

PERSPECTIVES & CONVICTIONS

ASSET MANAGEMENT | 1^{ER} SEMESTRE 2025



Maxi Edmond de Rothschild, vainqueur de l'Arkéa Ultim Challenge - Brest © Eloi Stichelbaut/polaRYSE/Gitana S.A.



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**

SOMMAIRE

Opportunités dans un monde
fragmenté

BENJAMIN MELMAN

P. 5

Marchés de crédit en 2025 :
encore de belles opportunités
à saisir !

ALAIN KRIEF

P.8

Actions européennes :
à l'aune d'une nouvelle ère

CAROLINE GAUTHIER

P.13

Thématiques 2025 :
au-delà de la trinité

JACQUES-AURELIEN MARCIREAU

P. 16

OPPORTUNITÉS DANS UN MONDE FRAGMENTÉ



**BENJAMIN
MELMAN**

Global Chief
Investment Officer

Le principal atout de notre environnement est le positionnement de l'économie américaine dans le cycle. Le retour à de meilleurs niveaux de l'inflation, la normalisation du marché du travail sans accident et l'absence de tensions palpables sur les marges des entreprises montrent une économie forte et équilibrée, du moins en faisant abstraction de ses finances publiques et de la situation extrêmement fragile de l'immobilier commercial. La fin du cycle paraît encore bien lointaine.

L'économie chinoise devrait sortir de l'ornière très progressivement sous l'effet du plan de relance des autorités. Et l'Europe, malgré les difficultés économiques et politiques rencontrées par l'Allemagne et la France, particulièrement en termes budgétaires pour cette dernière, ne se porte finalement pas si mal grâce à un certain dynamisme observé dans les pays du sud de l'Europe.

À la différence de la France qui n'a plus le choix qu'entre l'austérité et une crise à la Liz Truss, l'Allemagne a des marges de manœuvres considérables pour relancer son économie. Un changement politique se profile dès la fin février, les lignes politiques sur l'équilibre budgétaire sont déjà en train de bouger et peuvent changer la dynamique de ce grand pays affaibli.

DES BÉMOLS À SIGNALER

Les valorisations des actions et des obligations aux États-Unis ne sont plus attractives. La prime de risque frôle les plateaux précédents de la bulle internet. La prime de terme du marché obligataire n'est pas particulièrement élevée dans un contexte où l'inflation reste encore un peu élevée et que le retour à la Maison Blanche de Donald Trump annonce un creusement des déficits publics et un risque inflationniste plus important (si les droits de douane sont remontés et que des millions d'immigrants sont expulsés, comme annoncé). Ces niveaux nous semblent insuffisants pour que les marchés puissent encaisser des chocs non anticipés sans volatilité à outrance.

ALLOCATION D'ACTIFS

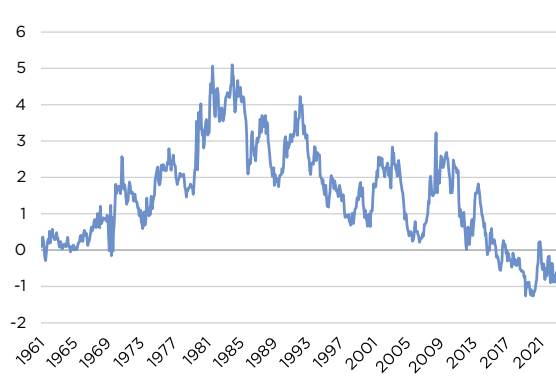
Autant le retour à la normalité de l'inflation européenne et des taux de la BCE à 2%, voire en dessous, semblent acquis, autant c'est moins clair pour l'inflation américaine. Supposons qu'il y ait 70% de chance pour que la désinflation américaine se poursuive et 30% de chance pour qu'elle s'arrête, laissant une inflation sous-jacente encore trop élevée. Supposons maintenant qu'il y ait 50% de chance pour que l'administration Trump applique son programme et fasse remonter les anticipations d'inflation et 50% de chance pour que la politique américaine ne fasse plus remonter les anticipations d'inflation (par abandon partiel ou total du programme ou bien parce

que le plan Trump était déjà en partie anticipé). On en déduit alors une probabilité de 35% qu'il y ait un rally obligataire américain, 50% de chance pour que les taux américains restent volatils et sans grandes tendances et 15% de chance pour que le marché obligataire américain reparte en *bear market*. **Il y a donc tout de même 65% de chance pour que le marché obligataire ne soit d'aucun support pour les autres actifs risqués sensibles aux taux américains, une probabilité qui change un peu l'intuition qui émergeait du cycle de baisse de taux démarré en fanfare avec une baisse de taux de la Réserve Fédérale de 50bp.**

Prime de risque actions US (Fed Model)



Prime de terme US ACM 10 ans

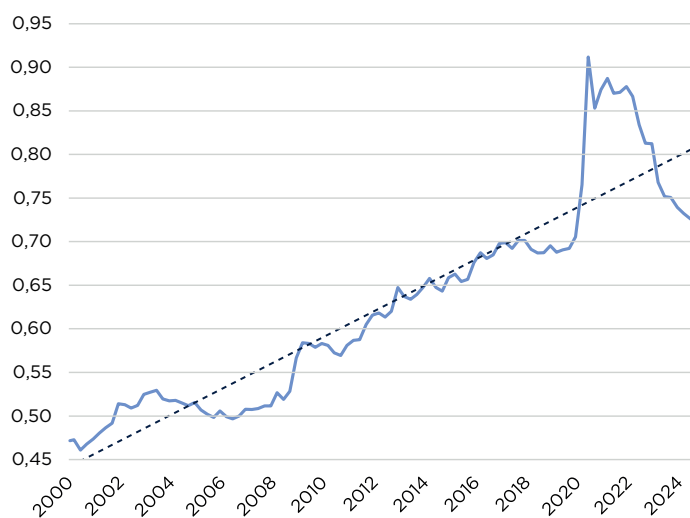


Source : LSEG Datastream. Données au 18.11.2024. Les chiffres ont trait aux années écoulées et ne préjugent pas des résultats futurs.

