

Focus stratégie d'investissement

Perspectives pour 2025

RÉSUMÉ

- 1. Le Trump Trade 2.0 s'estompe** : les questions sur l'ampleur et le calendrier des changements de politique fédérale américaine en matière de déréglementation, d'impôts, de droits de douane et de politique étrangère resteront en suspens jusqu'à l'investiture présidentielle du 20 janvier 2025. Après un coup de pouce post-électoral en faveur du dollar, des rendements obligataires et des actions américaines, les marchés attendent désormais les détails sur les politiques qui seront menées.
- 2. Les banques centrales baisseront encore leurs taux en 2025** : la BCE devrait réduire le taux de dépôt à 2 %, tandis que le taux des fonds fédéraux américains tomberait à 3,75 % en septembre 2025, à mesure que l'inflation se calme. La baisse des taux devrait stimuler l'activité industrielle. Nous privilégions les entreprises qui investissent dans les infrastructures électriques et les data centres.
- 3. Les prix de l'énergie vont-ils encore baisser ?** Malgré les tensions au Moyen-Orient, les prix du pétrole ont baissé pour se rapprocher de la fourchette 60-70 dollars/ baril, compte tenu d'une offre plus robuste. L'augmentation de la production de l'OPEP + pourrait faire baisser les prix du pétrole, ce qui soutiendrait la consommation. Privilégier le secteur du tourisme et des loisirs, les actions britanniques et la distribution américaine.
- 4. Rééquilibrage des portefeuilles actions** : depuis la mi-2024, les marchés se sont tournés vers les actions de petites capitalisations américaines (+19 %), suivies par l'indice équipondéré S & P 500 (+14 %), le Nasdaq 100 (+5 %) étant quant à lui à la traîne. Nous continuons de préférer les petites et moyennes capitalisations américaines aux indices équipondérés et pondérés par capitalisation boursière du S & P 500 ainsi que du Nasdaq 100.
- 5. Le rallye des métaux précieux est-il terminé ?** Le cours de l'or a subi une correction dans le sillage de l'appréciation du dollar américain et de la hausse des rendements obligataires. Nous restons convaincus que le rallye de l'or et de l'argent peut se poursuivre, les moteurs de la demande sous-jacente n'ayant pas changé. Nous maintenons notre objectif de 3000 USD à 12 mois pour l'or.

SOMMAIRE

Perspectives macroéconomiques	2
Le pessimisme à l'égard de la croissance européenne est exagéré	3
La baisse des prix du pétrole et des taux d'intérêt stimule les consommateurs et les entreprises	4
La hausse des rendements obligataires refroidit les marchés actions	5
Elections américaines- Premières réactions	6
Le grand problème : des déficits budgétaires structurellement élevés	7
Nos principales recommandations	8
Tableaux économiques, change, équipe	9
Avertissement	10

LES MÉTAUX PRÉCIEUX AFFICHENT UNE PERFORMANCE ROBUSTE EN 2024



Source : BNP Paribas, Bloomberg

Edmund Shing, PhD



Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Ce qui comptera vraiment en 2025

<p>Réorientation de la politique intérieure et étrangère du gouvernement américain</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La nouvelle présidence de Trump pourrait mettre en œuvre un large éventail de politiques budgétaires et de déréglementation nationales. Les droits de douane et les négociations autour des droits de douane et des dépenses militaires devraient occuper une place centrale dans la politique étrangère américaine, parallèlement à un éventuel changement d'attitude du gouvernement américain à l'égard des conflits au Moyen-Orient et en Ukraine.
<p>Baisse des taux directeurs, impact sur la liquidité</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les principales banques centrales continueront de baisser leurs taux directeurs jusqu'à la fin de l'année 2025, dans la mesure où l'inflation reste proche, voire inférieure, de l'objectif et qu'elles cherchent à soutenir la croissance et l'emploi. La liquidité macroéconomique devrait donc rester solide au cours des premiers mois de 2025, ce qui soutiendra les marchés des actifs risqués.
<p>Les conflits au Moyen-Orient et en Ukraine</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Ces deux conflits restent imprévisibles, les deux scénarios d'apaisement des tensions/cessez-le-feu et d'une intensification rapide des conflits étant tout à fait possibles. - L'évolution de ces deux conflits continuera probablement d'avoir un impact considérable à la fois sur l'incertitude mondiale et sur les prix de l'énergie, et donc indirectement sur la croissance et l'inflation pendant une bonne partie de 2025.
<p>La direction des prix de l'énergie</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La prime de risque géopolitique intégrée dans le prix du pétrole brut reste un facteur clé des prix mondiaux de l'énergie. Les facteurs fondamentaux d'une demande mondiale plus faible que prévu (par exemple en Chine) et d'une production plus élevée de la part des pays de l'OPEP + et non OPEP début 2025 devraient maintenir les prix de l'énergie à un niveau maximal en l'absence d'une prime de risque géopolitique plus élevée, ce qui atténuerait l'inflation.
<p>Renforcement de la domination budgétaire</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les niveaux record de la dette souveraine (même en pourcentage du PIB) et la hausse des rendements obligataires se sont traduits par une envolée des besoins de refinancement obligataire et de la charge de la dette sur les budgets nationaux.
<p>Disruption technologique</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Dans quelle mesure la technologie aura-t-elle un impact sur les bénéfices et la productivité en 2025, compte tenu des investissements considérables réalisés dans des technologies potentiellement disruptives telles que l'IA, le cloud computing et la cybersécurité ? Dans d'autres domaines tels que la santé, l'énergie et l'automatisation industrielle, l'accélération de l'innovation devrait également stimuler l'efficacité et la croissance.



