

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES 2025

DÉCEMBRE 2024

## TABLE DES MATIÈRES

---

<b><u>PERSPECTIVES DU PREMIER SEMESTRE 2025 : RÉSUMÉ</u></b> .....	<b>1</b>
<b><u>EN BREF</u></b> .....	<b>2</b>
<b><u>2024 : FAITS MARQUANTS</u></b> .....	<b>3</b>
<b><u>PERSPECTIVES POUR 2025</u></b> .....	<b>6</b>
PERSPECTIVES MONDIALES 2025 : LE RISQUE POLITIQUE JOUE UN RÔLE CROISSANT .....	6
PERSPECTIVES DE CROISSANCE : UNE CROISSANCE STABLE POUR 2024 .....	7
PERSPECTIVES D'INFLATION : ... DANS UN CONTEXTE DE TENDANCES DIVERGENTES .....	9
PERSPECTIVES DE POLITIQUE MONÉTAIRE : RETOUR À UNE POSITION NEUTRE D'ICI 2025 .....	12
VALORISATION DES ACTIFS : LES ÉVALUATIONS TENDUES NE SE LIMITENT PAS AUX MARCHÉS D' ACTIONS .....	13
VALORISATION DES ACTIONS : TOUT SUR LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES .....	15
ACTIONS AMÉRICAINES : VALORISATION .....	16
ACTIONS EUROPÉENNES : PAS DE SOULAGEMENT IMMÉDIAT MAIS .....	17
JAPON : VULNÉRABLE AUX RALENTISSEMENTS MONDIAUX .....	17
MARCHÉS ÉMERGENTS : LES VENTS CONTRAIRES SOUS TRUMP 2. ....	18
ACTIONS CHINOISES : UN CONTEXTE EXTÉRIEUR DIFFICILE .....	18
<b><u>LES CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT</u></b> .....	<b>19</b>
#1 - US MID-CAP : LA VOIE À SUIVRE .....	20
#2 – EM CORPORATE : LES SPREADS ET LES RENDEMENTS RESTENT .....	20
#3 – COURBE AMÉRICAINNE : PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX .....	21
#4 – DOLLAR AMÉRICAIN : HAUSSIER POUR L'INSTANT .....	21
<b><u>VUE DES CLASSES D'ACTIFS</u></b> .....	<b>22</b>

# Perspectives du premier semestre 2025 : Résumé

Nous pensons que 2025 sera une autre bonne année pour les investisseurs en actions, car la toile de fond macroéconomique qui a stimulé les rendements du marché ces dernières années devrait se poursuivre.

La nouvelle administration américaine sera davantage tournée vers l'intérieur, avec un programme global **en faveur de la croissance** qui comprend des réductions d'impôts et une déréglementation. Elle a également réduit de manière significative les craintes d'une récession imminente. Toutefois, ces mesures, combinées à des droits de douane plus élevés et à des politiques d'immigration plus restrictives, renforceront les **pressions inflationnistes** et pourraient contraindre la Fed à ralentir, voire à remettre en question, son cycle de réduction des taux.

La combinaison d'une croissance robuste, de conditions financières accommodantes et de bilans d'entreprises sains nous permet de rester optimistes sur le segment du crédit. **Nous privilégions les obligations à haut rendement (HY)** dans toutes les régions en raison de l'attrait du rendement global. Nous sommes plus **prudents sur l'Investment Grade (IG)**, non seulement en raison des spreads extrêmement serrés, mais aussi en raison d'une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt.

Malgré les **risques politiques** croissants, l'environnement général reste **favorable aux actions**. Avec une croissance des bénéfiques qui devrait atteindre 15 %<sup>1</sup> en 2025, le marché américain devrait conserver son avantage structurel sur les autres marchés développés, mais ces estimations ambitieuses seront difficiles à atteindre et pourraient entraîner des surprises négatives, en particulier pour les méga-capitalisations technologiques.

**En Europe**, la croissance économique restera faible, mais certains vents contraires devraient s'atténuer en 2025, tant sur le plan macroéconomique que sur celui de la croissance des bénéfiques. À 13 fois les bénéfiques prévisionnels, les actions européennes se négocient avec une décote d'environ 40 %, ce qui représente une valorisation **relative à son plus bas niveau depuis plusieurs décennies**. La résolution de la guerre en Ukraine ou l'adoption d'un plan de relance et d'investissement basé sur des politiques fiscales moins restrictives pourraient servir de catalyseur à une remontée des cours.