La liquidité américaine se tend également, comme en atteste le ratio M2/PIB ou la quasi disparition des encours du programme *reverse repo* de la Réserve Fédérale qui avaient permis d'atténuer l'effet récessif sur la liquidité du *quantitative tightening*. Il est toujours difficile de déterminer à partir de quels niveaux la liquidité devient insuffisante pour les marchés. On ne le découvre hélas qu'a posteriori.

À ce stade, nous ne voyons aucune raison de prendre des risques directionnels trop importants sur les actions ou les marchés obligataires en 2025.

Ratio M2/PIB



Source : Bloomberg. Données au 25.11.2024.

Les chiffres ont trait aux années écoulées et ne préjugent pas des résultats futurs.



ACTIONS : L'EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN, JUSQU'OU ?

Surpondérer les actions américaines est un consensus massif qu'il est aujourd'hui impossible de contester. Ce qui le rend de fait fragile puisque déjà amplement présent dans les portefeuilles des investisseurs. L'expulsion d'immigrants ou les tarifs douaniers vont-ils le faire trembler ?

La thématique de l'IA, déjà incroyablement valorisée, peut-elle encore répondre aux attentes élevées des investisseurs ? Au vu de l'ampleur des investissements dans l'intelligence artificielle, il faudra commencer à obtenir des gains visibles de cet investissement pour maintenir les anticipations de croissance. Une éventuelle

politique de relance en Allemagne pourrait-elle redistribuer les cartes d'une Europe qui semble entrer dans une stagnation séculaire ? Quid de la nouvelle donne du plan de relance chinois ?

Nous sommes actuellement surpondérés en actions américaines, une position qui sera certainement amenée à évoluer au cours de l'année sauf si la désinflation et la normalisation de la politique monétaire américaine se poursuivent sans accident économique ou politique.

La thématique du Big Data nous semble toujours essentielle, les entreprises disposant de la data ayant un avantage sans pareil à l'heure de l'intelligence artificielle pour creuser l'écart avec leurs concurrents. Nous privilégions aussi dans ce contexte géopolitique troublé marqué par le retour du protectionnisme, le thème de la résilience économique. Il s'agit d'investir dans des entreprises qui supporteraient une nouvelle disruption de la chaîne mondiale de production,

ALLOCATION D'ACTIFS

et opérant sur des thématiques liées à la souveraineté et la sécurité.

Les actions chinoises pour de nombreux investisseurs ne sont plus investissables. Un interventionnisme politique potentiellement insoutenable dans la vie des entreprises et un retournement économique majeur ont lassé les investisseurs. La menace d'une hausse des tarifs douaniers américains de 60% plombe les perspectives. Pourtant, des signes de stabilisation du marché immobilier commencent à poindre sous l'effet des mesures prises ces derniers mois. Et surtout une nouveauté : la panoplie de mesures annoncées pour soutenir le marché actions, très décoté. L'épargne des ménages chinois, jusqu'ici immobilisée sur des comptes bancaires, a légitimement augmenté ces dernières années. Toutefois, depuis l'annonce du plan de relance, l'ouverture de nouveaux comptes s'est accélérée de manière spectaculaire et la liquidité des actions chinoises s'est sensiblement améliorée. Bien que ce marché demeure très spéculatif, nous avons décidé de ne pas rester à l'écart.

Les entreprises de petites capitalisations européennes n'ont pas pu prendre leur envol en 2024 du fait de la montée du risque politique et budgétaire en France et la chute de la croissance allemande à mi-année. Nous estimons

qu'une nouvelle politique budgétaire en Allemagne donnera un nouveau départ à cette classe d'actifs qui demeure très sous-valorisée.

OBLIGATIONS : L'EUROPE POUR NE PAS SE TROMPER

Les perspectives du marché obligataire américain restent incertaines, elles seront sans doute plus limpides dans quelques mois, le temps de pouvoir confirmer ou infirmer la poursuite de la désinflation et de prendre la mesure de ce que l'administration Trump mettra en place. En attendant, nous mettons fin à notre surpondération sur les obligations émergentes, trop sensibles aux aléas de l'inflation et de la politique américaine.

Et nous renforçons les obligations financières subordonnées et les hybrides d'entreprises. Elles sont issues pour l'immense majorité d'émetteurs de bonnes notations et ont des maturités de rappel inférieures à 5 ans, soit une partie de la courbe peu dépendante des aléas américains et directement reliée aux actions de la BCE, qui ne font que peu de doutes.

Surpondérer les actions américaines est un consensus massif qu'il est aujourd'hui impossible de contester. Cette position sera néanmoins amenée à évoluer au cours des mois à venir.