Principales convictions 2025

<p>Banques américaines et européennes, Services financiers (actions)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les banques américaines devraient bénéficier de la déréglementation du secteur financier décidée par la nouvelle administration Trump, parallèlement à une forte croissance de la demande de prêts. - Les banques européennes devraient surperformer grâce au rebond de la demande de prêts, à la hausse des rachats d'actions + dividendes et à la potentielle consolidation sectorielle.
<p>Japon (actions)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les actions japonaises continuent de faire l'objet de révisions à la hausse de leurs bénéfices, d'une amélioration de leur rentabilité, d'une activité de fusion et acquisition et de rendements pour les actionnaires, avec des valorisations toujours raisonnables. La récente faiblesse du yen constitue un soutien supplémentaire.
<p>Crédit européen Investment Grade (obligations)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les spreads de crédit IG européens restent relativement généreux par rapport aux spreads américains très serrés, tandis que le risque de défaut demeure très limité. - Le recul des perspectives de croissance et d'inflation au sein des économies européennes constitue un soutien fondamental pour les rendements des emprunts d'État.
<p>Or et Argent (matières premières)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La récente correction des cours des métaux précieux dans le sillage des élections américaines en réaction à l'envolée des rendements obligataires américains et du billet vert offre un point d'entrée attractif. - Les fondamentaux à long terme restent positifs, dans la mesure où les métaux précieux constituent une source de diversification, une réserve de valeur, et font toujours l'objet d'une forte demande industrielle ainsi qu'au niveau des banques centrales.
<p>Infrastructures énergétiques américaines (actifs alternatifs, actions)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La demande croissante d'électricité en provenance des data centres, de la climatisation et de l'électrification de l'économie rend nécessaire un accroissement des investissements dans la production et la capacité de transmission d'électricité aux États-Unis. - L'augmentation des volumes d'exportations de gaz naturel liquéfié souligne la forte rentabilité des infrastructures pétrolières et gazières.
<p>Stratégie de Relative Value OPCVM/Hedge Funds alternatifs (actifs alternatifs)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - L'incertitude post-électorale américaine, la forte volatilité récente ainsi que la dispersion entre les actions et les secteurs créent un environnement propice aux stratégies de hedge funds axées sur les actions et le crédit <i>Relative Value</i>, sur une base neutre par rapport au marché et à faible volatilité. - Nous cherchons à reproduire la solide performance ajustée du risque de 2024.



Les bonnes nouvelles vont-elles durer en 2025 ?

Les marchés financiers ignorent l'incertitude mondiale

Malgré les guerres en Ukraine et au Moyen-Orient et des élections politiques qui ont eu lieu dans plus de 70 pays en 2024, les incertitudes qui en ont résulté n'ont pas fait dérailler les valorisations des actifs financiers. La croissance économique modérée à travers le monde, associée à la baisse de l'inflation et à des taux d'intérêt de référence, a offert un environnement macroéconomique idéal, permettant une croissance stable des bénéfices, des revenus et des valeurs. En 2024, la plupart des classes d'actifs ont généré des performances positives pour les investisseurs, grâce notamment à la forte progression des actions et de l'or.

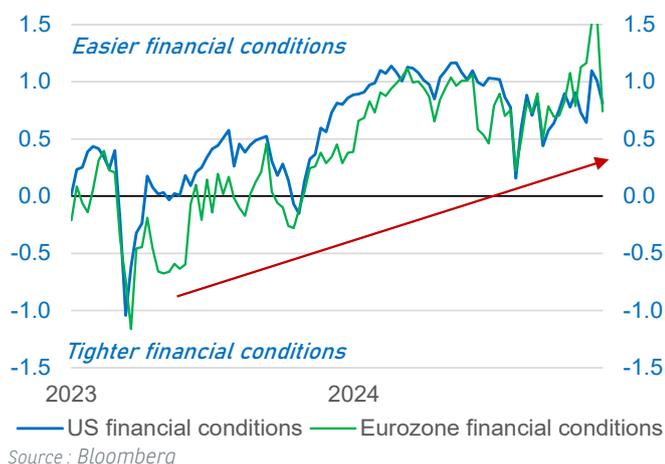
Défis pour 2025

Le refinancement des dettes souveraines records deviendra un problème de taille compte tenu de la hausse du poids de la dette sur les budgets nationaux. Ce facteur pourrait peser sur les rendements obligataires à long terme, freinant la performance des obligations et ce même dans un contexte de baisse des taux directeurs.

Ensuite, le niveau élevé de valorisation des grandes capitalisations américaines, proche de 22x le PER, suite à la performance impressionnante des actions « Magnificent 7 », pourrait peser sur les marchés boursiers en cas de ralentissement de la dynamique bénéficiaire. Les obligations d'entreprises américaines sont également chères d'un point de vue historique, à en juger par le niveau historiquement bas des spreads de crédit par rapport aux obligations souveraines.

En fin de compte la liquidité mondiale jouera un rôle crucial dans la détermination de la performance des actifs financiers au cours de l'année à venir, sous l'impulsion des actions des banques centrales. La baisse des taux d'intérêt contribuera à stimuler la liquidité. Cependant, un facteur clé sera la conversion des taux d'épargne élevés des ménages des instruments monétaires vers des actifs plus productifs sur le plan économique, en particulier en Chine et en Europe.

LA LIQUIDITÉ ABONDANTE ASSOULPIT LES CONDITIONS FINANCIÈRES, STIMULE LES ACTIONS ET LE CRÉDIT

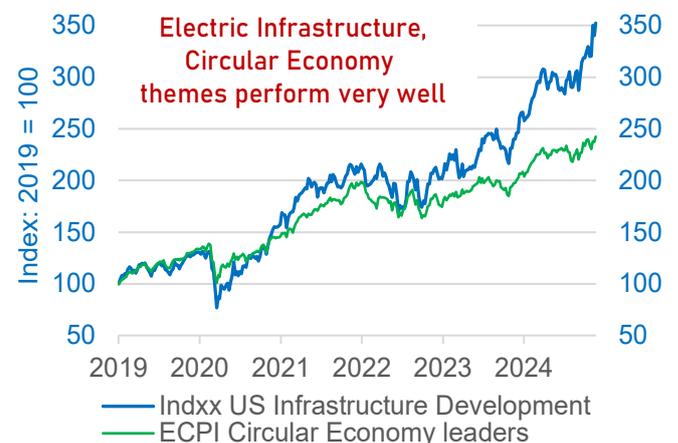


Principales tendances à surveiller en 2025

Selon nous, les investisseurs devraient garder à l'esprit certaines tendances au cours de l'année prochaine :

- **Baisse des taux d'intérêt** : après les hausses très importantes de 2022-2023, la baisse des taux soutiendra les classes d'actifs à effet de levier telles que l'immobilier, l'infrastructure et le *private equity*. Les valeurs cycliques devraient bénéficier de la hausse des taux d'investissement.
- **Modernisation des infrastructures énergétiques** : la transition énergétique, la croissance de la demande des pays émergents et les investissements liés à l'intelligence artificielle imposent de moderniser les capacités de production et de transmission d'électricité à travers le monde.
- **Diversification après la concentration américaine record** : les grandes capitalisations américaines représentent une part historiquement élevée des marchés boursiers mondiaux et les marchés d'actions et d'obligations évoluent de plus en plus de manière synchronisée. Les portefeuilles d'investisseurs ont besoin d'une plus grande diversification en termes de classes d'actifs et de régions.
- **Vague d'investissement dans l'IA** : les *hyperscalers* comme Amazon investissent massivement dans les data centers dans le cadre de la « ruée vers l'or » de l'IA. Nous nous concentrons sur les entreprises à même de bénéficier de cette vague d'investissement à court terme, ainsi que sur les secteurs non technologiques qui peuvent aujourd'hui utiliser de manière rentable les modèles d'IA.
- **Longévité en bonne santé** : les avancées spectaculaires dans les nouveaux traitements contre les maladies liées à l'âge, l'amélioration des tests de diagnostic et l'allongement de la durée de vie active offrent de nouvelles opportunités d'investissement.