La dynamique extérieure des **marchés émergents** a changé radicalement après l'élection américaine. Le scénario d'atterrissage en douceur d'une baisse progressive des taux d'intérêt sans déclencher de récession a fait place à un scénario dans lequel les taux d'intérêt américains resteraient élevés, le dollar se renforcerait et le risque de nouveaux droits de douane serait à l'ordre du jour.

Nous connaissons tous le caractère non confiscatoire de l'**or**. Cependant, contrairement aux attentes, l'or a progressé dans un contexte de dollar fort. Une pause dans les réductions des taux d'intérêt américains pourrait signifier une pause dans la hausse de l'or.

---

<sup>1</sup> Source : Factset Earnings Insight publié le 12 décembre 2024

# E n bref

## Perspectives économiques

La résolution de l'élection américaine apporte de la clarté aux marchés

La croissance mondiale reste solide en 2025, conformément aux estimations pour 2024

La divergence de croissance entre les économies développées s'élargit

Normalisation des taux directeurs des marchés développés mondiaux

Les baisses de taux de la Fed seront plus mesurées

L'inflation est orientée à la hausse, en particulier aux États-Unis sous Trump 2.0

## Principaux risques

La Fed est contrainte de relever ses taux en raison de chocs inflationnistes ponctuels et persistants

Le ralentissement économique sans baisse de l'inflation entraîne une hausse des primes à terme

Des politiques inefficaces conduisent à la japonisation de l'économie chinoise

Hausse des taux d'intérêt réels au Japon

## Convictions d'investissement

Les vents contraires de la croissance de la zone euro donnent à la Banque centrale européenne (BCE) une marge de manœuvre pour réduire ses taux.

Les courbes de rendement américaines pourraient se redresser en 2025, ce qui augmenterait la duration si le rendement à 10 ans s'élevait à environ 5,0 %.

Les spreads des obligations d'entreprises des pays émergents sont attrayants, mais de la volatilité est attendue avec l'arrivée des nouveaux tarifs douaniers

Une politique favorable devrait continuer à soutenir les petites et moyennes capitalisations américaines

Les différentiels de taux d'intérêt restent un catalyseur des flux vers les actifs libellés en dollars

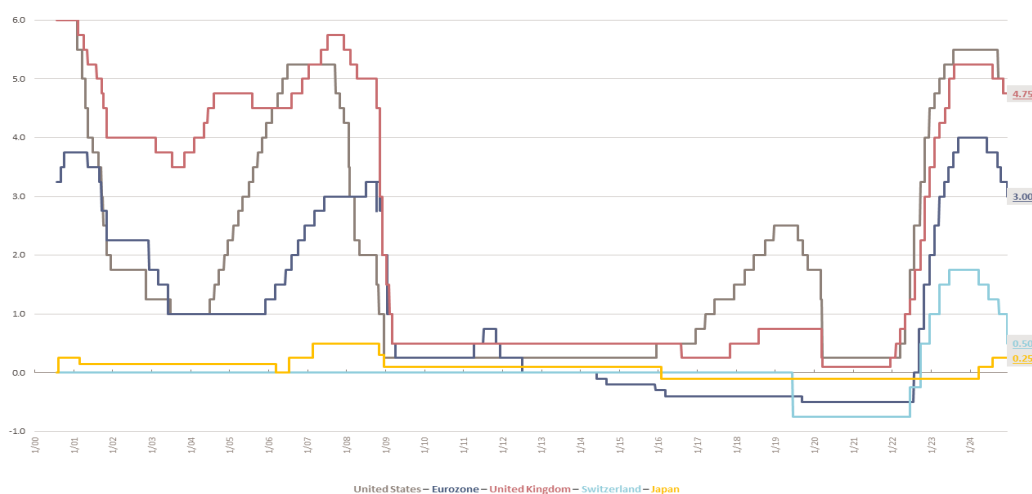
# 2024 : Faits marquants

## Vers un cycle d'assouplissement monétaire dans les économies développées et émergentes

La bataille mondiale contre l'inflation semble avoir été largement gagnée. L'inflation a baissé et se rapproche de manière convaincante des objectifs des banques centrales. La normalisation des politiques est en bonne voie dans la plupart des économies mondiales. La réussite la plus remarquable des banques centrales est d'avoir maîtrisé l'inflation sans déclencher de récession mondiale.

