix induites par les droits de douane et aux pénuries de main-d'œuvre (résultant des nouvelles politiques migratoires) accentuent ces tensions et repoussent les anticipations de baisses de taux.

Si l'économie américaine bénéficie d'une dynamique sous-jacente favorable en 2025, les incertitudes se multiplient à l'horizon. La croissance devrait rester robuste au premier semestre 2025, mais un ralentissement est attendu au second semestre. Les risques baissiers liés aux droits de douane sont nettement sous-estimés par les marchés. L'économie américaine se trouve dans une position plus précaire qu'il n'y paraît.

La Masse Monétaire se Réduit, Encore...

Après deux années de politiques monétaires restrictives, la croissance de la masse monétaire (M2) a repris au S1 2024. L'accélération de l'activité économique au S2 2024 semble être le résultat des effets différés de l'assouplissement des conditions financières (Figure 16), d'une anticipation des importations avant l'instauration potentielle de nouveaux droits de douane, ainsi que d'une augmentation des investissements liés à l'IA. Cependant, ces trois facteurs de soutien devraient progressivement s'atténuer ou s'inverser au cours de l'année 2025, recentrant l'attention des banques centrales sur la croissance plutôt que sur l'inflation. La divergence croissante des politiques monétaires à l'échelle mondiale devrait limiter la progression de la masse monétaire globale (M2), accentuant ainsi les risques de ralentissement économique.

Figure 16 : Croissance de la Masse Monétaire (M2) en GA

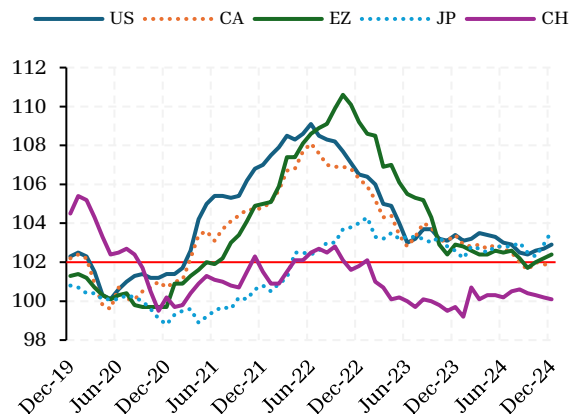


Sources. MAM, Fed, ECB, BOJ, PBOC.

...Alors que la Désinflation S'enraye

Après une phase de désinflation synchronisée à l'échelle mondiale, la dynamique s'est diversifiée au S2 2024, avec des progrès plus limités ces derniers mois. La désinflation des biens ne joue plus un rôle aussi favorable, tandis que l'inflation des services reste persistante. Il en résulte une réaccélération généralisée des tendances inflationnistes. Toutefois, certaines exceptions notables subsistent, la Chine et la zone euro luttant toujours contre le risque de déflation (**Figure 17**).

Figure 17 : Taux d'Inflation vs. Niveaux de Jan.2020 (GA %)

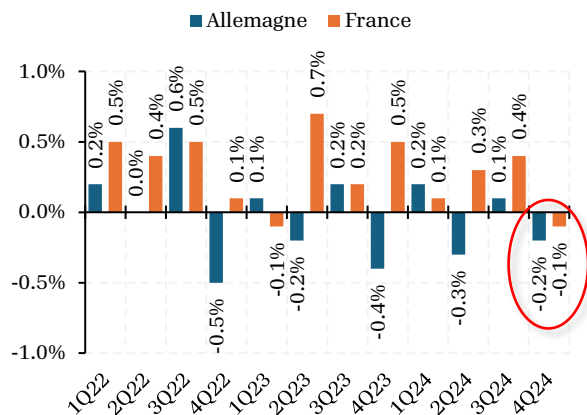


Sources. MAM, Bloomberg. (100=0% d'Inflation en GA)

Une Croissance Mondiale Lente ex-US

La reprise économique américaine, portée par les services, n'a pas bénéficié aux exportations de la zone euro. Plus encore, la faiblesse de la demande en Asie, combinée à des prix de l'énergie plus élevés, a lourdement pénalisé les économies axées sur les exportations, comme l'Allemagne. L'économie allemande s'est à nouveau contractée au T4 (Figure 18). De son côté, la France est en stagnation, avec une croissance proche de 0 % sur la même période. Les attentes croissantes en matière de chômage pourraient inciter les ménages à accroître leur épargne de précaution, maintenant ainsi une croissance inférieure à 1,0 % dans la région. Toutefois, le tableau n'est pas entièrement négatif. Bien que modérée, la croissance pourrait s'améliorer progressivement grâce à une reprise de la consommation, soutenue par la désinflation qui favorise la progression des salaires réels et la stabilisation du taux d'épargne.

Figure 18 : Croissance du PIB (par trimestre)



Sources. MAM, S&P Global.

L'économie chinoise a montré des signes de renforcement vers la fin de l'année dernière, mais cette dynamique semble largement attribuable à des exportations anticipées (notamment en prévision de nouveaux droits de douane) ainsi qu'à des programmes de *cash for clunkers* ayant stimulé à court terme l'achat d'électroménagers et de véhicules, au détriment de la demande future. La Chine fait face à un défi majeur en matière de confiance, comme en témoignent les indicateurs de consommation et d'activité des entreprises. Cette fragilité est exacerbée par une population vieillissante et un taux de chômage des jeunes à un niveau record. De plus, les déséquilibres du marché immobilier doivent être résolus, alors que la crainte d'une nouvelle correction incite les ménages à accroître leur épargne de précaution. D'importantes mesures de relance budgétaire ont été mises en place, mais des efforts supplémentaires seront nécessaires pour stabiliser les anticipations et restaurer la confiance des ménages et des entreprises (Figure 19).