DÉVELOPPEMENT DES INFRASTRUCTURES ÉLECTRIQUES STIMULI PAR LA DEMANDE EN ÉNERGIE DES DATA CENTERS



Perspectives économiques, taux d'intérêt et devises

Guy ERTZ

Entrer dans un nouveau monde de droits de douane et de déréglementation

Le résultat des élections américaines est en train de changer la donne. Les effets sur la croissance américaine devraient être positifs au cours des prochains trimestres, mais contrastés, voire négatifs, en 2026. La mise en place de davantage de mesures de relance et de droits de douane qui devraient doper l'inflation, l'économie restant proche du plein emploi, constitue l'hypothèse principale. Nous anticipons des hausses de droits de douane de la part du nouveau président américain, mais faisons l'hypothèse qu'elles seront plus faibles que prévu dans la mesure où les menaces tarifaires seront également utilisées comme technique de négociation. La déréglementation est l'autre axe majeur. La croissance européenne devrait être affectée, mais seulement modérément. Nous n'anticipons que peu d'impact sur les prévisions d'inflation. Il en va de même pour la plupart des autres pays. Les risques d'une récession dans la zone euro restent faibles car la tendance de fond demeure favorable, en particulier pour la consommation. Les perspectives de revenus des ménages restent positives, d'autant plus que les incertitudes inflationnistes se sont dissipées. Notons également qu'une grande partie des mauvaises nouvelles a déjà été intégrée dans les cours et que les statistiques économiques ont globalement surpris positivement début novembre, même dans la zone euro.

En ce qui concerne la Chine, l'Assemblée populaire nationale de novembre a déçu en ne faisant pas mention de soutien budgétaire à la consommation ou au marché immobilier. Les marchés s'inquiètent également de l'éventualité de droits de douane américains et du durcissement de ton de Donald Trump à l'égard de la Chine, qui a annoncé nommer Mike Waltz au poste de conseiller à la sécurité nationale. Toutefois, de nouvelles mesures de relance budgétaire sont encore possibles. Une moindre incertitude et la fin possible des conflits en Ukraine et au Moyen-Orient pourraient avoir un impact positif sur la croissance mondiale en 2025. Cependant, à moyen terme, nous anticipons un effet négatif des droits de douane.

AMÉLIORATION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE AUX ETATS-UNIS ET EN CHINE



Source : Bloomberg

Perspectives des taux directeurs: baisse en 2025

L'issue de l'élection américaine pourrait inciter la Fed à mettre un terme au cycle de baisse des taux plus tôt que prévu. Nous pensons que la Fed fera une pause dans son cycle de baisse des taux en septembre 2025 avec un taux directeur de 3,75 %, soit deux baisses de 25 pb de moins que notre scénario pré-électoral. Dans la zone euro, la désinflation est bien engagée et la BCE risque de perdre de la dynamique économique. Nous voyons donc une probabilité accrue d'un cycle de baisse des taux plus marqué. Nous prévoyons désormais un taux final de la BCE de 2 % qui devrait être atteint en septembre 2025.

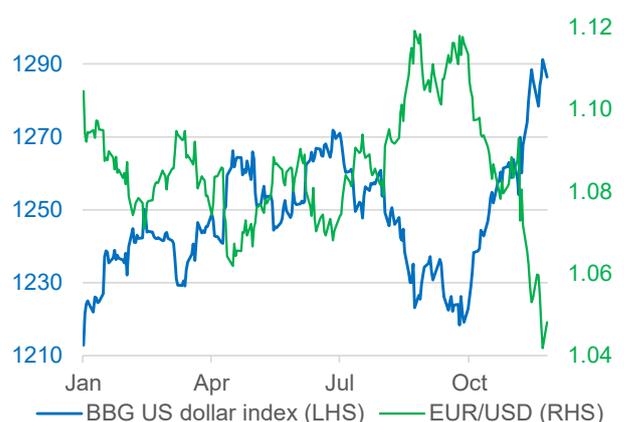
Rendements obligataires et hausse des primes de risque aux États-Unis

Dans le sillage des élections américaines, nous avons revu nos objectifs de rendement des obligations américaines, compte tenu du risque inflationniste et du risque d'augmentation des dépenses budgétaires qui laisse présager d'une augmentation de l'offre de bons du Trésor. Le rendement américain à 10 ans devrait s'établir à 4,25 % dans 12 mois. Nous maintenons notre objectif à 12 mois sur le rendement du Bund allemand à 2,25 %.

À la recherche d'un dollar américain fort

Le principal moteur des prochains mois sera le différentiel de taux d'intérêt. Comme indiqué précédemment, le taux directeur de la banque centrale américaine devrait se stabiliser à un niveau plus élevé que dans nos précédentes perspectives. De surcroît, la BCE devrait abaisser ses taux plus que prévu compte tenu du résultat des élections américaines. Cela impliquerait un différentiel de taux bien plus élevé en faveur du dollar par rapport à l'euro. Nous anticipons une stabilisation de l'EUR/USD autour de 1,02 en 2025. Nous avons également revu notre objectif pour l'USD/JPY à 150 (valeur d'un dollar) pour nos objectifs à 3 et 12 mois.