La **Réserve Fédérale (Fed)** a réduit ses taux d'intérêt en septembre, en commençant par une réduction de 50 points de base (pb), suivie d'une réduction de 25 pb à 4,75 % en novembre. La **Banque d'Angleterre (BoE)** a réduit ses taux à deux reprises, de 25 points de base, pour les ramener à 4,75 %. La **Banque Centrale Européenne (BCE)** a réduit ses taux à quatre reprises depuis juin pour les ramener à 3,0 %, tandis que la **Banque Nationale Suisse (BNS)** a réduit ses taux pour la quatrième fois, avec une réduction de 50 points de base en décembre pour les ramener à 0,5 %. Au Japon, en revanche, les prévisions relatives au taux directeur ont été revues à la hausse, en raison de l'augmentation des taux de la **Banque du Japon** en juillet.

Tableau 1 : Taux directeurs (%)



Source : Bloomberg au 13 décembre 2024

*Indice FDTR* : Taux des fonds fédéraux américains - *Indice EUORDEPOA* : Banque centrale européenne - *UKBRBASE Indice* : Banque d'Angleterre - *SZLTDEP Indice* : Banque nationale suisse - *BOJDTR Index* : BOJDTR : Banque du Japon

## Un plan de relance agressif pour dynamiser la croissance et la confiance des consommateurs en Chine

En septembre, les autorités chinoises ont multiplié les annonces de mesures de relance pour tenter de relancer l'économie du pays. La PBoC a réduit son ratio de réserves obligatoires de 0,5 %, injectant 1 000 milliards de yuans (\$ 141,82 milliards) de liquidités à long terme sur le marché financier, et a réduit le taux de prise en pension à sept jours de 1,7 % à 1,5 %

En octobre, le ministère chinois des finances a dévoilé un plan de relance budgétaire visant à stimuler l'économie et à atteindre l'objectif de croissance du gouvernement. Ces mesures, annoncées juste avant le congé de la fête nationale, ont fait grimper en flèche le marché boursier chinois. Le 9 octobre, les marchés boursiers chinois avaient rendu près d'un tiers des gains rapides qu'ils venaient de réaliser.

Tableau 2 : Taux de chômage (%)



Source : Bloomberg au 13 décembre 2024

Le 8 novembre, certains détails sont apparus concernant le paquet de 10 000 milliards de yuans (1 400 milliards d'USD) sur cinq ans visant à résoudre les problèmes d'endettement des gouvernements locaux.

#### La moitié de la population mondiale a participé aux élections nationales

Des élections parlementaires de Taïwan en janvier à la course à la présidence des États-Unis en novembre, des pays comptant près de la moitié de la population mondiale se rendent aux urnes.

En **France**, le président a convoqué des **élections anticipées** après que l'extrême droite a réalisé d'importants progrès lors des élections européennes. À l'issue du dernier tour de scrutin, le pays aura un parlement sans majorité. Le Premier ministre Barnier a proposé un budget sans vote parlementaire (article 49.3), mais les partis d'opposition ont ensuite fait tomber le gouvernement par une motion de censure. Le président Macron reste en fonction, mais vient de nommer le centriste François Bayrou comme quatrième premier ministre de la France en 2024. Cette incertitude et ce blocage politique continueront à peser sur les actifs français.

**Les élections législatives britanniques** se sont soldées par une victoire écrasante du parti travailliste. Peu après son entrée en fonction, le chancelier Reeves a annoncé une hausse des impôts de 40 milliards de livres pour financer le NHS et d'autres services publics. L'augmentation des dépenses devrait ajouter 0,75 % au PIB et 0,5 % à l'inflation des prix à la consommation dans un an, tandis que le changement fiscal - une augmentation de 26 milliards de livres des cotisations patronales à l'assurance nationale - est beaucoup plus difficile à évaluer.