La thématique de la résilience consistant à investir dans des entreprises qui supporteraient une nouvelle disruption de la chaîne mondiale de production, et opérant sur des thématiques liées à la souveraineté et la sécurité, occupe désormais une place centrale.

Sur les marchés obligataires, nous mettons fin à notre surpondération sur les obligations émergentes en attendant l'arrivée de l'administration Trump, et renforçons notre exposition aux obligations financières subordonnées et aux hybrides d'entreprises.

MARCHÉS DE CRÉDIT EN 2025 : ENCORE DE BELLES OPPORTUNITÉS À SAISIR !



ALAIN KRIEF
Head of Fixed
Income

L'année se clôture sur de solides performances en euros, à fin novembre, dans les différents segments du marché du crédit : les dettes subordonnées non-financières (corporate hybrides) affichent des gains de plus de 10 %, les dettes financières subordonnées et les marchés émergents enregistrent des performances supérieures à 9 %, le segment du High Yield européen avoisine les 8 %, et enfin la catégorie Investment Grade, plus impactée par les taux sans risque, dépasse légèrement les 4 %. Peut-on espérer reproduire ces performances en 2025 ? Cela est envisageable, mais cela ne se fera pas avec les mêmes moteurs de performance, simplement parce que le point de départ pour 2025 est sensiblement différent de celui de 2024.

RETOUR SUR LE CONTEXTE DE MARCHÉ AVANT DE SE PROJETER À FIN 2025

L'économie américaine montre une résilience remarquable face à une politique monétaire restrictive de la Réserve fédérale (FED). À fin 2024, le taux d'inflation est retombé à environ 3,2%, bien en dessous du pic de plus de 9% enregistré à mi-2022, grâce à un resserrement monétaire soutenu et à une normalisation des prix de l'énergie.

Cependant, plusieurs facteurs pourraient faire pression sur ce retour à la normale :

- Le programme économique de Donald Trump inclut une politique budgétaire expansionniste, notamment des baisses d'impôts et des dépenses infrastructurelles massives. Ces mesures, bien qu'elles soutiennent la croissance, pourraient alimenter une nouvelle flambée inflationniste.
- La croissance américaine reste résiliente avec un PIB en hausse de 2,8% au troisième trimestre 2024, contre toute attente, malgré un taux directeur

OBLIGATIONS

qui oscille autour de 4,50-4,75%.

En conséquence, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans restent élevés, flirtant avec les 4,7-4,8%, pour revenir à 4,25% fin novembre.

Le contraste est frappant en Europe. L'inflation est désormais sous contrôle, avec un taux autour de 2,1% à la fin de 2024, grâce à une normalisation des chaînes d'approvisionnement et à une baisse des prix de l'énergie. Toutefois, l'économie européenne affiche des signes de fatigue :

- Une croissance proche de 0,3% au dernier trimestre 2024, du fait d'une demande intérieure en berne et d'une contraction du secteur industriel.
- Les taux directeurs de la Banque Centrale Européenne (BCE), actuellement à 3,25%, devraient continuer à diminuer dès le premier trimestre 2025, avec une baisse progressive tout au long de l'année pour atteindre 1,75% à la fin de 2025 selon le consensus de marché, afin de stimuler l'activité économique.

Dans ce contexte, la BCE se montre particulièrement accommodante, créant un environnement favorable aux obligations européennes.

LES PRINCIPALES OPPORTUNITÉS OBLIGATAIRES CRÉDIT POUR 2025

Dans un environnement où les taux longs commencent à se stabiliser et où les banques centrales adoptent une approche plus flexible en ligne avec les indicateurs économiques (inflation, croissance, chômage...), malgré un contexte géopolitique complexe, les marchés obligataires crédit présentent des opportunités intéressantes, notamment dans **les segments du High Yield européen, des subordonnées financières et des corporates hybrides.**

Alors, il serait simple de dire qu'avec le portage, le crédit va délivrer de la performance sur 2025. Mais cette année, il est nécessaire de donner quelques détails supplémentaires pour véritablement pointer les opportunités du moment. Il est, selon nous, indéniable que ce sont des opportunités aussi bien à court terme qu'à moyen terme.

Le segment High Yield européen BB, une opportunité stratégique dans un contexte de stabilisation

Le marché du High Yield en Europe, particulièrement le segment BB, présente actuellement une combinaison intéressante de rendements élevés et de risques modérés. Ce segment est souvent composé d'entreprises bien établies, mais n'étant pas classées Investment Grade. Dans le contexte actuel, les spreads des obligations High Yield BB oscillent autour de 300 points de base au-dessus des obligations souveraines, offrant des rendements allant de 4,0% à 6%, selon les émetteurs. Ces primes compensent largement le risque perçu, d'autant plus que les fondamentaux des entreprises restent solides malgré la persistance de défis économiques. De plus, les prévisions de baisse des taux par la BCE en 2025 devraient réduire la pression sur les coûts de financement et améliorer le sentiment du marché.

Les entreprises des secteurs automobile, construction et chimie occupent une place majeure dans le segment BB. Bien qu'étant des secteurs cycliques, ils présentent des opportunités attractives grâce à des fondamentaux stabilisés et des valorisations ajustées.

Le secteur automobile a subi une pression significative en raison des hausses de taux, impactant la demande pour les biens durables et des coûts de transition énergétique, liés à l'électrification et aux nouvelles réglementations environnementales.