LE DOLLAR AMÉRICAIN S'EST NETTEMENT APPRÉCIÉ À L'APPROCHE DES ÉLECTIONS PRÉSIDENTIELLES



Source : Bloomberg

Modifications des recommandations après les élections américaines : actions

Actions : nous passons positifs sur les États-Unis

Après la victoire républicaine, nous devrions assister à la mise en œuvre de nombreux (ou de tous) plans de relance budgétaire proposés, notamment des réductions d'impôts et une déréglementation. Il convient de garder à l'esprit que les petites et moyennes capitalisations ont un taux d'endettement plus élevé afin de réduire l'impôt sur les sociétés, car, entre autres facteurs, leur taux d'imposition effectif est actuellement supérieur à celui des grandes capitalisations. Si nous combinons ces éléments avec une politique axée principalement sur l'économie domestique, nous constatons que les conditions sont réunies pour un passage plus durable des méga-capitalisations américaines, encore relativement onéreuses, à des segments du marché à des prix plus raisonnables. Nous maintenons donc notre préférence relative pour les petites et moyennes capitalisations par rapport au S&P 500 équilibré et au S&P 500 pondéré par le marché. Dans la mesure où cette politique devrait également contribuer à la hausse des indices PMI manufacturiers, nous continuons de privilégier les actions cycliques exposées à l'économie domestique. Les valeurs financières constituent notre principale conviction sectorielle aux États-Unis, le secteur devant bénéficier d'un environnement de taux durablement élevés et de la poursuite de la déréglementation.

Baisse de recommandation de l'Europe à neutre

Les perspectives pour l'Europe se sont nettement détériorées ces derniers temps. Non seulement la menace d'une réaccélération des tensions commerciales mondiales met en péril notre scénario de reprise de la croissance, mais c'est aussi probablement le pire moment. Avec l'éclatement de la coalition gouvernementale allemande, l'un des principaux pays de la zone euro sera confronté à des difficultés intérieures au cours des prochains mois. Une réponse européenne coordonnée à toute exigence américaine est donc plus compliquée. En Europe, nous privilégions les actions britanniques.

Du fait de sa structure commerciale ouverte et tournée vers l'exportation, l'Europe pourrait également souffrir de l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Bien que notre scénario de base ne repose pas sur l'hypothèse d'un taux global de droits de douane de 10 % ou de droits de douane de 60 % sur la Chine, l'incertitude liée à cette menace pourrait engendrer de sérieuses craintes en termes de croissance, dans la mesure où l'incertitude freine généralement les investissements. Jusqu'à présent, les entreprises européennes ont publié des résultats mitigés. Bien que les bénéfices pondérés par la capitalisation flottante aient dépassé de 3,7 % les prévisions du consensus, les révisions de bénéfices restent globalement négatives.

Un optimisme prudent à l'égard des actions chinoises

Nous restons prudemment optimistes à l'égard des actions chinoises pour trois raisons :

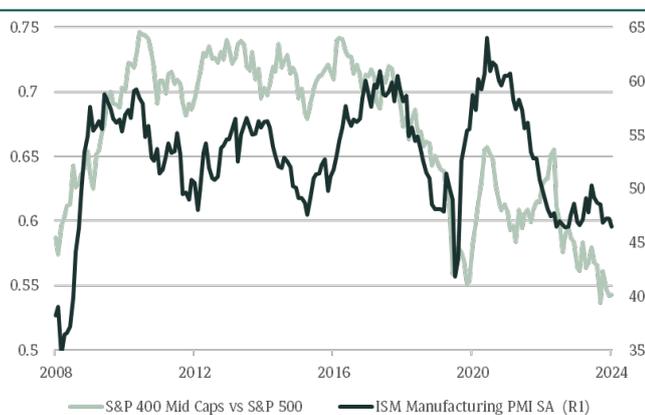
I) de nouvelles mesures de relance budgétaire sont encore possibles. Il est probable que Pékin préfère introduire de nouvelles mesures de relance dans le budget 2025 après l'investiture de Trump ;

II) les droits de douane de 60 % sur la Chine ne constituent pas notre scénario de base. À l'instar de la guerre commerciale 1.0, il pourrait s'agir de la tactique commerciale de Donald Trump pour un accord commercial (il faudra peut-être moins de temps pour parvenir à un accord dans la guerre commerciale 2.0), et

III) le marché chinois pourrait rester volatil à court terme, mais nous pensons que les actions domestiques de catégorie A (par exemple l'indice CSI 300) devraient mieux résister que les actions chinoises *offshore* en raison de la réforme en cours des marchés de capitaux. De plus, la facilité de *swap* issue du plan de relance annoncé en septembre a bien fonctionné en permettant d'améliorer la liquidité du marché et d'encourager les flux de capitaux vers les marchés des actions de catégorie A.

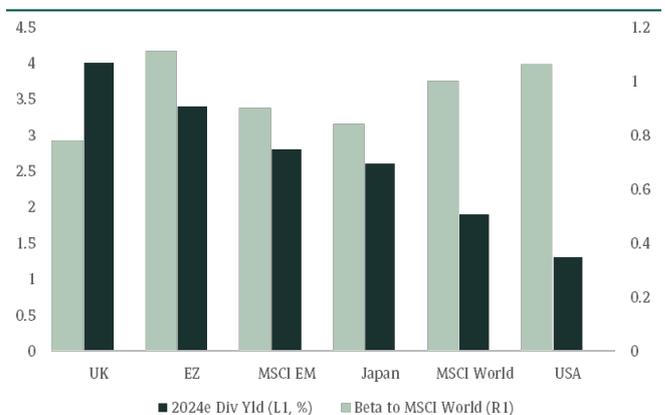
Stephan Kemper, Grace Tan

LES MOYENNES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES DEVRAIENT BÉNÉFICIER DE LA HAUSSE DE L'INDICE PMI MANUFACTURIER



Source : Bloomberg

LES ACTIONS BRITANNIQUES OFFRENT UN RENDEMENT DU DIVIDENDE DE 4 % ET UN BÊTA INFÉRIEUR À CELUI DE L'INDICE MSCI WORLD



Source : Bloomberg

Modifications des recommandations après les élections américaines : crédit et matières premières

Crédit et obligations des marchés émergents

La victoire républicaine est le scénario parfait pour le crédit car il implique un assouplissement de la réglementation et une baisse de l'impôt sur les sociétés. Les crédits d'entreprises pourraient tester de nouveaux points bas de cycle aux États-Unis. En Europe, cette victoire électorale n'est pas positive pour le crédit compte tenu des droits de douane potentiels et de l'incertitude géopolitique. Nous pensons toutefois que cette mesure est au moins partiellement intégrée dans les cours et nous ne nous attendons pas à ce que Donald Trump impose autant de droits de douane que prévu. Le contexte technique reste très favorable, et nous restons positifs à la fois sur les obligations d'entreprises *Investment Grade* en EUR et en USD et neutres sur les obligations d'entreprises à haut rendement (où les spreads de crédit sont déjà très serrés).