Figure 19 : Confiance des Consommateurs en Chine



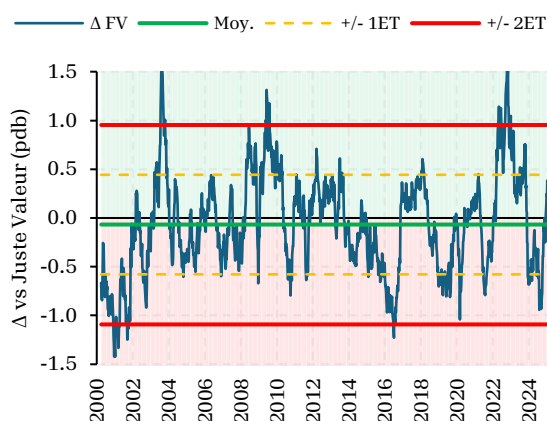
Sources. MAM, National Bureau

Vues par Classe d'Actif

Obligataire | Souverain : perspectives haussières

Les cycles synchronisés de baisse des taux sont remis en question par la divergence des fondamentaux économiques et des politiques commerciales. En 2025, les investisseurs devront différencier leur approche selon les marchés obligataires. Les taux américains sont soumis à des forces contradictoires. À court terme, il est difficile de définir une orientation claire pour la durée, mais le rapport risque-rendement reste orienté vers des taux longs plus bas. L'optimisme sur la croissance américaine est intégré dans les valorisations, mais les risques baissiers et l'incertitude macroéconomique ne le sont pas. Nos modèles indiquent que les taux évoluent actuellement au-dessus de leur juste valeur (Figure 20). Toutefois, nous privilégions une exposition neutre à la durée pour l'instant (environ 6) et une exposition réduite sur les maturités longues (30 ans), en raison des risques de hausses de l'inflation à court terme. Bien que le nouveau secrétaire au Trésor américain ait critiqué l'administration précédente pour avoir « artificiellement » maintenu les rendements des obligations à long terme à un niveau bas afin d'influencer des instruments comme les prêts hypothécaires avant l'élection présidentielle, il ne devrait pas s'écarter des politiques existantes dans l'immédiat.

Figure 20 : Déviation du Taux 10ans US de sa Juste Valeur

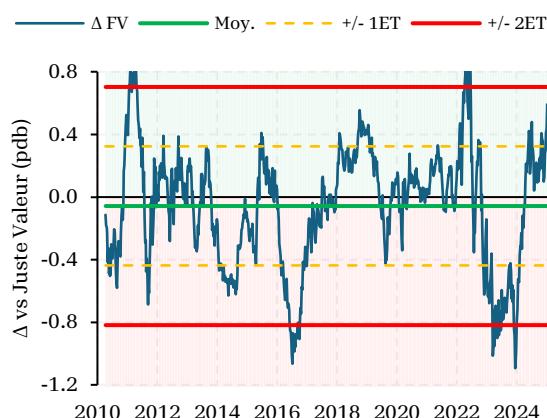


Sources. MAM, Bloomberg.

En Europe, la croissance reste atone et l'inflation ne constitue pas un enjeu aussi pressant qu'aux États-Unis. Les taux d'intérêt présentent un biais structurel baissier, avec une BCE susceptible d'accélérer le rythme de ses baisses de taux par rapport aux autres grandes banques centrales. À court terme, nous recommandons une exposition à la durée égale ou supérieure à l'indice de référence (e.g., 6.0 et plus). Nos modèles indiquent que les rendements des Bunds allemands ont encore une marge de repli avant d'atteindre leur juste valeur (Figure 21). Les risques haussiers sur les taux restent limités à l'horizon du S2 2025, avec les élections

allemandes et les discussions sur le frein à l'endettement comme éléments clés pouvant potentiellement stimuler l'activité économique. Dans le même temps, d'autres pays européens devront réduire leurs déficits budgétaires importants et revenir à des politiques budgétaires plus responsables, ce qui pèsera sur la croissance. Nous privilégions les Bunds allemands par rapport aux obligations périphériques européennes à plus haut rendement.

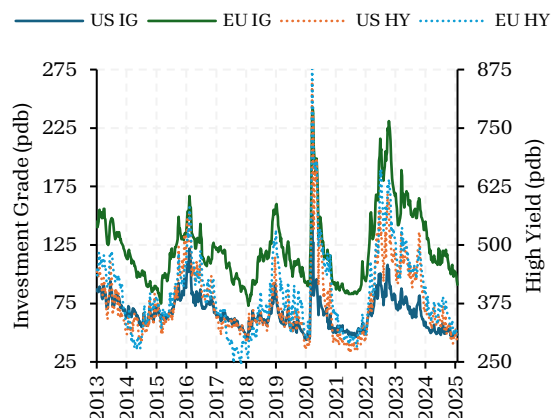
Figure 21 : Déviation du Taux 10ans Allemand de sa Juste Valeur



Sources. MAM, Bloomberg.

Les spreads de crédit ont continué de se resserrer après l'élection présidentielle américaine, certains segments se négociant à des niveaux proches de leurs plus bas historiques, avec peu de marge pour une compression supplémentaire (Figure 22). Ce resserrement a été alimenté par une croissance économique robuste et une forte demande pour les actifs à revenu fixe. Les fondamentaux restent solides, avec des rendements globaux élevés, des courbes de taux pentues et un désendettement en cours dans les segments *investment grade* (IG) et *high yield* (HY), à l'exception des déciles de moindre qualité. Toutefois, compte tenu de la combinaison de valorisations riches et de la compression du bêta, nous continuons de considérer le crédit d'entreprise comme peu attractif d'un point de vue risque-rendement. De plus, ces derniers mois, le resserrement des spreads a été davantage lié à la hausse des taux souverains sur le long terme qu'à une baisse significative des rendements des obligations d'entreprise. Ainsi, tout comme les primes de risque sur les actions américaines restent faibles, les dynamiques du crédit suggèrent qu'il existe de moins en moins d'opportunités attractives pour les investisseurs cherchant à déployer leur capital. Étant donné que les rendements attendus à partir des niveaux actuels restent faibles, nous continuons de recommander une sous-pondération du crédit dans les allocations d'actifs.

Figure 22 : US & EU – Spreads de Crédit IG & HY



Sources. MAM, Bloomberg.

Devises | Pivot en faveur de l'USD

La trajectoire du dollar américain (USD) dans les mois à venir dépendra principalement des différentiels de taux d'intérêt – un facteur auquel la devise a récemment montré des corrélations élevées – ainsi que des politiques commerciales internationales. Le débat sur les mesures de relance budgétaire pourrait également influencer le marché, en fonction de son impact sur les taux et les écarts de rendement, mais ses effets devraient se matérialiser plus tard. À court terme, nous anticipons un USD plus fort. Cependant, à long terme, nous restons baissiers sur la devise, celle-ci s'échangeant actuellement à plus de 2,0+ écart-types (ET) au-dessus de sa juste valeur sur la base du taux de change effectif réel (REER) (Figure 23).