Alors pourquoi rester positif sur le long terme ? Plusieurs facteurs soutiennent cet optimisme :

► **Un rebond des ventes** : Les immatriculations en Europe ont augmenté de 10% en 2024, soutenues par une normalisation des chaînes d'approvisionnement et une demande reportée post-COVID.

► **Une réduction des coûts fixes** : Les grands acteurs comme Volkswagen, Renault ou encore Stellantis ont restructuré leur modèle, réduit les coûts en fermant des usines et en augmentant leur flexibilité face à la cyclicité. Les grands équipementiers ont été fortement touchés également. Et surtout, les prix de ces obligations se sont ajustés et reflètent d'ores-et-déjà les difficultés rencontrées par ces entreprises. L'ensemble du secteur devrait profiter tout de même, malgré la rude concurrence chinoise, de la reprise des volumes dans l'industrie.

OBLIGATIONS

Le secteur de la construction a été impacté par la hausse des coûts de financement et une demande plus faible pour les nouveaux projets. Cependant, les investissements publics dans les infrastructures (routes, ponts, énergies renouvelables) restent un moteur clé de la demande en Europe, soutenant les acteurs exposés aux projets publics. La réduction des prix des matières premières (comme l'acier) en 2024 participe à l'amélioration des marges des entreprises.

La chimie, un secteur également cyclique, a traversé des turbulences dues à la hausse des coûts énergétiques en 2022-2023 et une contraction de la demande industrielle et de la consommation dans certains segments (plastiques, produits intermédiaires). Néanmoins, nous observons un recul des coûts énergétiques : Les prix du gaz naturel européen sont retombés autour de 40 €/MWh, après les pics de la crise énergétique, réduisant la pression sur les marges. Par ailleurs ce secteur bénéficie de la diversification des débouchés. En effet, de nombreuses entreprises renforcent leur exposition à des segments à forte valeur ajoutée (spécialités chimiques, solutions pour batteries).

En conclusion, les obligations High Yield européennes, notamment dans le segment BB, représentent une opportunité unique :

- des rendements attrayants avec un profil de risque contrôlé, notamment dans des secteurs cycliques où les entreprises se sont restructurées et bénéficient de la normalisation des conditions macroéconomiques.
- et des perspectives positives pour 2025, avec une baisse attendue des taux par la BCE et une stabilisation de l'économie européenne.

Une approche sélective, favorisant les leaders du secteur et les entreprises avec des bilans solides, nous permet de capter la valeur offerte par ce segment tout en maîtrisant les risques.

Les subordonnées financières : Le contexte favorable aux Additional Tier 1 (AT1)

Ces obligations, émises principalement par des banques et des assureurs, bénéficient d'un environnement stable grâce à des bilans solides dans le secteur financier.

Les obligations Additional Tier 1 (AT1), un segment clé des subordonnées financières, se distinguent dans le paysage actuel. Ces instruments hybrides, souvent qualifiés de CoCo bonds (Contingent Convertibles), offrent des

rendements très attractifs en contrepartie d'un risque de coupon suspendu en cas de stress bancaire.

Cependant, le secteur bancaire européen est aujourd'hui bien préparé pour absorber les chocs potentiels, grâce à un renforcement des ratios de capital et des excès de capital :

- Les banques européennes ont significativement augmenté leurs exigences de capital avec des ratios de CET1 (Common Equity Tier 1) qui atteignent en moyenne 14-15% en 2024, bien au-dessus des exigences minimales fixées par la BCE.
- Le Total Capital Requirement (TCR), imposant un niveau de fonds propres prudentiel, est respecté avec des marges confortables, renforçant la solidité des bilans.
- Les banques européennes affichent des excédents de capital importants, avec un surplus moyen de 400 à 500 points de base par rapport aux exigences minimales, leur offrant une flexibilité pour gérer des conditions de marché plus complexes.

Cette dynamique est particulièrement marquée pour les banques du sud de l'Europe, qui affichent désormais une amélioration significative après des années de restructuration.

Les banques des pays comme l'Italie, l'Espagne et le Portugal, autrefois perçues comme plus vulnérables, présentent aujourd'hui des fondamentaux très robustes. À titre d'exemples, Intesa Sanpaolo (Italie) : ratio CET1 à 15,5%, avec un excès de capital supérieur à 600 points de base, CaixaBank (Espagne) : forte amélioration de la rentabilité et des niveaux de provision, avec un rendement des AT1 autour de 8%, ou encore Millennium BCP (Portugal) : progression notable de la solidité financière, offrant des AT1 à des spreads intéressants. Ces banques bénéficient d'un soutien structurel de la BCE et d'une économie qui, bien que fragile, est stabilisée par des politiques monétaires accommodantes.

Les AT1 offrent actuellement des rendements entre 6% et 9%, bien supérieurs aux autres instruments obligataires, notamment grâce à des spreads élevés, reflétant encore une prime de risque résiduelle liée à leur structure subordonnée et une liquidité suffisante pour permettre des ajustements tactiques en portefeuille.

Au total, investir dans ce segment est une opportunité à ne pas manquer. Dans un contexte de stabilisation des conditions macroéconomiques et de solidité accrue du secteur bancaire européen, les Additional Tier 1 se présentent comme

OBLIGATIONS

une opportunité clé pour les investisseurs à la recherche de rendements élevés. Le rattrapage des banques du sud de l'Europe offre une diversification intéressante, tandis que les grandes banques de la zone euro restent des choix sûrs grâce à leurs bilans solides et leur excès de capital. Une approche sélective et bien calibrée nous permet de capter la valeur de ce segment en pleine transformation.