Sur les marchés émergents, les fondamentaux sont solides et le portage élevé. Cependant, la politique budgétaire américaine expansionniste qui devrait se traduire par une hausse des rendements obligataires américains, et la divergence des politiques des banques centrales laissent présager d'un raffermissement du dollar. Ces deux facteurs ne sont pas favorables aux obligations émergentes. En outre, les droits de douane potentiels et les tensions commerciales nuiront aux exportateurs des marchés émergents. Par conséquent, nous adoptons une position neutre sur les obligations émergentes.

Edouard Desbonnets

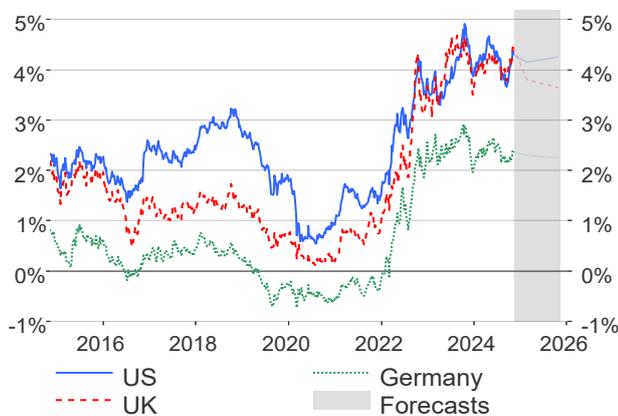
Matières premières : pétrole et or

Le président élu Donald Trump s'est engagé à soutenir l'exploration pétrolière et gazière aux États-Unis (y compris le pétrole et le gaz de schiste) en revenant sur la réglementation et en accélérant les procédures d'octroi de permis. Cela se traduira par une augmentation de la production de gaz et de pétrole, déjà record dans le pays. Si cette situation offre des perspectives positives de croissance des volumes pour les entreprises énergétiques américaines, elle pourrait induire des pressions supplémentaires sur les prix du pétrole dans un contexte d'offre et de demande déjà difficile. La croissance de la demande mondiale reste très lente, en partie en raison de la transition énergétique. Cette perspective d'une nouvelle augmentation de l'offre américaine s'ajoute à l'intention de l'OPEP d'augmenter progressivement sa production. Ces dernières années, l'OPEP + avait réduit sa production de 5,8 millions de barils par jour afin de soutenir les prix. Mais cela a été compensé par l'offre croissante des pays non membres de l'OPEP. L'OPEP + souhaite désormais récupérer des parts de marché. Une augmentation très progressive de la production, associée à une plus grande discipline de la part de certains membres, pourrait être un résultat réalisable pour le marché pétrolier.

Nous révisons à la baisse notre opinion sur le prix du pétrole brut Brent à Négatif avec une nouvelle fourchette cible de 60-70 USD. Les risques baissiers augmentent, surtout si l'OPEP + augmente sa production trop rapidement ou ne parvient pas à un accord convaincant (ou fasse preuve d'un manque de discipline). Nous anticipons une croissance limitée de la demande mondiale au cours des prochaines années en raison de la transition énergétique.

Patrick Casselman

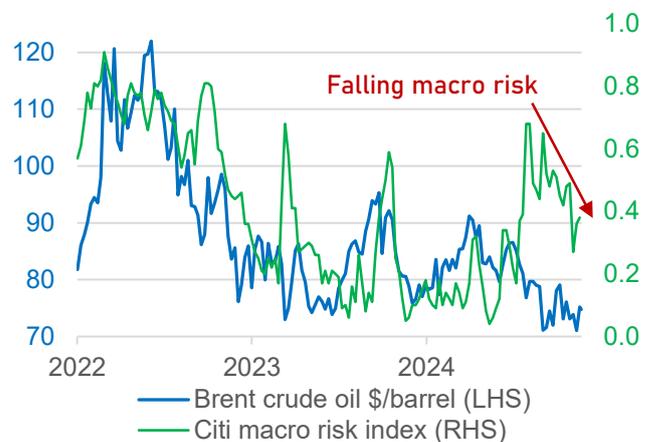
PRÉVISION D'UNE LÉGÈRE BAISSÉ DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À 10 ANS SUR 12 MOIS



Source : Bloomberg

Source: LSEG Datastream, 12/11/2024

LA BAISSÉ DE LA PRIME DE RISQUE GÉOPOLITIQUE MAINTIENT LE PÉTROLE DANS LES 70\$



Source : Bloomberg

À plus long terme : des opportunités ponctuelles

L'émergence (et la chute) de l'exceptionnalisme américain

Au cours des 60 dernières années, le marché boursier américain a généré une performance exceptionnelle sur trois périodes distinctes : 1962-67, 1987-2000 et 2009 à l'heure actuelle. Sur chaque période, les grandes capitalisations américaines ont affiché une performance exceptionnelle, de +800 % (moyenne annuelle de 19,4 %) entre 1987 et 2000 et de +980 % (moyenne annuelle de 16,3 %) entre 2009 et aujourd'hui.

Dans le premier cas, l'émergence de l'exceptionnalisme américain a été marquée par les *Nifty 50*, des actions américaines exposées au monde entier considérées comme les seules à détenir. Dans le second cas, nous avons assisté à la bulle des technologies et des télécommunications des années 1990, alimentée par l'enthousiasme suscité par la croissance rapide d'Internet. Dans l'épisode actuel, nous avons le *Magnificent 7* et le battage médiatique autour de l'intelligence artificielle.

Aujourd'hui, les actions américaines dominent le marché boursier mondial, avec une part record de 66 % dans l'indice MSCI All Country World. De plus, les 10 plus grandes valeurs de l'indice S&P 500 ont atteint un niveau record de 31 %. Même au plus haut de la concentration en 2000, cette part n'atteignait que 26 %. Selon Vanda Research, le portefeuille d'actions du citoyen américain moyen voit 40% de sa valeur représentée par seulement 3 actions technologiques !

Mais rien ne dure éternellement

Après 1967 et 2000, la surperformance des actions américaines a été suivie d'une période prolongée de sous-performance par rapport aux actions internationales et aux autres classes d'actifs. De 1967 à 1987, les actions internationales ont largement surperformé les actions américaines, tandis qu'entre 2000 et 2008, les actions basées sur l'énergie et les petites capitalisations l'ont emporté sur les grandes capitalisations américaines.

Pour le moment, les États-Unis restent le moteur de la performance après les élections américaines

À court terme, les actions américaines surfent sur une vague d'euphorie post-électorale quant aux perspectives de baisses d'impôts et de déréglementation, tandis que les actions internationales souffrent du spectre de droits de douane américains de grande ampleur.