Figure 23 : US Dollar (REER)

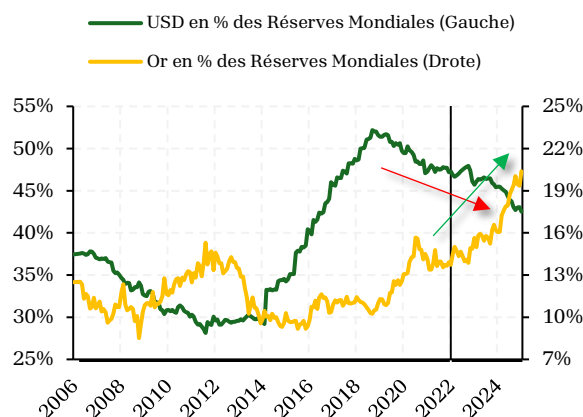


Sources. MAM, Bloomberg.

Parallèlement, nous assistons à une dédollarisation progressive des réserves mondiales (Figure 24). Depuis 2022, les réserves officielles d'or ont augmenté d'un montant à peu près équivalent à la baisse des réserves en dollars américains. Les banques centrales semblent réduire progressivement leur exposition aux devises fiduciaires, comme le dollar, en échangeant des actifs *soft* contre des actifs *hard*. Les sanctions imposées après l'invasion de l'Ukraine par la Russie pourraient

avoir été le catalyseur de ce changement de régime. À terme, cette dédollarisation constitue un facteur baissier pour le dollar américain.

Figure 24 : USD vs. Or en % des Réserves Mondiales



Sources. MAM, Bloomberg.

Le yen japonais (JPY) figure parmi les devises les plus sous-évaluées sur le marché des changes, s'échangeant à -2,0 écart-types par rapport à sa juste valeur sur une base de taux de change effectif réel (REER) (Figure 25). Nous restons positifs sur la devise, en particulier face au dollar américain (USD) et au franc suisse (CHF). La BoJ prévoit de poursuivre ses hausses de taux si l'évolution des prix et des conditions économiques correspond à ses attentes. Actuellement, la politique monétaire reste bien en deçà du niveau qu'elle considère comme « neutre », ce qui laisse une marge pour un taux terminal plus élevé. Cette divergence de politique monétaire constitue un facteur de soutien important pour le yen.

Figure 25 : Yen Japonais (REER)



Sources. MAM, Bloomberg.

L'euro (EUR/USD) a rebondi à deux reprises cette année depuis des bas d'environ 1,01. Cependant, nous considérons ces rebonds comme des opportunités à vendre (*fade*), anticipant une dernière poussée sous la parité. La « guerre commerciale » entre l'Europe et les États-Unis n'a pas encore réellement commencé, ce qui signifie que l'incertitude n'a pas encore atteint son point culminant. De plus, les négociations budgétaires aux

États-Unis sont toujours en cours. L'administration Trump et le Congrès se sont accordés sur des baisses d'impôts, mais pas sur des réductions des dépenses. Le scénario le plus probable serait donc une fiscalité plus accommodante avec des coupes budgétaires limitées, ce qui pousserait les taux américains à la hausse. Par conséquent, les différentiels de taux joueraient en défaveur de l'euro. Sur une base de taux de change effectif réel (REER), l'euro semble actuellement correctement valorisé (Figure 25).

Figure 26 : Euro (REER)

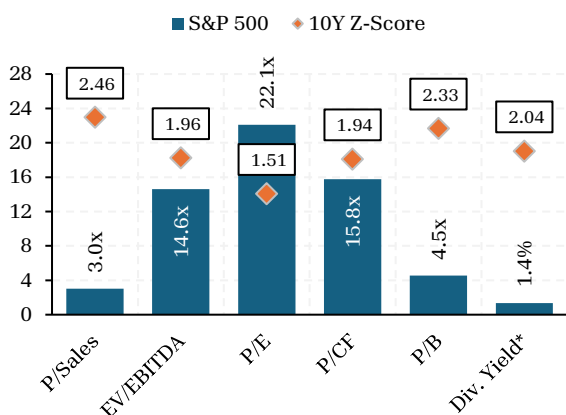


Sources. MAM, Bloomberg.

Actions | Neutre

Les marchés actions américains sont à leur niveau de concentration le plus élevé depuis un siècle. Les valorisations apparaissent extrêmes, quelle que soit la métrique utilisée (Figure 27). La domination des méga-capitalisations, qui a été un facteur clé de performance, semble de plus en plus insoutenable. La structure des rendements du marché devrait progressivement se diversifier, favorisant une approche plus équilibrée à travers des indices pondérés équitablement ainsi que les actions de moyenne et petite capitalisation.

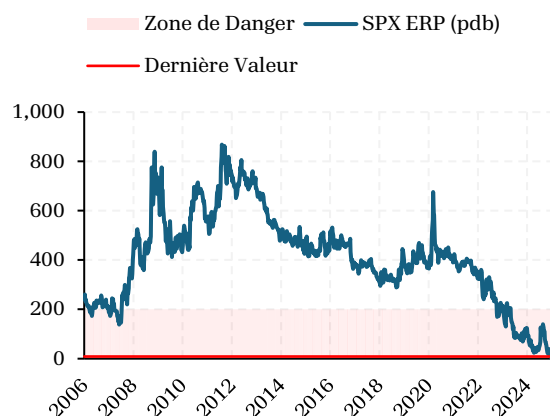
Figure 27 : Valorisation des Actions Américaines



Sources. MAM, Bloomberg. *Z-Score Inversé

Historiquement, il existe une forte corrélation entre le ratio NTM P/E (*Next Twelve Months Price-to-Earnings*) d'un indice et ses rendements annualisés sur trois ans. Aux niveaux actuels, les multiples suggèrent que les rendements annuels ajustés à l'inflation devraient avoisiner 3,0 % au cours des trois prochaines années, bien en deçà de la moyenne historique de 6,4 %. Par ailleurs, la prime de risque des actions américaines approche de zéro (Exhibit 28). Dans ce contexte, les investisseurs paient pour prendre du risque au lieu d'être rémunérés pour le faire, ce qui remet en question l'attractivité des actions américaines à ces niveaux de valorisation.

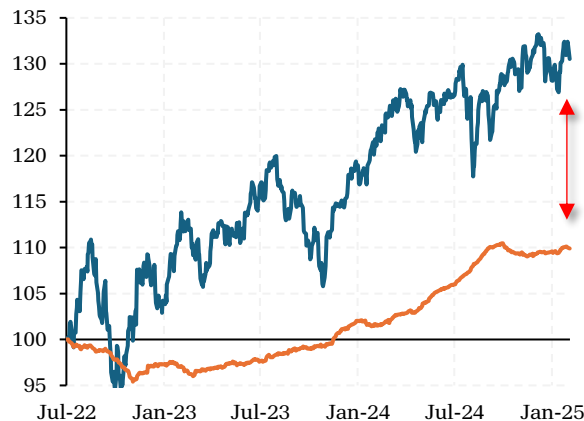
Figure 28 : Prime de Risque (ERP) des Actions Américaines



Sources. MAM, Bloomberg.