Les hybrides corporate constituent une belle opportunité dans un contexte de marché en mutation

Les obligations hybrides corporate, émises par des entreprises non financières, occupent une position intermédiaire entre la dette senior et les capitaux propres. Elles offrent des rendements attractifs, souvent compris entre 5% et 7%, en contrepartie d'une structure légèrement plus risquée avec des caractéristiques spécifiques, comme une maturité perpétuelle (avec des options de remboursement anticipé) et la possibilité de suspension des coupons dans certaines conditions.

Ces instruments sont particulièrement intéressants dans l'environnement actuel où les banques centrales stabilisent leurs taux ou envisagent des baisses, soutenant la valorisation des instruments obligataires à plus long terme et

sachant que la prime de risque sur les hybrides reste élevée, en partie en raison des tensions passées sur des secteurs comme l'immobilier.

Le secteur Real Estate, qui a émis une part significative des hybrides corporate, traverse une période délicate mais offre des belles opportunités d'investissement. Mais malgré de nombreux défis, plusieurs éléments suggèrent une forte amélioration potentielle : la baisse prévue des taux directeurs en 2025 devrait offrir un soulagement important aux acteurs immobiliers en réduisant leurs coûts de refinancement. Par ailleurs, de nombreux acteurs ont intensifié la vente d'actifs non stratégiques pour renforcer leur bilan car les valorisations des actifs immobiliers atteignent des niveaux attractifs pour les investisseurs opportunistes.

Les hybrides ne se limitent pas au secteur immobilier. Les entreprises dans les secteurs de l'énergie et des utilities émettent également des hybrides attractifs comme par exemple TotalEnergies qui a des obligations hybrides avec des rendements de 5,2-5,5%, soutenues par des cash-flows stables, ou encore Enel, ses obligations hybrides offrant des rendements autour de 5,8%, et bénéficiant d'une transition énergétique bien financée. Là encore, une sélection rigoureuse reste essentielle pour maximiser les rendements tout en évitant les acteurs les plus vulnérables.

Les performances du marché du crédit observées en 2024 pourront être répliquées l'année prochaine, mais pas avec les mêmes moteurs de performance car le point de départ de l'année 2025 diffère nettement de celui de fin 2023.

Le marché du High Yield européen, plus particulièrement le segment BB, présente actuellement une combinaison intéressante de rendements élevés et de risques modérés.

Les subordonnées financières bénéficient d'un environnement stable grâce à des bilans solides dans le secteur financier, tandis que les obligations hybrides corporate, présentent des opportunités dans divers secteurs tels que l'énergie et l'immobilier, notamment en raison de la baisse des taux.

ACTIONS EUROPÉENNES : À L'AUNE D'UNE NOUVELLE ÈRE



**CAROLINE
GAUTHIER**

Co-Responsable de
la Gestion Actions

L'Europe traverse une crise d'identité profonde, mêlant stagnation économique, défis structurels et instabilité politique. Il est alors très facile de se donner de bonnes raisons d'éviter les actions européennes, tant le sentiment est négatif sur notre Vieux continent. L'élection de Donald Trump a d'ailleurs nettement accentué le scepticisme des investisseurs au point que le pic de négativité est sûrement atteint ou proche de l'être. Pourtant, comme le rappelle l'adage boursier, ne faut-il pas acheter au son du canon ?

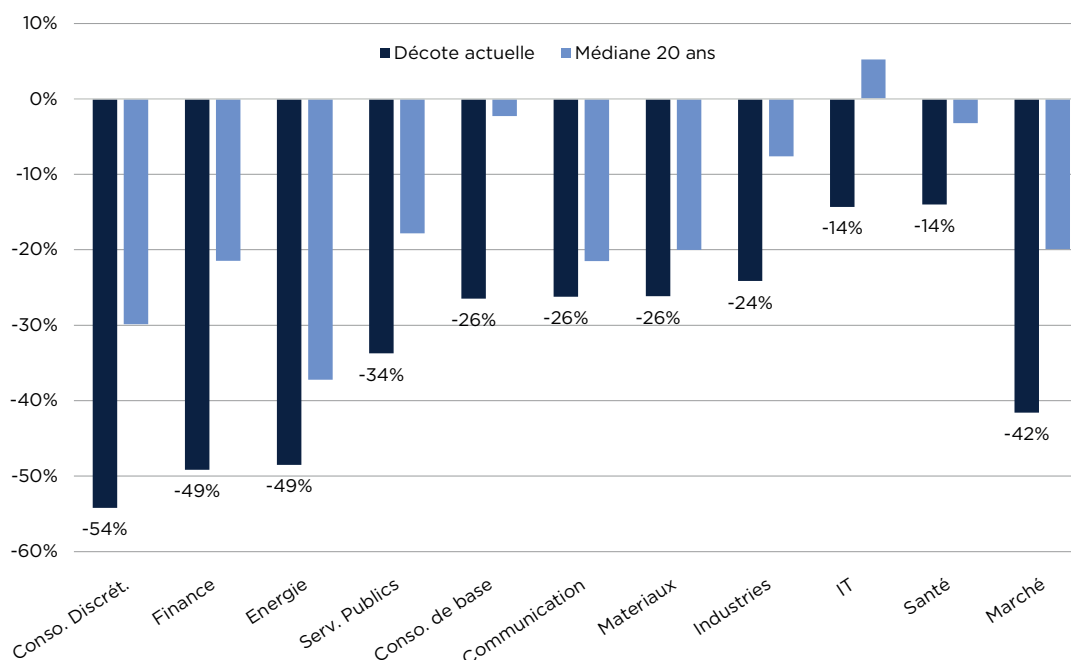
Loin d'être condamnée, l'Europe pourrait surprendre favorablement en 2025. La toile de fond est moins négative qu'il n'y paraît avec des éléments de soutien qui se mettent en place. De surcroît, de nombreuses options qui amèneraient à un scénario plus positif sont possibles. Certes, et c'est un fait rare, ces options sont toutes le fait du politique et il est donc difficile de les intégrer dans un scénario. Mais ne pas les envisager serait prendre le risque de ne pas participer à un retournement de marché courant 2025.

UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE DIFFICILE MAIS DÉJÀ INTÉGRÉ PAR LE MARCHÉ

La situation actuelle en Europe est le résultat d'un enchevêtrement de crises : économique, démographique, de productivité et politique. Les deux principales économies de la zone euro, l'Allemagne et la France, sont à l'arrêt. L'Allemagne doit repenser son modèle économique, affecté par la fin de l'énergie bon marché et une dépendance excessive aux exportations, tandis que la France lutte contre des déficits publics massifs et une instabilité politique. À cela s'ajoutent des tensions géopolitiques majeures, notamment le conflit en Ukraine et les incertitudes liées à la future politique de l'administration de Donald Trump.

ACTIONS EUROPÉENNES

Valorisations : Europe versus US 12m Fwd P/E - Primes (Décotes) actuelles et historiques



Source : FactSet, Datastream, Goldman Sachs Investment Research.

Parmi ces inquiétudes, la mise en place de barrières douanières par les États-Unis pèse particulièrement sur le sentiment des marchés. Pourtant, leur impact potentiel pourrait être surestimé. Si les entreprises du MSCI Europe réalisent en moyenne 26% de leur chiffre d'affaires aux États-Unis, une large part de cette activité concerne des services ou des ventes issues d'implantations locales. En réalité, seuls 6% du chiffre d'affaires total des entreprises européennes provient de biens directement exportés vers les États-Unis et pourrait donc être soumis à ces droits de douane, en considérant que tous les secteurs soient concernés, ce qui n'est pas certain. Ce chiffre relativise donc l'impact potentiel de ces mesures protectionnistes, souvent amplifié par les anticipations négatives des investisseurs.

Ces vents contraires sont largement reflétés dans les valorisations actuelles. Les bénéfices des entreprises européennes ont été révisés à la baisse au fur et à mesure que les anticipations de reprise des économies européennes et chinoises se reportaient sur l'année 2025. Les attentes concernant les bénéfices de la zone Euro ont ainsi été revues de -7% sur l'année 2024 et 2025. Ces révisions baissières

pourraient se poursuivre d'ici début 2025 de façon à dérisquer complètement les attentes. Les marchés intègrent déjà cette situation de croissance atone au travers de niveaux de valorisation très abordables notamment en relatif au marché américain : les actions US se payent avec une prime de 60% par rapport à l'Europe (50% en excluant les « 7 magnifiques »). Si l'on retire des biais sectoriels, la décote du marché européen est de 30% sur les US, soit deux fois plus que la moyenne historique. Et enfin, tous les secteurs européens se valorisent à présent avec une décote vs leurs homologues américains (cf. graphique 1). Cette situation inédite offre donc un potentiel de revalorisation en cas de rebond même modeste de l'économie ou de réduction de la prime politique.

DES OPTIONS POLITIQUES PORTEUSES D'ESPOIRS

Un élément clé d'un scénario plus optimiste pour 2025 réside dans les nombreuses options politiques susceptibles de modifier le sentiment de marché, mais qui restent aujourd'hui peu prises en compte. Ces options, toutes condi-

ACTIONS EUROPÉENNES

tionnées à des décisions politiques, marquent un fait nouveau dans la construction des scénarios économiques.

La résolution du conflit en Ukraine pourrait considérablement améliorer la perception des risques en Europe et relancer les flux sur les actions. En parallèle, un plan de relance budgétaire en Allemagne, encore hypothétique mais crédible avec l'élection anticipée en février prochain d'un nouveau gouvernement sûrement plus pro-entreprises, pourrait stimuler la demande intérieure et les secteurs cycliques. Du côté de la Chine, l'annonce d'un plan de relance ciblé sur la consommation pourrait offrir un soutien bienvenu aux sociétés européennes exposées à ce marché. Enfin, après de longues années de naïveté de l'Europe, et face aux défis d'un nouvel ordre économique mondial, nous ne pouvons que souhaiter le réveil d'une conscience européenne et la mise en place d'un marché intégré des capitaux. Cette union des marchés de capitaux, qui a tant fait débat jusqu'à présent, permettrait de mobiliser l'excédent européen d'épargne privée pour financer l'investissement de long terme et relancer enfin notre compétitivité.

Si ces catalyseurs sont difficiles à prévoir, leur matérialisation, même partielle, suffirait à inverser rapidement la dynamique actuelle. L'Europe, longtemps perçue comme un marché en difficulté, deviendrait alors une source d'opportunités inattendues pour les investisseurs sous-exposés à une zone affichant un retard de performance et une décote de valorisation.