La clé d'un changement potentiel dans la domination des méga-capitalisations technologiques réside dans un ralentissement de la croissance des bénéficiaires par action de ce groupe, qui a démontré jusqu'à présent une dynamique bénéficiaire leader sur le marché. Mais avec des prévisions de bénéfices désormais si élevées pour ce groupe, le risque de forte correction des prix sur la base d'une déception des résultats trimestriels a augmenté.

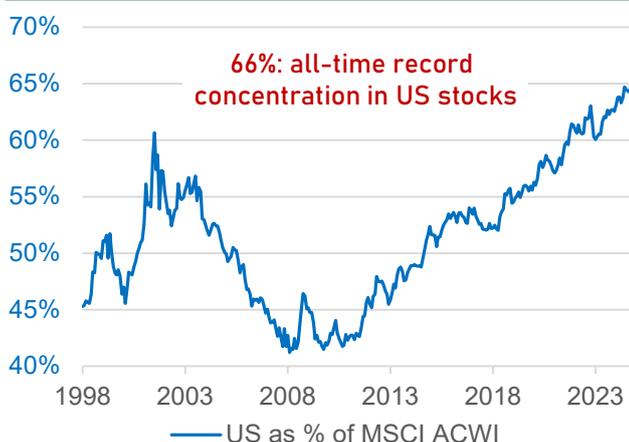
La dynamique du « Trump trade 2.0 » ne devrait pas durer

Alors que les marchés financiers continuent de spéculer sur les changements de politique de Trump après l'investiture présidentielle du 20 janvier 2025, nous ne pensons pas que la flambée post-électorale immédiate des rendements obligataires, du dollar américain et des cryptomonnaies soit susceptible de se maintenir. L'environnement économique de 2025 est très différent de celui auquel le président Trump était confronté en 2017 en termes de déficit budgétaire, de niveau de la dette fédérale et même de dynamique inflationniste.

Nous pensons que les marchés pourraient surestimer l'ampleur des changements probables de politique fiscale et tarifaire à la suite du premier mandat du président Trump. En 2025, l'administration fédérale et la Réserve fédérale seront soumises à des contraintes économiques beaucoup plus strictes.

Les retournements dans la vigueur actuelle du dollar américain pourraient signaler un changement de dynamique au profit des petites et moyennes capitalisations américaines, des valeurs et des marchés décotés, ainsi que d'autres classes d'actifs comme les matières premières.

LES ACTIONS AMÉRICAINES REPRÉSENTENT UN NIVEAU RECORD DE 66 % DE L'INDICE MONDIAL DES ACTIONS



Source : Bloomberg

DEPUIS LA MI-2024, ROTATION SECTORIELLE EN FAVEUR DES FINANCIÈRES AU DÉTRIMENT DE LA TECHNOLOGIE



Source : Bloomberg



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

À plus long terme : des déficits budgétaires structurellement élevés

Un lourd fardeau de la dette souveraine post-COVID

Le seul problème à long terme qui n'a pas été clairement abordé dans les programmes de l'un ou l'autre des deux candidats à l'élection présidentielle américaine concerne le déficit budgétaire élevé (écart entre les recettes fiscales et les dépenses du gouvernement fédéral américain). À 6 % du PIB, ces dépenses excessives par rapport aux recettes fiscales se traduisent par une hausse annuelle de 7 % de l'encours total de la dette publique américaine, qui doit être financé par une augmentation des émissions de bons du Trésor américain.

Aujourd'hui, la dette fédérale totale des États-Unis représente 120 % du PIB, soit une forte hausse depuis mi-2008, lorsque ce ratio dette/PIB ne s'élevait qu'à 64 %.

L'ère de la domination budgétaire est à nos portes

La dominance budgétaire survient lorsque la dette nationale a atteint des niveaux auxquels un pays n'est pas en mesure de la rembourser au moyen de recettes fiscales et a donc besoin du soutien de la politique monétaire (de la banque centrale) pour rester solvable et continuer à fonctionner.

Compte tenu de l'encours impressionnant de la dette publique aux États-Unis, en Europe et au Japon, nous pensons que nous sommes entrés dans une ère de domination budgétaire post-COVID.

Concrètement, cela signifie ce qui suit :

A) les banques centrales telles que la Réserve fédérale et la BCE ne peuvent pas se contenter de fixer des taux directeurs en fonction des conditions économiques. Une hausse trop importante et trop rapide des taux d'intérêt peut entraîner une augmentation du coût de financement de la dette publique par le gouvernement pour qu'il soit rassurant. Cela peut créer des doutes sur la viabilité de la dette sur les marchés obligataires.

À leur tour, les rendements obligataires pourraient fortement augmenter en raison des hausses de la prime de risque, menaçant ainsi la stabilité des marchés financiers, l'un des principaux objectifs sous-jacents des banques centrales. Il se peut donc que les taux directeurs doivent être maintenus à des niveaux plus bas qu'ils ne le seraient autrement.

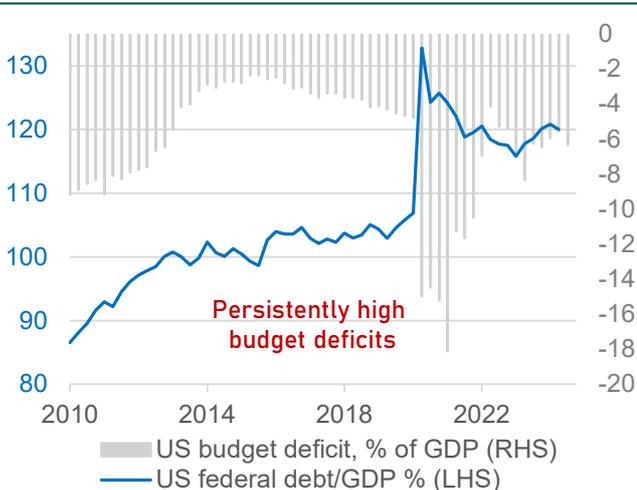
B) Cela suggère que les gouvernements ont une capacité réduite à soutenir la demande grâce à d'importantes dépenses publiques en période de crise, comme lors de la crise financière de 2008 et la pandémie de COVID de 2020.

C) Les banques centrales peuvent être amenées à tolérer une inflation légèrement supérieure à leur objectif de 2 %, afin de permettre une lente érosion de la valeur de cette dette en termes réels (après inflation). Dans le cadre de leur mandat de stabilité des marchés financiers, ils peuvent également être contraints d'intervenir en dernier recours sur des emprunts d'État via des mesures d'assouplissement quantitatif.

