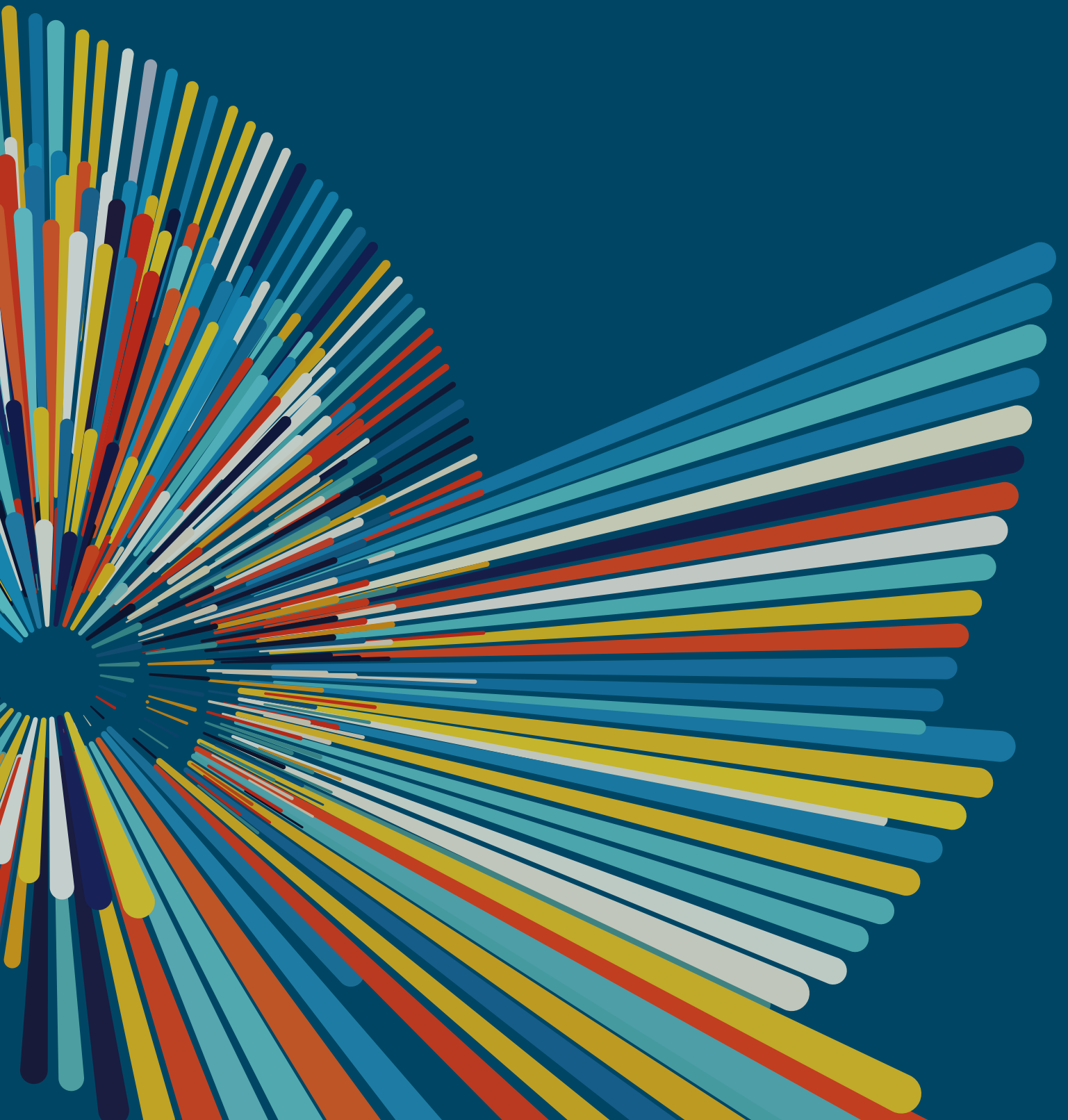




Perspectives de marché 2025

La diversification devrait à nouveau payer





Sommaire : Perspectives 2025

Macro : les Etats-Unis prêts à la reflation **3**

Actions : Vers un nouveau leadership ? **6**

Obligations : Les taux font leur retour **9**



Perspectives macro 2025

Les Etats-Unis prêts à la reflation

La réélection de Donald Trump devrait donner un soutien supplémentaire à la croissance américaine. Mais, axée en particulier sur le relèvement des droits de douane, sa politique économique devrait notamment se traduire par un regain d'inflation aux États-Unis. Au-delà, elle pose un certain nombre de questions sur la trajectoire des économies européenne et chinoise.