Le principal risque événementiel de cet automne a été l'**élection américaine**. L'élection de Trump - qui contrôle à la fois la Chambre des représentants et le Sénat - et l'annonce d'une transition en douceur du pouvoir se sont répercutées sur les marchés financiers, poussant les indices boursiers américains vers de nouveaux sommets en raison de la perspective de réductions d'impôts, de droits de douane et de déréglementation, tandis que les craintes de droits de douane punitifs sur les importations pesaient sur les marchés internationaux tels que l'Europe.

Malgré les incertitudes entourant la mise en œuvre de son programme, l'élection américaine étant derrière nous, une plus grande clarté politique crée une toile de fond qui permettra aux entreprises de prendre des décisions et d'entamer un nouveau cycle d'investissement qui accélérera encore la tendance à la délocalisation dans les chaînes d'approvisionnement et l'innovation.

### Niveaux historiques de concentration : Dominance croissante des actions américaines et de la technologie

Depuis la grande crise financière, la domination des actions américaines dans les indices boursiers mondiaux s'est accélérée, avec une pondération de plus de 66 % dans l'indice des actions de tous les pays, contre environ 42 % en 2007. Cette hégémonie est sans précédent dans l'histoire récente, puisque le marché boursier japonais a culminé dans les années 1990 à environ 40 % de la capitalisation boursière mondiale.

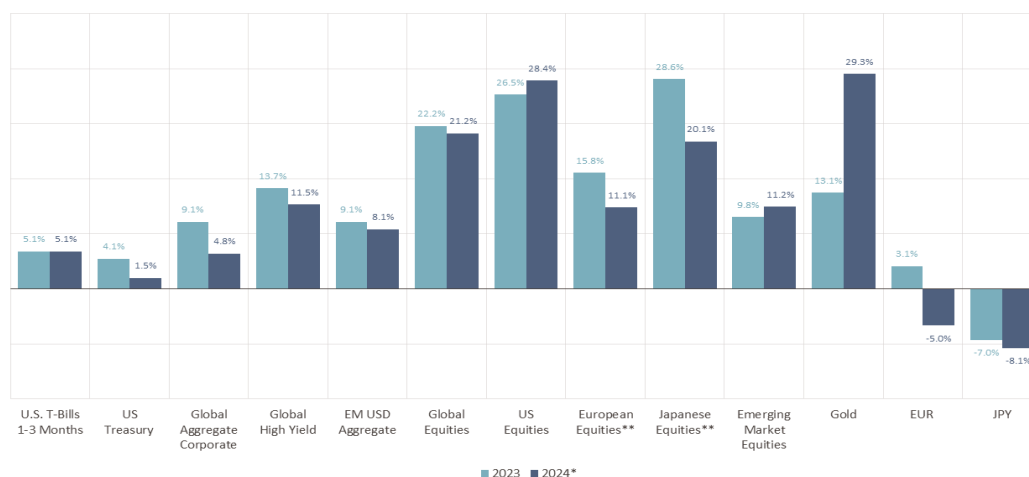
La forte concentration des actions américaines a été une grande source de rendement, mais aussi d'inquiétude pour les investisseurs. Cette performance exceptionnelle est due à ce que l'on appelle les "Magnificent 7", qui ont rapporté 41 % depuis le début de l'année, contre 18 % seulement pour les 493 autres actions, et qui ont représenté 47 % des gains de l'indice, ce qui est stupéfiant.

L'effet "Magnificent 7" a poussé la concentration du marché boursier américain à son niveau le plus élevé depuis 100 ans. La seule autre fois où elle a atteint des niveaux aussi élevés, c'était pendant la Grande Dépression et elle est bien supérieure aux niveaux atteints pendant la bulle Internet en 2000.

La concentration du marché boursier américain a atteint un niveau record en 2024, les 10 premières entreprises représentant environ 36 % du marché. Avec près d'un tiers du marché, les dix premières entreprises ont une influence significative sur l'orientation des indices boursiers, comme on l'a vu en 2023 et 2024. Récemment, la largeur de l'indice s'est considérablement améliorée.