Les niveaux de la dette fédérale américaine deviennent périodiquement problématiques du fait de l'existence d'un plafond d'endettement absolu défini par la loi. Ce plafond doit être explicitement relevé avec l'accord du Congrès chaque fois qu'il est atteint, afin d'éviter un arrêt des activités gouvernementales (*shutdown*). Le plafond de la dette américaine est actuellement suspendu mais entrera automatiquement en vigueur début janvier 2025. Début 2025, une fois les réserves de trésorerie des bons du Trésor épuisées, les craintes entourant le plafond de la dette pourraient resurgir.

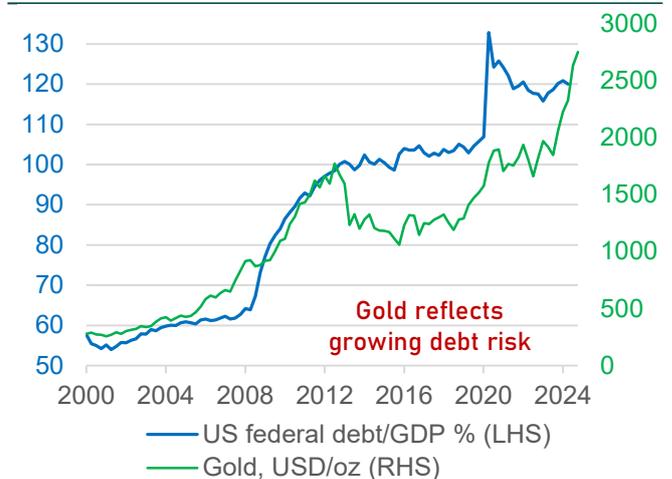
La croissance de la dette américaine est un moteur du cours de l'or : l'ère de la domination budgétaire souligne l'importance de l'or dans un portefeuille diversifié, en tant que forme de « monnaie saine » acceptée à l'échelle mondiale.

LA DETTE FÉDÉRALE AMÉRICAINE CONTINUE D'AUGMENTER PLUS VITE QUE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE



Source : BNP Paribas, Bloomberg

LE COURS DE L'OR REFLÈTE L'ÉVOLUTION DU POIDS DE LA DETTE AMÉRICAINE



Source : BNP Paribas, Bloomberg

Opinions macroéconomiques et de marché

	Macro		<ul style="list-style-type: none"> - Les statistiques économiques américaines sont ressorties supérieures aux attentes dans l'ensemble, en particulier en ce qui concerne le sentiment des consommateurs. Le secteur manufacturier reste le maillon faible. Les premières inscriptions au chômage suggèrent un ralentissement de l'embauche et non des licenciements. - Dans la zone euro, la confiance des consommateurs reste orientée à la hausse. Le secteur manufacturier constitue la principale source d'inquiétude. Le secteur des services résiste un peu mieux. La Chine et le commerce mondial pourraient réserver des surprises positives.
	Taux	=	<ul style="list-style-type: none"> - La large victoire républicaine aux élections américaines suggère une hausse des dépenses et des déficits à moyen terme, pénalisant les rendements des bons du Trésor américain à long-terme. - Banques centrales des États-Unis et de la zone euro : baisse des taux directeurs à 3,75 %, 2 % d'ici septembre 2025 - Le rendement américain à 10 ans devrait atteindre 4,25 % dans 12 mois. Nous maintenons notre objectif à 12 mois sur le rendement du Bund allemand à 2,25 %.
	Crédit	+	<ul style="list-style-type: none"> - Nous restons positifs à moyen terme sur les obligations d'entreprises américaines et de la zone euro de haute qualité (« <i>Investment Grade</i> »). - Nous privilégions les maturités plus courtes aux États-Unis et plus longues dans la zone euro
	Actions	+	<ul style="list-style-type: none"> - Les principaux risques sont que le marché commence à réévaluer les craintes liées à la croissance, les banques centrales étant perçues comme « en retard ». - Privilégier la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon. En Asie, nous privilégions Singapour, la Corée du Sud et l'Indonésie. - Nous apprécions les petites et moyennes capitalisations. Positif sur la santé, l'industrie et les matériaux tels que les métaux. Nous apprécions également les valeurs financières et les REITs de l'UE. - Nous privilégions les thèmes d'investissement tels que l'eau propre, les mines de cuivre, les infrastructures électriques, l'économie circulaire et les marchés « <i>deep value</i> ».
	Immobilier	=	<ul style="list-style-type: none"> - L'impact décalé de la hausse des taux d'intérêt s'estompe après la stabilité des rendements de l'immobilier commercial au T2 2024. Nous anticipons une lente stabilisation des prix immobiliers européens, avec des rendements locatifs désormais plus attractifs. - L'exposition à l'industrie et à la logistique a été privilégiée pour la qualité des rendements, la croissance attendue des loyers étant soutenue par la croissance robuste de la demande sous-jacente. - Exposition aux REIT cotés privilégiée compte tenu des faibles ratios cours/valeur comptable, rendement du dividende supérieur à 4 %
	Matières premières	+/=	<ul style="list-style-type: none"> - Or : opinion positive, sachant que les banques centrales des pays émergents devraient poursuivre leurs achats stratégiques et que les ménages asiatiques restent acheteurs. L'objectif à 12 mois reste de 3000 USD l'once. - Position négative sur le pétrole, fourchette de prix du Brent de 60-70 USD du fait de la baisse de la demande mondiale de pétrole et de la réduction anticipée des quotas de production de l'OPEP + en 2025.
	OPCVM alternatifs/ Actifs privés	=	<ul style="list-style-type: none"> - Nous privilégions les fonds de <i>Relative Value</i> axés sur les actions, ainsi que les fonds <i>credit and event-driven</i> pour leurs solides performances ajustées des risques et leur faible volatilité. - Les fonds de <i>private equity</i> sont une sous-classe d'actifs privilégiée du secteur, compte tenu de performances robustes à long terme et d'une abondance d'opportunités sur les marchés publics
	Devises		<ul style="list-style-type: none"> - Le résultat de l'élection présidentielle américaine et du Congrès donne au dollar américain une dynamique haussière renforcée par l'élargissement des différentiels de taux anticipés. La cible à 3 mois de l'EUR/USD est désormais 1,06 USD et celle à 12 mois de 1,02 USD (pour 1 euro) - Les objectifs en USD/JPY s'élèvent désormais à 150 JPY sur 3 et 12 mois.