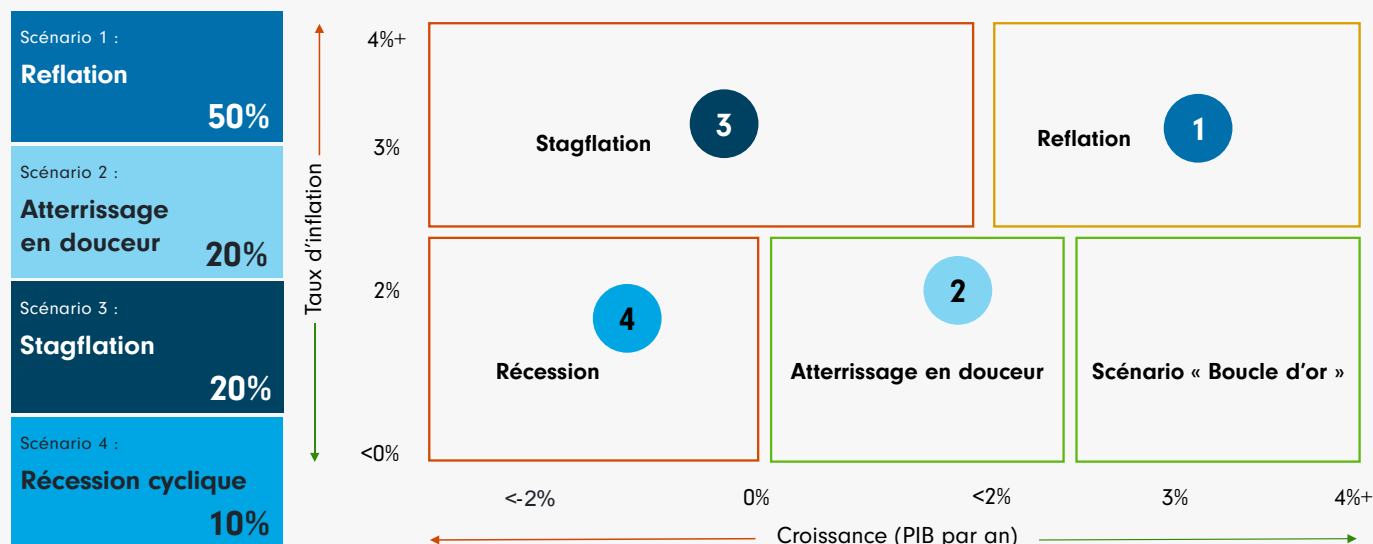
Salman Ahmed
Responsable mondial de la macroéconomie
et de l'allocation stratégique d'actifs

La victoire sans appel de Donald Trump aux présidentielles américaines de novembre rebat les cartes de l'année 2025. Le scénario d'atterrissage en douceur envisagé jusqu'ici aux États-Unis devrait céder la place à celui d'une reflation, l'an prochain. Du reste, la croissance de la première économie mondiale, qui a soutenu le reste du monde ces dernières années, devrait être plus protectionniste. L'Europe et la Chine vont devoir s'accommoder de cette politique qui risque de peser sur leurs perspectives de croissance et d'inflation en raison du ralentissement de la demande extérieure. Au-delà, le contexte géopolitique (Ukraine et Moyen-Orient) pourrait être de nature à créer des vents contraires pour l'ensemble de l'environnement macroéconomique mondial.

L'exceptionnalisme américain

Politique budgétaire expansive et hausse des droits de douane seront, à première vue, les pièces maîtresses de la politique économique du second mandat de Trump. Mais alors que l'économie se porte bien (consommation robuste, solidité bilancielle du secteur privé, taux de chômage faible), ces mesures qui réduisent le risque de récession, augmentent a contrario le risque d'une hausse franche de l'inflation. Nous estimons que les droits de douane envisagés (60 % pour la Chine et 20 % pour le reste du monde) sont des taux maximalistes servant de base de négociations. De sorte qu'ils pourraient être, in fine, bien inférieurs aux anticipations.