DES MOTEURS DE SOUTIEN EN PLACE

Parallèlement à ces options politiques encore incertaines, les actions européennes peuvent compter sur plusieurs éléments de soutien déjà en place. La croissance mondiale, bien que revue en baisse, demeure solide et favorable à l'expansion des résultats des sociétés européennes qui, rappelons-le ne sont pas un proxy de l'économie européenne. Avec 60% de leur revenu réalisé en dehors de l'Europe, elles bénéficient de perspectives positives notamment en provenance des États-Unis. En Europe, la politique monétaire accommodante de la BCE, avec des baisses de taux attendues, finira par stimuler les crédits aux ménages et aux entreprises, favorisant une reprise des dépenses. Dans ce contexte, les actions euro-

péennes pourraient délivrer un retour aux actionnaires satisfaisant, s'appuyant sur une croissance des résultats (même très faible), un retour aux actionnaires de l'ordre de 4/5% grâce aux dividendes ainsi qu'aux rachats d'actions et un peu de revalorisation de multiples cohérente avec la baisse des taux.

L'IMPORTANCE DE LA SÉLECTION DE VALEURS

Dans ce contexte, le stock-picking, ou sélection active de titres, devient essentiel pour cibler les segments les plus prometteurs dans un environnement encore incertain.

Au sein des indices européens, le momentum de résultats peut se révéler très différent selon que les sociétés ont une exposition mondiale ou pas. Ainsi, les sociétés cotées les plus internationales et notamment exposées aux États-Unis devraient continuer d'afficher de belles dynamiques de croissance, soutenues de plus par un euro faible.

Nos choix d'investissement privilégieront également les secteurs et sociétés bénéficiaires de la baisse des taux engagée en Europe, comme les valeurs immobilières. Le contexte d'assouplissement monétaire nous amène toujours à considérer les sociétés avec un rendement élevé.

Au sein des secteurs les plus cycliques, nous nous intéresserons à des activités où les ventes se sont déjà effondrées, comme la construction, et pour lesquels l'effet de levier en cas de reprise des volumes pourrait être sensible. En outre, nous favorisons les histoires de « self help » : certaines entreprises engagées dans des plans de réorganisation interne menant à des gains d'efficacité ou profitant de synergies liées à des acquisitions, seront en mesure d'afficher des progressions de marges indépendamment du cycle économique.

Enfin, nous voyons également de la valeur dans des segments entiers de marché qui ont exagérément souffert du pessimisme ancré des investisseurs comme les valeurs françaises ou le segment des petites et moyennes valeurs dont les décotes au sein du marché européen sont historiques.

La sélectivité est particulièrement cruciale dans les secteurs « value », où il convient d'éviter les « value trap ». Certaines industries, comme l'au-

ACTIONS EUROPÉENNES

tomobile, souffrent de défis structurels importants qui limitent leur potentiel de rebond dans la durée.

En conclusion, 2025 pourrait bien être une année charnière pour les actions européennes. Avec des valorisations attractives, des soutiens monétaires devant s'accroître et des options politiques encore non intégrées, les marchés

européens offrent des perspectives intéressantes. Cependant, l'incertitude reste élevée, rendant une approche active et sélective indispensable. En ciblant des entreprises bien positionnées, les investisseurs pourraient profiter pleinement de cette phase de transition. Plus que jamais, l'Europe est à la croisée des chemins, et les optionalités futures en font une opportunité difficile à ignorer.

Le pic de négativité est sûrement atteint ou proche de l'être et toute bonne nouvelle serait de nature à enclencher de nouveaux flux sur la zone

La baisse des taux en Europe et la croissance mondiale résiliente sont des éléments de soutien

Des optionalités sont possibles mais difficiles à prévoir car entièrement dépendants de décisions politiques. Leur matérialisation, même partielle, suffirait à inverser rapidement la dynamique actuelle.

THÉMATIQUES 2025 : AU-DELÀ DE LA TRINITÉ



**JACQUES-
AURÉLIEN
MARCIREAU**

*Co-Responsable de
la Gestion Actions*

Le Momentum, l'IA générative et le Trump Trade ont dominé les marchés actions sans partage en 2024. Les critères sectoriels, géographiques, les capitalisations boursières ou encore les autres thématiques sont reléguées au second plan et ne fournissent pas une grille de lecture satisfaisante pour saisir les moteurs de performance du marché.

Une nouvelle année calendaire ne signifie pas pour autant un changement de grille de lecture. Toutefois, pour réitérer son parcours de 2024, cette trinité se doit de surmonter des défis qui lui sont propres.

Nous traiterons ces sujets par ordre de résistance, puis nous évoquerons des possibles grilles de lecture thématiques émergentes pour 2025.

LE TRUMP TRADE : PREMIÈRE VICTIME DE 2025 ?

Le retour de « l'Amérique des affaires », la « dérégulation », le « rééquilibrage du commerce mondial », sont autant de sujets qui ont galvanisé les marchés financiers en amont et au lendemain de l'élection. La meilleure illustration de ce Trump Trade est la progression de Tesla, qui au cours de l'année est passée d'une performance de -40% à +40%, soit 80% d'amplitude en seulement quelques mois. Derrière ces parcours, il y a l'espoir de l'application « littérale » de promesses de campagnes.