Si la croissance des bénéfices (EPS) a contribué à la hausse des marchés actions (environ 20 %), l'essentiel des gains récents (environ 80 %) est attribuable à l'expansion des multiples (Figure 29).

Figure 29 : MSCI World NTM P/E vs. EPS



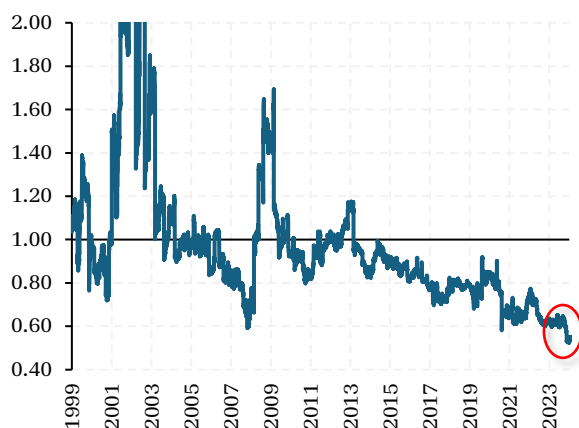
Sources. MAM, Bloomberg. Base 100 au of 01/07/2022.

En fin d'année, les investisseurs restent significativement surpondérés en actions. Les liquidités, en proportion des actifs sous gestion (AUM), s'établissent à 3,9 %, leur niveau le plus bas depuis 2021, ce qui constitue un fort indicateur contraire. Un record net de 14 % des gestionnaires entament la nouvelle année avec une sous-pondération en liquidités.

Historiquement, lorsque les niveaux de trésorerie sont aussi faibles, les rendements boursiers ultérieurs ont généralement été négatifs. Les investisseurs particuliers sont également fortement investis en actions, avec peu de liquidités disponibles pour financer de nouveaux achats marginaux, limitant ainsi le potentiel de soutien supplémentaire aux marchés.

La divergence des politiques économiques, qu'elles soient monétaires ou budgétaires, en 2025 pourrait favoriser les actions hors-US, qui se négocient actuellement avec une forte décote relative (**Figure 30**). Bien que ces marchés restent exposés à des vents contraires cycliques, la proposition de valeur relative des actions européennes et d'autres régions apparaît attractive. Nous maintenons une position neutre sur les actions hors-US, mais envisageons une rotation d'exposition au cours de l'année. Un élément clé de notre décision serait un pic du dollar et un creux dans l'activité mondiale. Par ailleurs, les élections anticipées en Allemagne prévues le 23 février pourraient constituer un catalyseur positif, notamment si la nouvelle administration adopte une approche plus souple en matière de règles budgétaires, par exemple en déclenchant une suspension du frein à l'endettement.

Figure 30 : Valorisation du MSCI World ex-US vs. US



Sources. MAM, Bloomberg.

La dynamique actuelle et les tendances sous-jacentes restent résilientes, et tant qu'aucun renversement ou changement de fond n'est observé, nous devrions maintenir une allocation neutre aux actions. Toutefois, les niveaux de valorisation actuels nous empêchent d'adopter une surpondération.

Matières Premières | Optimistes sur les Métaux Précieux

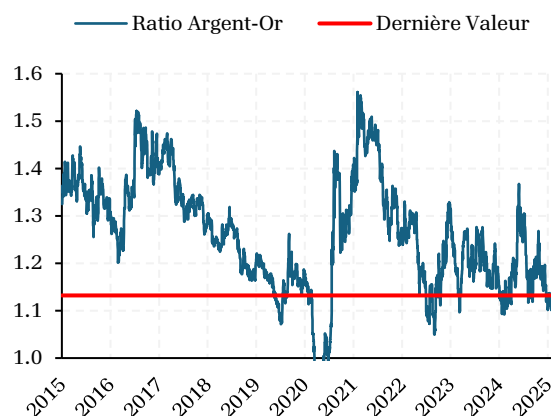
À l'approche de la nouvelle année, les perspectives générales pour les matières premières sont mitigées. Les dynamiques géopolitiques, les contraintes d'approvisionnement et les incertitudes sur la demande pèsent dans la balance.

Sur le front de l'énergie, la faiblesse de l'activité mondiale et l'augmentation de la production devraient

limiter la progression des prix du pétrole. L'administration Trump a été élue avec pour objectif de lutter contre l'inflation, et les incitations vont dans le sens du maintien du prix du pétrole bas. En dehors du spectre énergétique traditionnel, nous sommes positifs sur l'uranium, l'activité de contractualisation devant s'accélérer cette année alors que l'offre issue de nouvelles mines arrive sur le marché plus lentement que prévu.

Des baisses de taux plus importantes que prévu en fin d'année, la baisse des rendements réels et les incertitudes élevées devraient soutenir les métaux précieux. Les prix de l'or restent soutenus par une demande constante des banques centrales, la Chine ayant récemment repris ses achats. L'argent et le platine ont tous deux un potentiel de surperformance en 2025. Au-delà de ses caractéristiques de valeur refuge, l'argent devrait voir son déficit physique se creuser davantage en raison d'une forte demande liée au secteur solaire et d'une reprise limitée de l'offre minière. Le ratio argent-or est également à son plus bas niveau depuis cinq ans (**Figure 31**). Le platine est entré dans un déficit structurel, porté par une demande solide tandis que l'offre reste contrainte jusqu'en 2027. À court terme, les stocks importants en surface pourraient limiter l'évolution des prix, mais les perspectives à moyen terme restent favorables, notamment dans un environnement de taux d'intérêt et de dollar américains proches de leur pic.