Quatre scénarios pour les États-Unis en 2025



Note : le taux d'inflation est mesuré par l'indice US Core Personal Consumption Expenditures Price.
Source : Fidelity International, novembre 2024.

Sur le front budgétaire, l'extension de la loi sur les réductions d'impôts et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act - TCJA) par la nouvelle administration devrait porter le déficit à un niveau exceptionnel de 8 % du PIB. Si cela avantagera assurément la croissance du PIB nominal sur l'année à venir, la viabilité d'une telle orientation est discutable à plus long terme. En particulier, si la politique sur les barrières douanières s'avère agressive, le risque de stagflation grandit d'autant sur les trimestres à venir. En outre, la réduction du solde migratoire serait de nature à freiner la croissance tout en entraînant les salaires et l'inflation des services dans une spirale haussière.

À la lumière de ces mesures de soutien, le risque de récession est bel et bien écarté... Sauf si la Fed poursuit son cycle de hausse des taux. Et, le taux final probable de celui-ci est aujourd'hui plus élevé qu'avant les élections. Nous estimons, dans ces conditions, que la détente monétaire se poursuivra sous une forme ou sous une autre jusqu'aux premiers effets des mesures annoncées (droits de douane, immigration, politique fiscale).

Le défi structurel de l'Europe

Stagnante quasiment depuis 2023, l'économie de la zone euro est confrontée à une série de défis

cycliques et structurels. L'année 2025, devrait être marquée par une reprise cyclique conjuguée à une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt contribuant à relancer l'investissement et la confiance des consommateurs. Un revenu disponible réel plus élevé et des conditions de financement plus faciles devraient commencer à libérer l'excès d'épargne élevé pour stimuler la croissance de la consommation. Toutefois, les droits de douane potentiels imposés par les États-Unis constituent un risque qui pourrait réduire la croissance d'un demi-point de pourcentage. Sur le front monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) devrait réduire rapidement ses taux à 2 % pour les ramener à 1,5 % d'ici la fin de l'année prochaine. Néanmoins, une politique agressive de la part des États-Unis risque d'inciter la banque centrale à accélérer et augmenter l'ampleur de son assouplissement.

Le pivot politique de la Chine

La quête de la Chine pour un modèle de croissance plus lent mais plus durable, axé sur la consommation intérieure et l'industrie manufacturière haut de gamme, progresse. Le tournant politique opéré par le Politburo, depuis septembre dernier, marque une étape décisive dans la résolution des problèmes qui ont pesé sur

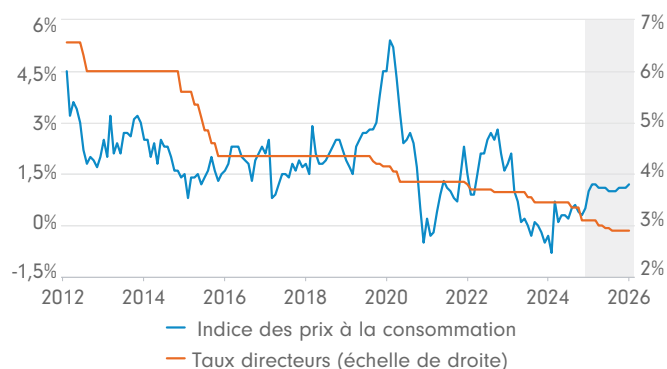
la demande intérieure (immobilier, collectivités locales, confiance des consommateurs). Dans ces conditions, les regards seront tournés vers l'évolution des mesures dans les mois à venir.

La question est de savoir si le niveau de croissance dont la Chine a besoin peut être atteint dans l'hypothèse où les États-Unis imposent des droits de douane élevés. Certes, le secteur manufacturier se modernise, ce qui permet de soutenir la croissance grâce à l'augmentation des investissements et à la demande extérieure. Toutefois, la consommation intérieure n'a pas encore repris de manière significative et, bien que le marché de l'immobilier se stabilise, 2025 n'augure pas un retour à une croissance forte. Selon le consensus, celle-ci ne devrait pas excéder 5 % l'an prochain.