Néanmoins, les incohérences entre certaines mesures et les dissensions au sein des républicains, laissent entrevoir des contrepieds et de nombreuses déceptions. Par ailleurs, l'accélération du Trump Trade fut partiellement portée par des investisseurs particuliers, qui peuvent très rapidement faire évoluer leurs positions. Entre inconstitutionnalité et compromis politiques, de nombreux « Trump trades » tomberont rapidement en 2025.

ACTIONS

L'IA GÉNÉRATIVE : ENTRE DILEMME DU PRISONNIER ET RETOUR SUR INVESTISSEMENT

Portée par Nvidia, cette thématique est là pour s'inscrire dans la durée. Néanmoins, il existe aujourd'hui un ratio de 7x à 10x entre la capacité d'IA générative installée dans le monde et les applications commerciales concrètes. La poursuite des dépenses au rythme actuel ne ferait qu'accentuer la surcapacité en gestation. Pour mémoire, une partie de la fibre posée aux États-Unis en 2000 n'a toujours pas été activée. En sera-t-il de même pour certains processeurs graphiques ?

En attendant, les efforts de R&D des géants de la Tech pour atteindre la singularité technologique permettent à cette thématique de perdurer en dépit d'un retour sur investissement toujours incertain.

Tous les regards se tournent désormais sur la prochaine publication de Chat GPT 5. Une déception du point de vue des progrès technologiques de ce LLM de nouvelle génération pourrait déclencher une correction sur la thématique. Les signes d'effritement se sont multipliés depuis l'été avec un leadership thématique de plus en plus resserré autour de Nvidia et de l'énergie nucléaire, présumée essentielle aux datacenters de nouvelle génération.

LE MOMENTUM : EMPEREUR DES MARCHÉS AMÉRICAINS, PEUT-IL S'ESSOUFFLER ?

Selon les stratégestes et votre définition du momentum, ce style effectue son grand retour en grâce et signe sa meilleure performance en plus de 20 ans. Les sociétés qui ont entamé 2024 sur une dynamique d'appréciation forte et qui ont su continuer de revoir à la hausse leur chiffre d'affaires, même de manière mineure, battent en général les indices avec une marge colossale.

Les gestions Momentum, outre l'appui de nombreux algorithmes, peuvent compter sur la lame de fonds des ETFs qui amplifient les mouvements en leur faveur – pour l'instant –.

La gestion momentum tend néanmoins à s'autodétruire à long terme : les attentes s'accroissent, tout comme la performance boursière, jusqu'au moment où il devient quasiment impossible de surprendre à la hausse. C'est à ce moment qu'une vague momentum s'initie à un autre point du marché, à la faveur parfois d'éléments exogènes. Impossible à anticiper avec certitude, le « tic toc » de la bombe à retardement nous appelle néanmoins à la vigilance.

QUELQUES THÉMATIQUES ACTIONS POUR 2025 :

La résilience comme thématique d'investissement

Géopolitique, climat, populismes, inflation : le niveau de risque est sûrement l'un plus élevés des trente dernières années sur ces différents sujets.

Dans ce contexte, les investisseurs pourront se positionner sur des sociétés qui participent à la résilience de nos sociétés sur ces différents sujets et qui sont capables de pérenniser la valeur de leurs actifs dans le temps. L'objectif ne sera pas de faire la meilleure performance sur un trimestre donné, mais de doter ses allocations d'une brique thématique capable de prospérer même dans des climats plus hostiles.

Jamais il n'a été aussi facile de mettre en place une stratégie contrariante

Les marchés se sont focalisés : sur les actions, d'abord sur les États-Unis, et au sein des États-Unis sur les grandes capitalisations et au sein des grandes capitalisations, sur la thématique de l'IA générative et du Momentum.

Dans ce contexte, tout ce qui ne répond pas à cette triple qualification est d'ores et déjà contrariant et diversifiant : les petites capitalisations américaines, l'Europe, la Chine, ainsi que les thématiques de la santé ou du climat. Le point culminant de cette dernière a été marqué par l'élection de Biden – son point bas sera-t-il atteint avec la réélection de Trump ?

Quelle que soit votre stratégie de diversification contrariante en 2025, notre conviction demeure que, au-delà des considérations d'optimisation financière et des préférences de

ACTIONS

chaque organisation, il est essentiel de se rappeler qu'investir ne se résume pas à un simple placement. C'est également un acte politique

qui peut renforcer ou affaiblir des écosystèmes et favoriser l'émergence de cercles vertueux ou vicieux de financement.

En 2024, le Momentum, l'IA générative et le Trump Trade ont dominé les marchés actions. L'accélération de ce dernier a d'ailleurs été partiellement portée par des investisseurs particuliers, pouvant très rapidement faire évoluer leurs positions.

Cette trinité devra surmonter des défis majeurs parmi lesquels les incohérences politiques, les applications concrètes de l'IA générative et la pérennité du Momentum.

La thématique de la résilience ainsi que la diversification géographique et sectorielle sont à envisager pour faire face aux incertitudes accrues en 2025.

GLOSSAIRE :

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La duration correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Les ATI font partie d'une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou «Cocos». Convertibles parce qu'elles peuvent être converties d'obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d'un seuil de déclenchement prédéterminé.

AVERTISSEMENT :

COMMUNICATION PUBLICITAIRE : Ceci est une communication marketing.

Décembre 2024. 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.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre des actions de ces sociétés.

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 © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés.



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros - Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edmond-de-rothschild.com



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**