Figure 31 : Ratio Argent-Or

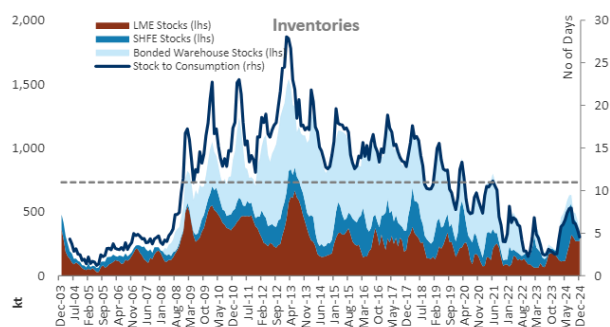


Sources. MAM, Bloomberg. XAG rebasé (facteur=100)

Les perspectives pour les métaux industriels sont relativement plus contrastées. Le cuivre, métal clé de la transition énergétique, devrait s'apprécier sur un horizon pluriannuel, mais les dynamiques à court terme risquent d'atténuer l'évolution des prix. Les marchés du cuivre semblent plus tendus à l'approche de 2025, avec une croissance plus lente de l'offre minière et un moindre soutien du recyclage alors que les stocks diminuent (**Figure 32**), mais la demande reste fortement dépendante des droits de douane et de la croissance. Malgré ces vents contraires, nous voyons encore un

potentiel de hausse des prix du cuivre à 10 000 \$/t (+14 %) à court/moyen terme.

Figure 32 : Inventaires de Cuivre



Sources. MS Research, Bloomberg.

Les matières premières présentent des perspectives contrastées pour 2025, avec des prix de l'énergie sous pression mais un potentiel de hausse significatif pour l'uranium, les métaux précieux et certains métaux industriels comme le cuivre. Les contraintes d'offre et la demande de valeur refuge devraient soutenir les gains, en particulier pour l'argent et le platine.