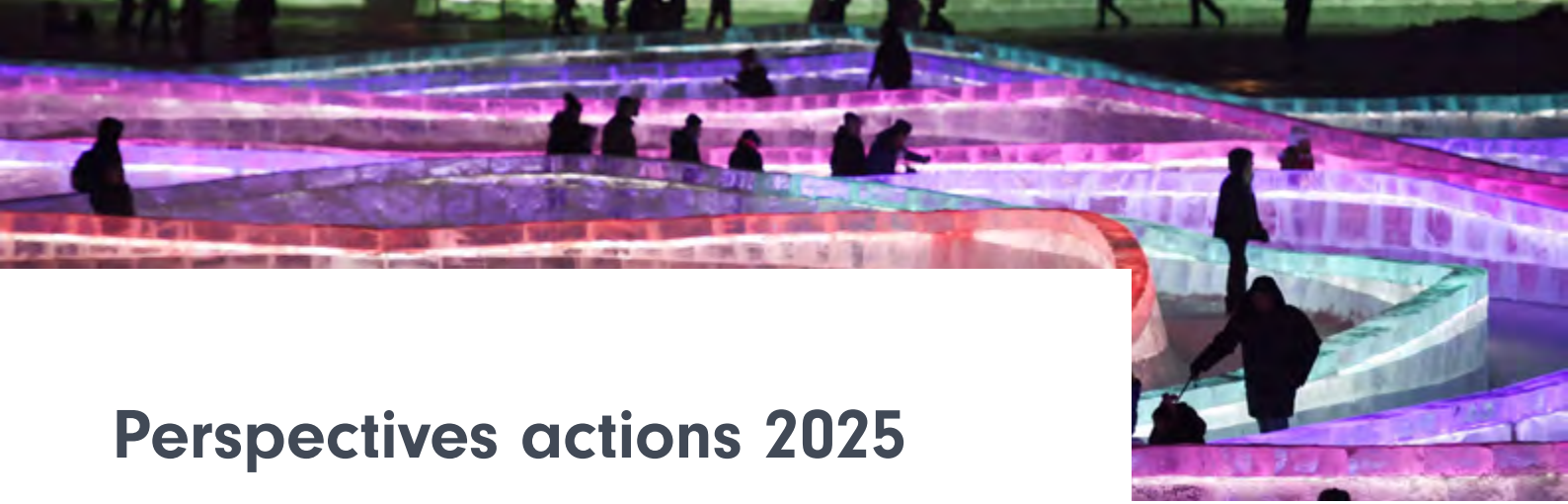
L'économie chinoise sera portée par de nouveaux moteurs de croissance qui pourraient bénéficier d'un soutien politique plus important. L'urbanisation pourrait s'accompagner d'une amélioration des infrastructures et de la connectivité entre les villes. Priorité de Pékin, la transition énergétique devrait bénéficier d'incitations à l'économie d'énergie dans tous les domaines (appareils ménagers, véhicules électriques...). Enfin, des efforts supplémentaires pourraient être consacrés au désendettement des collectivités locales.

Des efforts dans le labeur

Le soutien monétaire chinois continue de croître



Source : Bloomberg, Fidelity International, novembre 2024



Perspectives actions 2025

Vers un nouveau leadership ?

Le nouveau contexte politique américain, la réforme européenne et la relance chinoise présagent d'une plus grande volatilité l'an prochain. Toutefois, la nouvelle phase du cycle macroéconomique et l'environnement monétaire devraient offrir un contexte positif pour les marchés actions.



Niamh Brodie-Machura
Co-Directrice des
Investissements, Actions



Ilga Haubelt
Responsable de la Gestion
Actions, Europe



Marty Dropkin
Responsable de la Gestion
Actions, Asie-Pacifique

Difficile de savoir à l'avance l'avenir des relations entre les États-Unis et la Chine durant l'année à venir. Ou de prédire précisément la trajectoire des matières premières en cas d'escalade des conflits au Moyen-Orient. Cela dit, la volatilité s'accompagne de risques, mais également d'opportunités de rendement. Les perspectives de croissance des bénéfices à l'échelle mondiale restent solides et notre opinion sur les actions à l'horizon 2025 est globalement positive. Toutefois, les valorisations étant élevées, les investisseurs avisés seront à la recherche de couvertures en cas de retournement de cycle. Dans ce contexte, notre approche consiste à nous en tenir aux fondamentaux, tout en restant vigilants et disciplinés sur les valorisations.