### L'année en quelques chiffres : Les actifs à risque continuent de se renforcer

Tableau 3 : Rendement total en dollars américains



Source : Bloomberg - Note : \* Au 13 décembre 2024 \*\* En monnaie locale

# Perspectives pour 2025

## Perspectives mondiales 2025 : Le risque politique joue un rôle croissant

Le dosage des politiques pro-croissance de la deuxième administration Trump (Trump 2.0) se concentrera sur les points suivants

**Tarifs douaniers** - Donald Trump a évoqué l'idée d'imposer des tarifs douaniers allant jusqu'à 60 % sur les importations en provenance de Chine et 20 % sur les importations en provenance du reste du monde. Même si ces menaces ne sont qu'un outil pour négocier des conditions commerciales, l'incertitude créée par les tensions commerciales pourrait nuire à la croissance mondiale. Les premières estimations de l'impact économique d'une telle politique sont qu'elle pèsera de manière disproportionnée sur les PIB de **la zone euro** et de la **Chine**, de 0,9 % et 0,7 % respectivement.

La hausse des droits de douane pourrait entraîner un choc inflationniste ponctuel d'environ 250 points de base, comme l'augmentation des prix observée en 2018-2019 pour les biens soumis à ces nouvelles conditions tarifaires. De manière peut être anecdotique, la hausse des droits de douane pourrait avoir un impact positif sur les recettes fiscales pouvant aller jusqu'à 450 milliards de dollars, même si cela reste faible par rapport à l'impact sur la croissance et l'inflation.

**Immigration** - L'une des principales promesses électorales était de renforcer les contrôles sur l'immigration, en particulier l'immigration illégale, notamment en expulsant jusqu'à 8 millions d'immigrants sans papiers, ce qui exercera une pression sans précédent sur un marché du travail déjà tendu.

Même si l'administration veut tenir ses promesses de campagne, il semble irréaliste d'envisager des déportations massives, compte tenu des défis logistiques à relever, sans parler du fait que l'économie américaine est devenue très dépendante de ces travailleurs immigrés.

**Impôts** - Les réductions d'impôts de 2017 devraient être intégralement reconduites plutôt qu'expirer, ce qui pourrait réduire le taux d'imposition des sociétés pour les fabricants nationaux de 21 % à 15 %.

Un régime fiscal plus favorable pourrait accroître la pression sur le déficit budgétaire. Les premières estimations suggèrent que le déficit augmentera d'environ 7 500 milliards de dollars au cours de la prochaine décennie, ce qui portera la dette à 142 % du PIB. Ces annonces récentes vont exacerber les inquiétudes concernant la viabilité de la dette et la trajectoire insoutenable de ce déficit.

Sur le front des taux d'intérêt, cependant, nous devrions assister à un certain allègement fiscal grâce à la poursuite de l'assouplissement monétaire. Toutefois, compte tenu des politiques inflationnistes préconisées par la nouvelle administration, la baisse potentielle des taux finaux devrait être plus modérée.



**Déréglementations** - Le président élu est favorable à une nouvelle vague d'assouplissement réglementaire. Il est encore difficile de mesurer l'ampleur et l'impact de cet assouplissement. Cependant, on peut d'ores et déjà supposer que les banques régionales et le secteur de l'énergie seront parmi les gagnants.

#### Implications pour les marchés financiers d'un Trump 2 :

**Taux** - Contrairement à 2026, la Réserve fédérale est en train de normaliser sa politique monétaire. Il est probable que le taux des fed funds continuera à baisser, mais nous ne pouvons pas exclure la possibilité que la baisse en 2025 soit inférieure aux 100 points de base prévus par le marché ou par les membres du FOMC dans le dot plot de septembre.

**Actions** - A priori, les mesures annoncées sont positives, en particulier pour les valeurs cycliques, les valeurs "value" comme les financières et l'énergie, et les petites et moyennes capitalisations. Une participation plus large était attendue et souhaitée après la première réduction de la Fed, car elle confirmerait la thèse d'un marché sain dont la progression n'est pas entièrement liée à quelques titres.

**Dollar** - Si l'on se fie à la guerre commerciale lancée sous la première administration Trump (Trump 1.0) en 2018-19, on peut raisonnablement s'attendre à ce que le dollar américain s'apprécie.