Annexes

Annexe 1 – Taux 2ans US



Annexe 2 – Taux 10ans US



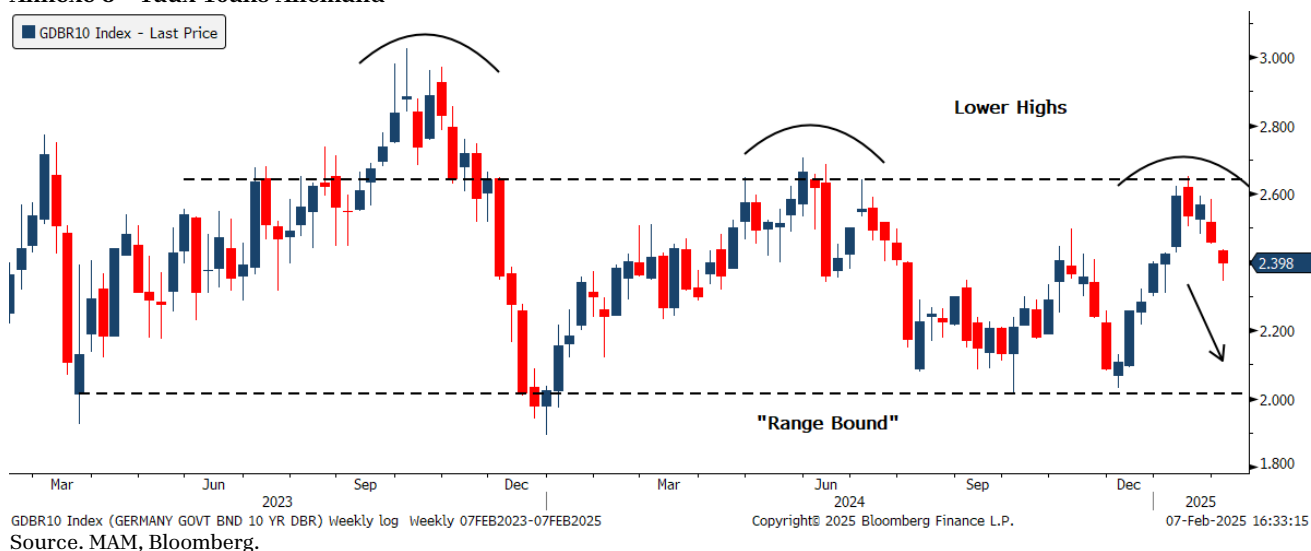
Annexe 3 – Écart des taux US 10-2 ans



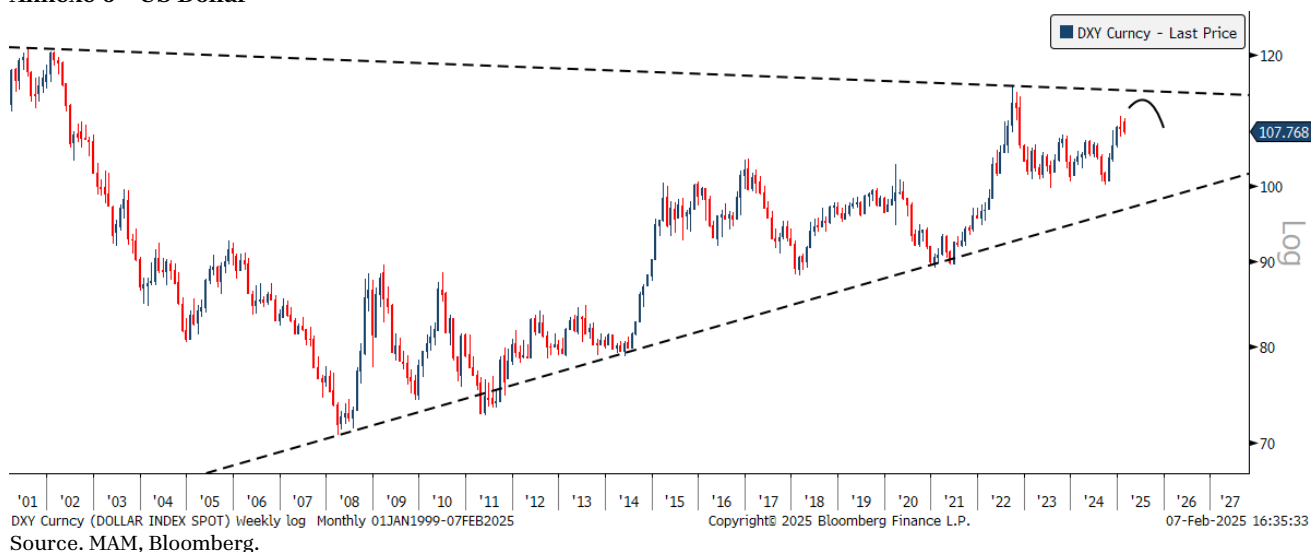
Annexe 4 – Taux 2ans Allemand



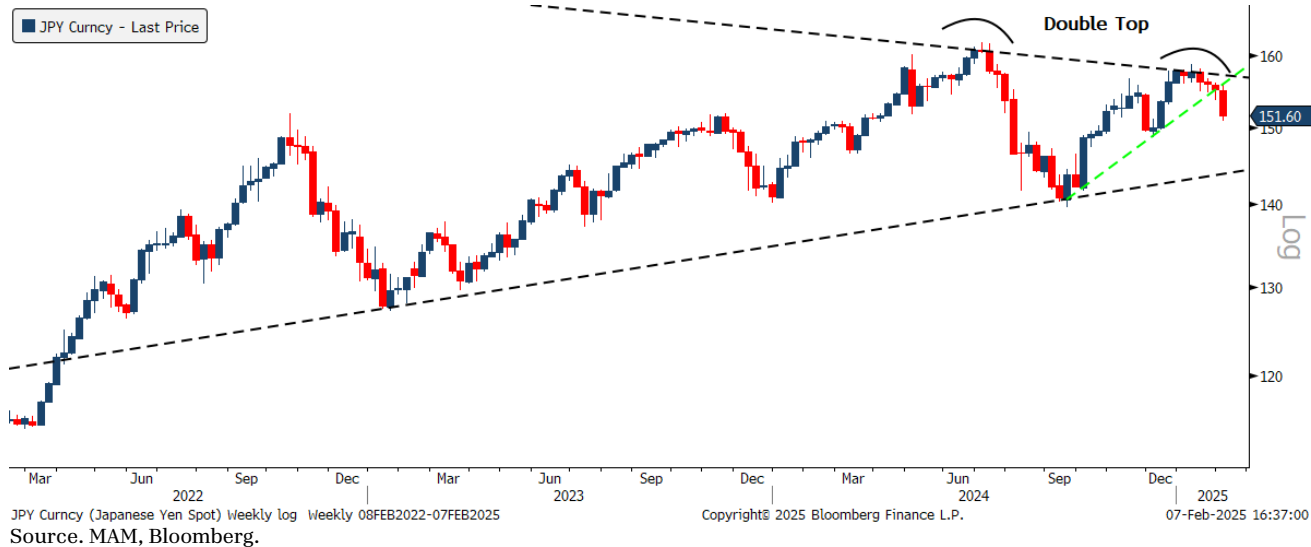
Annexe 5 – Taux 10ans Allemand