« America first »

Avant le scrutin présidentiel de novembre, nous estimions que les bénéfices des entreprises américaines augmenteraient de plus de 14 % en 2025. Or la victoire de Donald Trump n'a fait

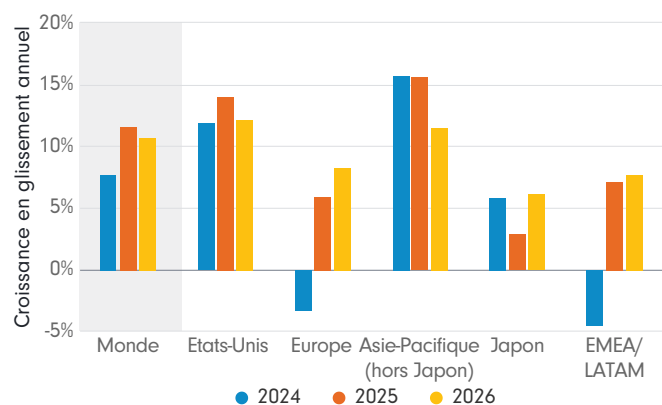
que stimuler l'optimisme des investisseurs qui anticipent une année favorable aux entreprises, à la croissance et à l'innovation. Une partie de la reflation induite par de nouvelles frictions commerciales sino-américaines va être un soutien aux bénéfiques et apaisera les craintes liées à l'augmentation des valorisations des entreprises. Plus généralement, les scénarios d'atterrissage en douceur ou de reflation sont de bon augure pour les bénéfiques des valeurs cycliques. Tandis que l'allègement de la réglementation devrait favoriser les sociétés financières et les secteurs « value ».

Malgré tout, les investisseurs vont devoir faire preuve de plus de discernement. Alors que la valorisation des grandes entreprises technologiques fait débat, notre attention se porte désormais sur les entreprises qui seront les premières à bénéficier de l'IA. Moins d'un tiers des entreprises l'ont jusqu'à présent intégré mais plus de 70 % prévoient de le faire, laissant entendre que son impact sur l'économie va s'élargir. Parallèlement, si les réductions d'impôts

ainsi que la baisse des coûts de financement seront profitables aux petites et moyennes capitalisations, un regain d'inflation obligeant la Fed à changer de cap monétaire annihilerait ces avantages.

Perspectives régionales

Prévisions de croissance des bénéfices agrégés jusqu'en 2026



Source : Fidelity International, novembre 2024

Marchés développés contrastés

Par ailleurs, l'horizon 2025 devrait rester favorable au Japon. Le pays demeure sur la voie de la reflation avec une forte croissance des salaires et des dépenses d'investissement ainsi qu'une augmentation régulière des rendements pour les actionnaires. Un bémol toutefois : la vigueur du yen, combinée à la hausse des taux d'intérêt, pourraient nuire dans un second temps aux bénéfices, notamment dans le secteur de la consommation discrétionnaire.

En Europe, la situation ne devrait pas s'arranger. Les récents avertissements sur résultats dans des secteurs comme l'industrie ou l'automobile soulignent que les doutes sur la reprise de la demande chinoise pourraient encore peser sur ces actions. En outre, la hausse des droits de douane américains pourrait faire perdre jusqu'à un demi-point de pourcentage au PIB de l'Allemagne et de la zone euro. Cela étant, la poursuite de l'assouplissement monétaire devrait

profiter aux valeurs cycliques européennes. Mais le pari le moins cher et le plus défensif actuellement est celui d'une approche de type « rendement ». En effet, le rendement des dividendes conjugué aux rachats d'actions dans certaines zones du marché atteignent 8 %.

Potentiel asiatique

En Chine, les décideurs politiques entendent préserver la croissance économique. S'ils reconnaissent la nécessité de stabiliser les prix de l'immobilier, ils ne sont pas prêts à mettre en péril les progrès durement acquis en matière de réduction de la dette. De sorte qu'une reprise progressive des actions chinoises est l'hypothèse la plus probable. Et, dans cette perspective, nous préférons les secteurs qui figurent déjà parmi les priorités politiques du gouvernement : la technologie, l'industrie haut de gamme, la consommation et la santé. Si, d'une façon générale, ce marché peut s'avérer volatil, de nombreuses entreprises sous-valorisées ont vu leur cours de bourse rebondir pour atteindre leur *fair value*, suite au pivot politique du pays.