Synthèse de nos principales recommandations, par classe d'actifs

	Avis nouveau	Avis précédent	Constituants	Nous aimons	Nous évitons	Commentaires
ACTIONS	+	+	Marchés	États-Unis, Royaume-Uni, Japon, Zone Euro, Brésil, Chine, Corée du Sud Singapour et Indonésie		La forte liquidité mondiale continue de soutenir les marchés actions. Les facteurs clés incluent le recul de l'inflation américaine, la baisse des taux d'intérêt, l'amélioration de la liquidité macroéconomique et la baisse des prix de l'énergie. Renforcer progressivement l'exposition aux actions suite à la consolidation du marché.
			Secteurs	Santé mondiale, industrie, matériaux, finance et technologie dans l'UE	Pétrole et gaz de l'UE, consommation de base	Les banques européennes devraient bénéficier de l'amélioration de la demande de prêts, de marges d'intérêt nettes élevées et de provisions pour pertes sur prêts. Le secteur de la santé a bénéficié de publications de bénéfices robustes et d'un portefeuille de médicaments prometteur.
			Exposés/thèmes	Qualité, thèmes mégatendances		Économie circulaire, électrification, sécurité, thèmes « Deep Value »
OBLIGATIONS	=	=	Obligations d'État	Privilégier la durée américaine à 5-7 ans. Privilégier les obligations indexées sur l'inflation		Objectif de rendement à 12 mois des bons du Trésor américain à 10 ans 4,25 %, rendement du Bund allemand à 10 ans 2,25 %
	+	+	Crédit	US, Crédit Euro IG		Nous privilégions le crédit « <i>Investment Grade</i> », avec une préférence pour les obligations d'entreprises européennes (en particulier les financières) dans un contexte de rendements élevés et de bilans robustes depuis dix ans.
	+	+	Obligations émergentes	USD et devise locale		Nous passons à Neutre sur les obligations des marchés émergents compte tenu des hausses attendues de droits de douane, du renforcement du dollar, des niveaux de rendements américains et de valorisation. Les fondamentaux demeurent cependant en place.
LIQUIDITÉS	-	-				
MATIÈRES PREMIÈRES	+/=	+		Or Pétrole Métaux industriels		<u>Pétrole (-)</u> : la baisse de la demande mondiale de pétrole et la perspective d'une réduction constante de production de l'OPEP+ font passer les prix du Brent dans la fourchette de 60 à 70 USD. <u>Métaux de base (+)</u> : les perspectives du secteur manufacturier s'améliorent. La demande cyclique rejoindra la demande structurelle tant que l'offre restera limitée. <u>Or (+)</u> : nous restons positifs à moyen terme pour les raisons géopolitiques, fourchette 12 mois = 3000 USD.
MARCHÉ DES CHANGES			EUR/USD			Notre objectif à 12 M sur l' EUR/USD est de 1,02 USD et de 7.30 pour l'USD/CNY.
IMMOBILIER	=	=		Santé, logistique/entrepôts		L'immobilier non coté fait face à des difficultés durables dues au ralentissement économique et à des taux de financement beaucoup plus élevés. Une préférence pour l'immobilier coté.
OPCVM ALTERNATIFS				Stratégie Long/Short Equity, Credit et Relative Value, Trend-following		Les fonds UCITS alternatifs de valeur relative ont surperformé les indices obligataires/de crédit depuis le début de l'année 2023, offrant de moindres rendements en termes de risque et une faible volatilité.
INFRASTRUCTURES	+	+		Énergie, transport, eau		D'excellents rendements à long terme attendus des infrastructures privées et cotées étant donné le sous-investissement à long terme.



Prévisions économiques et marché de change

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth %	2023	2024	2025
United States	2.9	2.7	2.1
Japan	1.7	-0.3	0.7
Eurozone	0.5	0.8	1.5
Germany	-0.1	-0.1	0.9
France	1.1	1.2	1.2
Italy	1.0	0.5	1.1
Emerging			
China	5.2	4.9	4.5
India*	8.2	6.9	6.7
Brazil	2.9	3.1	2.0

* Fiscal year
Source : BNP Paribas, Bloomberg - 26/11/2024

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation %	2023	2024	2025
United States	4.1	2.9	2.3
Japan	3.3	2.7	2.4
Eurozone	5.4	2.3	1.9
Germany	6.0	2.4	2.1
France	5.7	2.3	1.2
Italy	5.9	1.1	1.8
Emerging			0.0
China	0.2	0.4	1.3
India*	5.4	4.7	4.3
Brazil	4.6	4.4	4.2

* Fiscal year
Source : BNP Paribas, Bloomberg - 26/11/2024

	Country	Spot 28/11/2024	Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD 1.06	1.06	1.02
	United Kingdom	EUR / GBP 0.83	0.83	0.83
	Switzerland	EUR / CHF 0.93	0.94	0.96
	Japan	EUR / JPY 159.91	159	153
	Sweden	EUR / SEK 11.53	11.40	11.20
	Norway	EUR / NOK 11.66	11.60	11.30
Against dollar	Japan	USD / JPY 151.53	150	150
	Canada	USD / CAD 1.40	1.38	1.40
	Australia	AUD / USD 0.65	0.66	0.64
	New Zealand	NZD / USD 0.59	0.60	0.60
	Brazil	USD / BRL 5.99	5.60	5.80
	India	USD / INR 84.50	84.0	84.0
	China	USD / CNY 7.25	7.20	7.30

Source : BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Le 28 novembre 2024

L'ÉQUIPE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE

Edmund Shing
Global Chief Investment Officer

Isabelle ENOS
Senior Investment Advisor

Charles GIROT
Senior Investment Advisor

ITALIE

Luca IANDIMARINO
Chief Investment Advisor

BELGIQUE

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Alain GÉRARD
Senior Investment Advisor, Actions

Patrick CASSELMAN
Senior Investment Strategist

ALLEMAGNE

Stephan KEMPER
Chief Investment Strategist

LUXEMBOURG

Guy ERTZ
Deputy Chief Investment Officer

Edouard Desbonnets
Senior Investment Advisor, Obligations

ASIE

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, ASIA

Grace Tam
Chief Investment Strategist



CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Le présent document commercial est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme de droit français, Siège social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, immatriculée sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, immatriculée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché.

Ce document est confidentiel et destiné exclusivement à l'usage de BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA ou de leurs sociétés affiliées (« BNP Paribas ») et des personnes à qui ce document a été remis. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans

prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement.

Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit dans le présent document est soumis à la lecture et à la compréhension préalables de la documentation juridique relative au produit, et en particulier de celle qui décrit en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans le produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions. Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses collaborateurs ou administrateurs peuvent exercer des fonctions sur ces produits ou avoir des relations avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

Images de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change