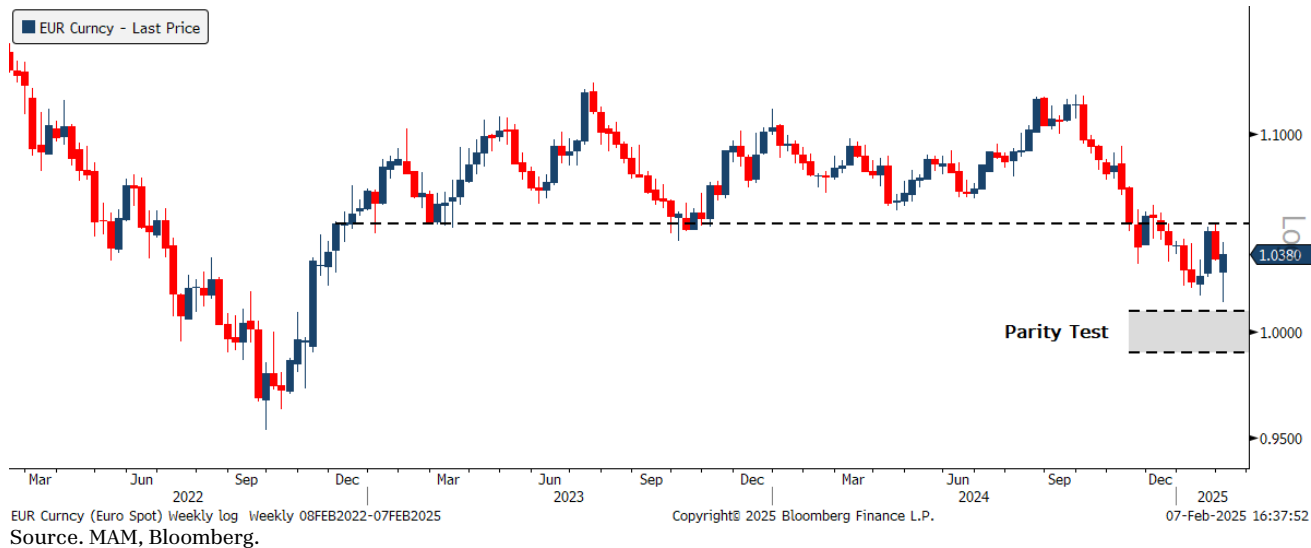
Annexe 6 – US Dollar



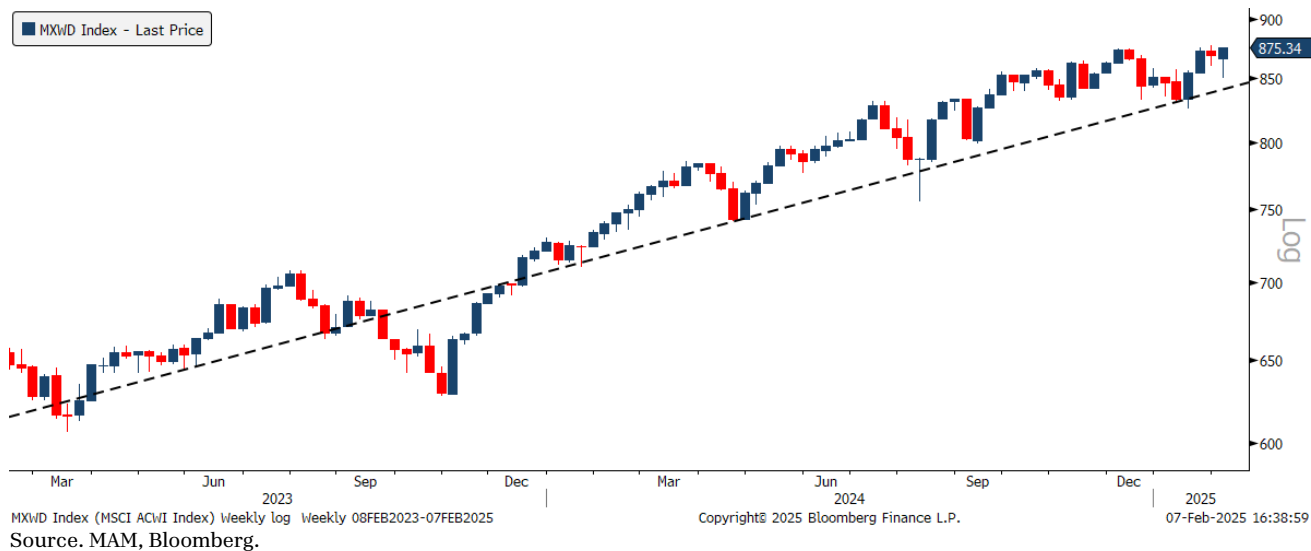
Annexe 7 – JPY vs. USD



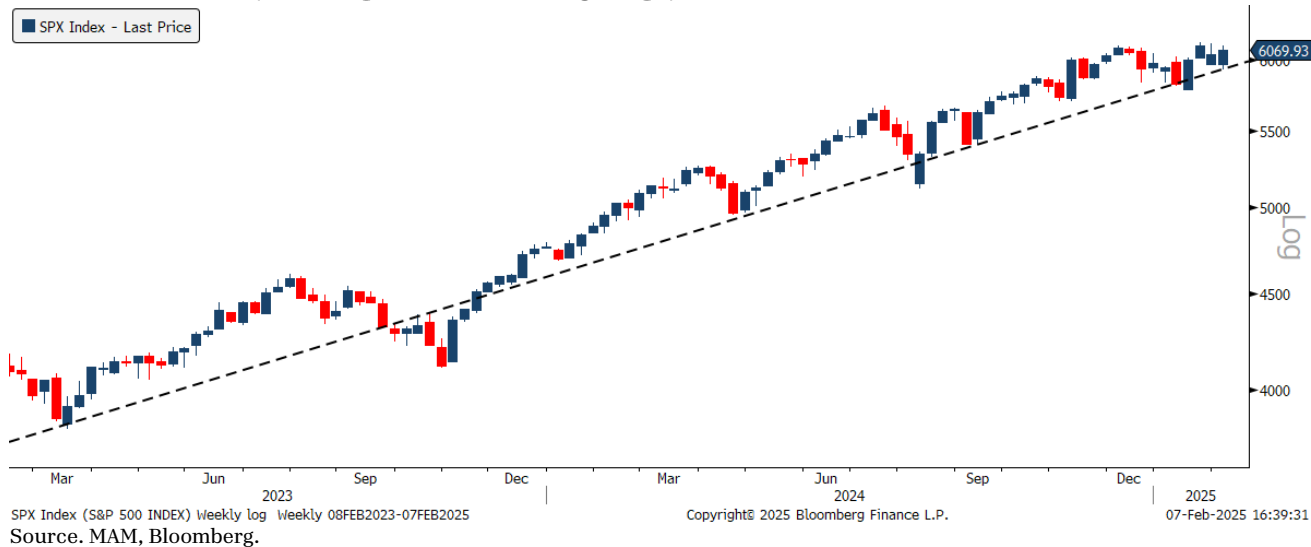
Annexe 8 – EUR vs. USD



Annexe 9 – MSCI World



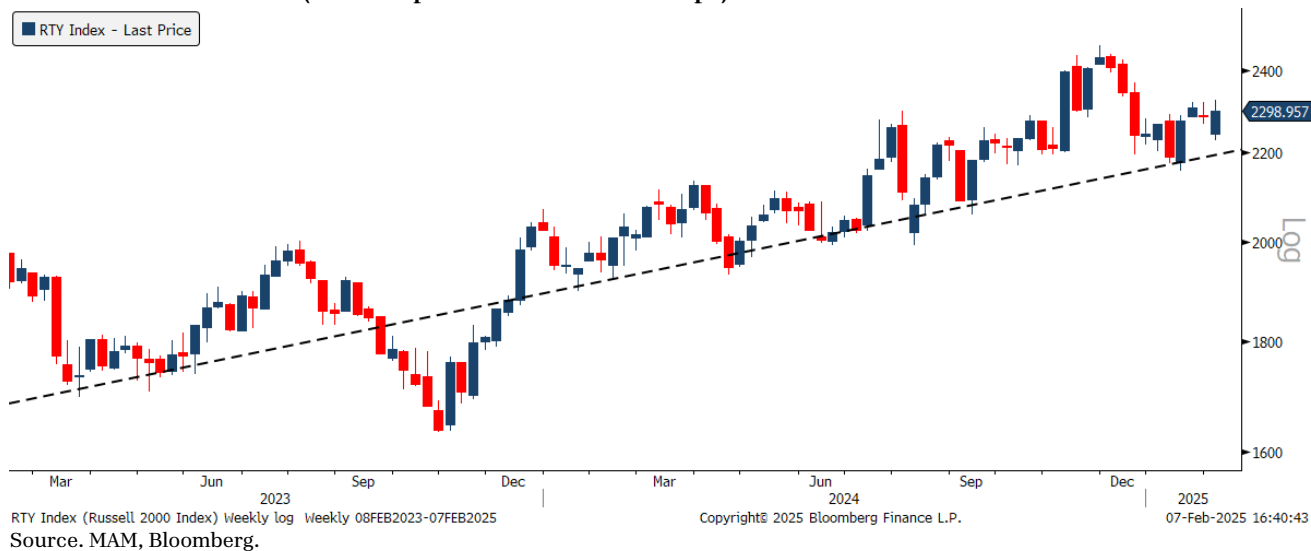
Annexe 10 – S&P 500 (Indice représentatif des Large-Caps)