Plus largement, la région Asean devrait largement bénéficier de la tendance séculaire à la diversification des chaînes d'approvisionnement et de l'augmentation de la part des investissements directs étrangers en provenance du monde entier. L'Indonésie, notamment, a une bonne dynamique de croissance et de bénéfices - même si la prédominance des banques rend le marché vulnérable aux baisses de taux d'intérêt. Au-delà, l'Inde demeure un atout pour les investisseurs de long terme. Les perspectives du pays restent solides, soulignées par une démographie avantageuse et des investissements dans les infrastructures et l'industrie manufacturière.

Perspectives obligations 2025



Les taux font leur retour

La divergence des politiques monétaires dans le monde va créer, l'an prochain, un contexte inédit. Suivre le rythme de chaque banque centrale sera l'un des défis que devront relever les investisseurs obligataires en 2025.



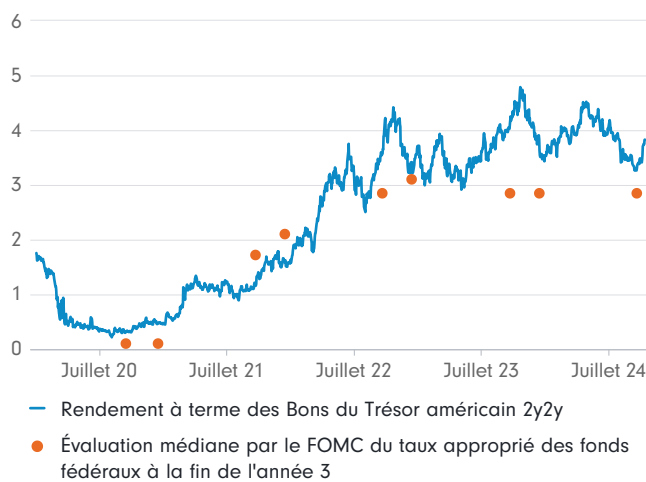
Steve Ellis
Directeur mondial des investissements obligataires



Lei Zhu
Responsable de la gestion obligataire en Asie

Le thème dominant des marchés obligataires, l'année prochaine, portera sur le taux final de la Fed au terme du cycle actuellement en cours. Les estimations sur le sujet se sont dernièrement révélées volatiles. D'un côté, la baisse surprise de 50 pb de la Fed en septembre - puis de 25 pb en novembre - laissait entendre, dans un premier temps, qu'en s'attaquant plus tôt aux risques sur la croissance, l'instance monétaire n'aurait pas besoin de réduire trop les taux. De l'autre, la perspective d'une hausse des tarifs douaniers est susceptible de faire augmenter l'inflation, ce qui plaide en faveur d'un taux final supérieur à ce que le marché anticipait jusqu'alors (3,5 %).

Graphique à points de la Fed montrant un pessimisme politique



Source : Bloomberg, Fidelity International, octobre 2024.

Une récession américaine sous-évaluée

Le marché peine à évaluer des éléments tels que les risques géopolitiques, qui sont clairement susceptibles de nuire à la croissance économique. Par ailleurs, si les coûts d'intérêt nets des entreprises n'ont pas forcément augmenté durant le cycle de resserrement des deux dernières années, celles qui ont obtenu jusqu'alors des taux plus bas vont, tôt ou tard, devoir se refinancer. Une perspective qui ne tardera pas à peser de plus en plus lourd dans l'esprit des investisseurs et des décideurs politiques au fil de l'année à venir. Si la croissance américaine se détériore au cours des douze prochains mois, la Fed pourrait devoir procéder à une baisse plus agressive que prévu, ce qui signifierait un taux d'intérêt final plus bas. Les *spreads* de crédit étant actuellement faibles, il y a lieu d'augmenter la durée des obligations américaines en privilégiant le crédit de meilleure qualité, en fonction du risque et du rendement.