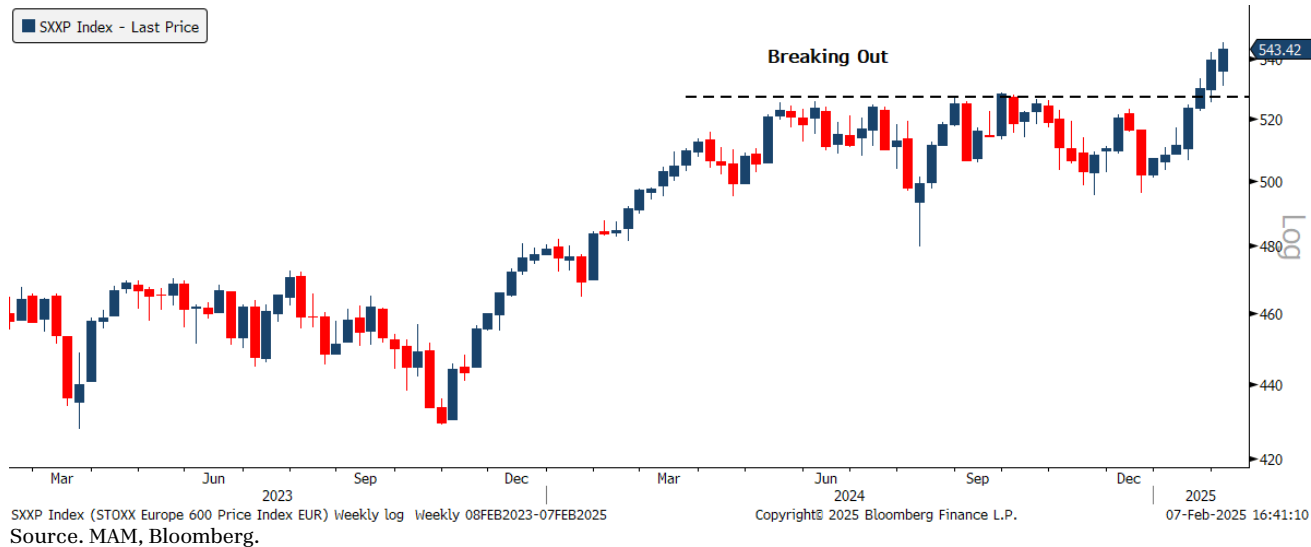
Annexe 11 – S&P 400 (Indice représentatif des Mid-Caps)



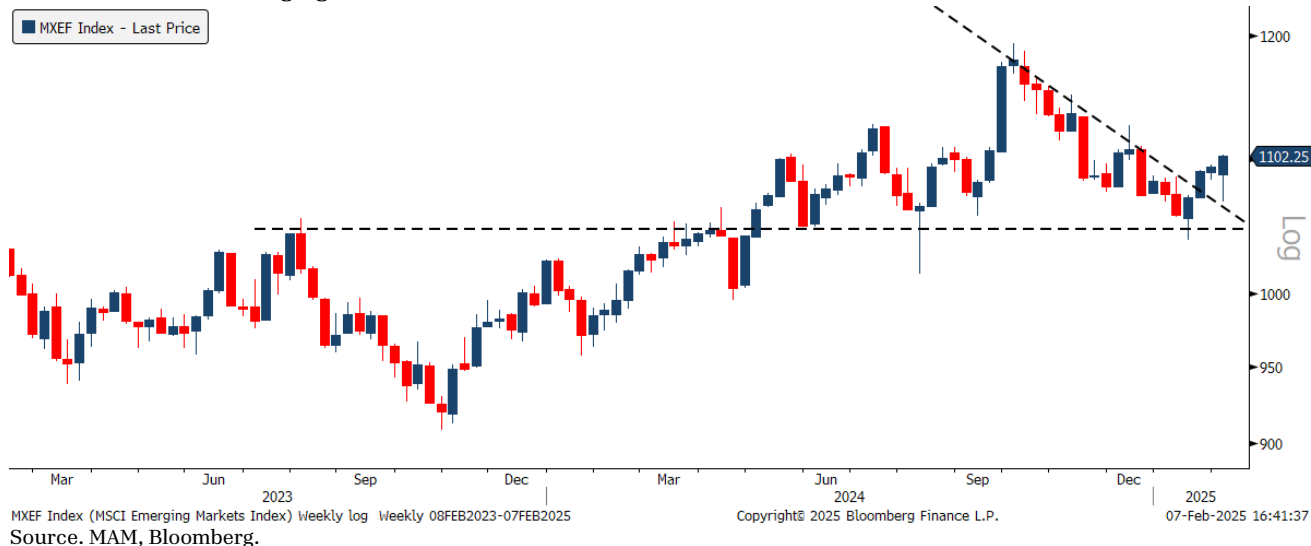
Annexe 12 – Russell 2000 (Indice représentatif des Small-Caps)



Annexe 13 – EuroStoxx 600



Annexe 14 – MSCI Emerging Markets



Annexe 15 – Broad Commodity Index



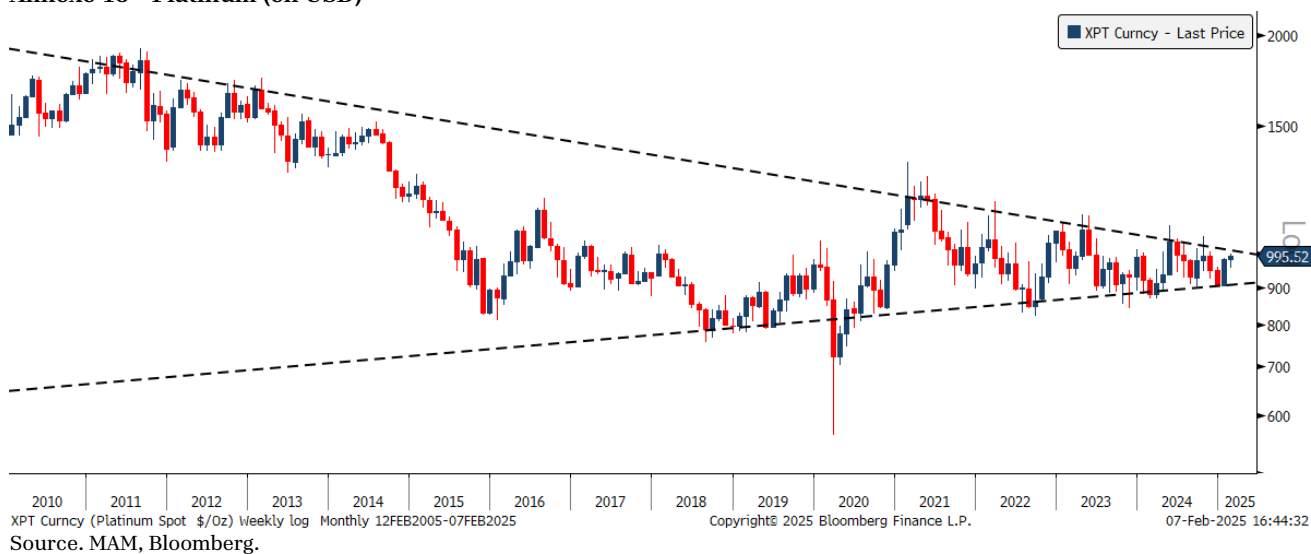
Annexe 16 – Or (en USD)



Annexe 17 – Argent (en USD)



Annexe 18 – Platine (en USD)



Annexe 19 – Pétrole Brut WTI (en USD)



Annexe 20 – Cuivre (en USD)



Annexe 21 – Uranium (en USD)