Chine : dans l'attente de plus

Le calendrier et l'ampleur des mesures de relance de la Chine, ainsi que leur potentiel de stimulation de la croissance nationale et régionale - mais aussi d'exportation de l'inflation -, sont au cœur des préoccupations à l'approche de l'année prochaine. En attendant les prochaines mesures de Pékin, certains facteurs sont à rappeler. D'une part, la qualité du crédit s'est améliorée, le marché chinois étant désormais épuré du secteur immobilier qui n'y est plus prépondérant. D'autre part, et plus globalement, la notation moyenne du *high yield* asiatique est désormais de BB. Et les relèvements de notes devraient se poursuivre, en particulier dans les économies régionales où émergent quelques étoiles montantes. Par ailleurs,

moins sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, les *spreads* des obligations asiatiques à haut rendement sont attractifs, à plus de 500 points de base, au-dessus de leur moyenne sur 20 ans, ce qui laisse une marge de compression. Enfin, l'*investment grade* est également bien orienté. Son offre en dollars s'est considérablement réduite - les émetteurs hésitant à emprunter dans cette devise eu égard aux taux d'intérêt élevés par rapport aux marchés locaux -, tandis que la demande des investisseurs reste élevée.

La question des politiques monétaires

L'année à venir devrait être marquée par un bond des dépenses budgétaires américaines comme chinoises. Les marchés ont peut-être accueilli cette perspective avec euphorie, mais c'est le signe que tout n'est pas rose en matière de croissance sous-jacente - menacée, par ailleurs, par des tensions géopolitiques grandissantes. Aux États-Unis, nous estimons que la Fed sera plus proactive pour ramener les taux à un niveau neutre si, toutefois, il n'y a pas de résurgence de l'inflation. Il existe, en outre, une probabilité de stagflation à laquelle la Fed devrait répondre en donnant la priorité à la croissance. En Europe, les faiblesses économiques structurelles de la zone euro (en particulier de l'Allemagne) plaident en faveur d'une surpondération de la durée. Enfin, en Asie, de nouvelles réductions de la Fed permettraient, entre autres, aux banques centrales de Chine, de Corée et d'Indonésie de réduire davantage leurs taux d'intérêt, ce qui soutiendrait les obligations asiatiques. Parallèlement, une politique monétaire américaine moins *dovish* donnerait à la Banque du Japon une plus grande marge de manœuvre pour normaliser la sienne.

Informations sur les risques

- Ce document à caractère promotionnel est exclusivement destiné aux professionnels de l'investissement et ne doit pas être diffusé à des investisseurs particuliers
- La valeur des investissements et des revenus qui en découlent peut évoluer à la hausse comme à la baisse et le client est susceptible de ne pas récupérer l'intégralité du montant initialement investi.
- Les investisseurs doivent prendre note du fait que les opinions énoncées peuvent ne plus être d'actualité et avoir déjà été mises à exécution.
- Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
- Les investissements à l'étranger peuvent être affectés par l'évolution des taux de change des devises.
- Les investissements sur les marchés émergents peuvent être plus volatils que ceux sur d'autres marchés plus développés.
- Le cours des obligations est influencé par l'évolution des taux d'intérêt, des notations de crédit des émetteurs et d'autres facteurs tels que l'inflation et les dynamiques de marché. En règle générale, le cours d'une obligation baisse en cas de hausse des taux d'intérêt. Le risque de défaut est fonction de la capacité de l'émetteur à payer les intérêts et à rembourser le prêt à l'échéance. En conséquence, le risque de défaut peut varier entre les États émetteurs et les entreprises émettrices.

Informations importantes

Ce document ne peut être reproduit ou distribué sans autorisation préalable. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits et n'émet pas de recommandations d'investissement fondées sur des circonstances spécifiques, ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Fidelity International fait référence au groupe de sociétés qui forme la structure globale de gestion de placements qui fournit l'information sur les produits et services dans les juridictions désignées à l'exception de l'Amérique du Nord. Cette information n'est pas destinée et ne peut être utilisée par des résidents au Royaume-Uni ou aux États-Unis. Ce document est destiné uniquement aux investisseurs résidant en France. Sauf cas contraire, toutes les informations communiquées sont celles de Fidelity International, et tous les points de vue exprimés sont ceux de Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, le logo Fidelity International ainsi que le symbole F sont des marques déposées de FIL Limited. Le présent document a été établi par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le N°GP03-004, 21 Avenue Kléber, 75116 Paris. PM3605