#### Les principaux risques de Trump 2.0 :

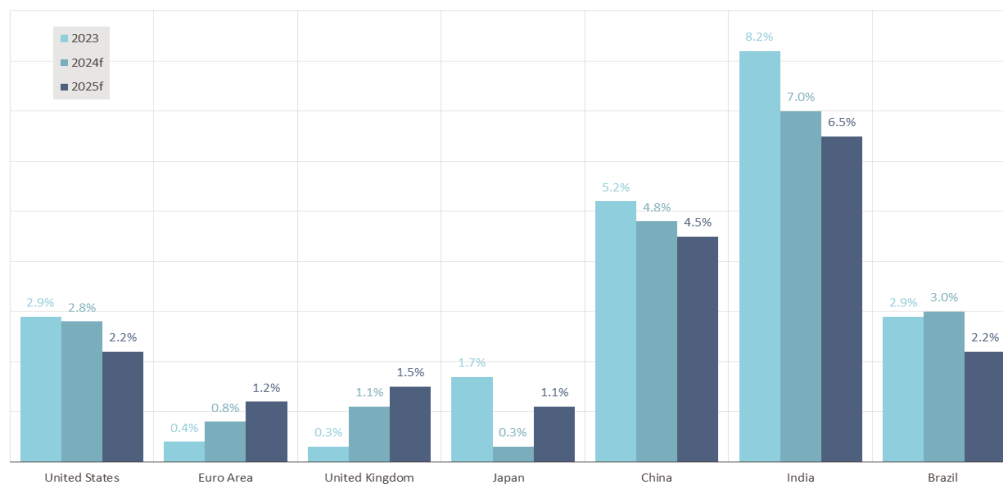
**Risque de récession** - Un fort ralentissement économique dû à une guerre commerciale violente, avec des mesures de rétorsion créant une incertitude significative, augmenterait sans aucun doute la probabilité d'un ralentissement économique. La probabilité de ce scénario reste faible car la mise en œuvre du programme politique de Trump sera probablement beaucoup plus modérée que ses promesses de campagne.

**Choc inflationniste** - Une inflation plus élevée entraînera une tendance à la hausse des rendements à long terme et pourrait faire dérailler le marché haussier actuel des actions. Si la Fed est contrainte d'intervenir en augmentant les taux d'intérêt, nous entrerons dans une période de forte volatilité qui entraînera des corrections importantes sur les marchés, notamment en raison des valorisations élevées de certains segments de croissance tels que la technologie.

### **Perspectives de croissance : Une croissance stable pour 2024...**

Dans les économies développées, la croissance devrait rester stable à environ 1,8 % en 2024 et 2025. Toutefois, des dynamiques cycliques spécifiques émergent dans différents pays à mesure que les économies convergent progressivement vers leur potentiel de croissance. L'économie américaine restera la plus forte, avec une croissance prévue légèrement supérieure à 2,0 % en 2025. Les économies émergentes devraient également rester remarquablement stables, avec une croissance de 4,4 % et 4,3 % en 2024 et 2025 respectivement.

Tableau 4 : Prévisions de croissance du PIB réel (a/a, %)



Source : FMI - Perspectives économiques mondiales - octobre 2024

Note : f = prévision

Aux **États-Unis**, le profil de croissance pour 2024 a été revu à la hausse à 2,8 %, soit 0,2 point de pourcentage de plus que dans les prévisions précédentes, en raison de la résistance de la consommation, due en grande partie à la vigueur des salaires réels et aux effets de richesse.

Dans la **zone euro**, l'activité économique devrait se redresser en 2024 et 2025, après avoir atteint un creux cyclique en 2023. La reprise en 2024 est due à l'amélioration des exportations de marchandises. La poursuite de cette tendance en 2025 est principalement le résultat d'une demande intérieure plus forte. La consommation sera stimulée par la croissance des salaires réels, tandis que l'assouplissement des conditions monétaires soutiendra la demande d'investissement. Cependant, la faiblesse du secteur manufacturier persiste, affectant principalement des économies telles que l'Allemagne et l'Italie.

Au **Royaume-Uni**, l'amélioration de la trajectoire de croissance se poursuivra. Après une accélération à 1,1 % en 2024, l'économie britannique devrait croître à un rythme annuel de 1,5 % en 2025, grâce à la demande intérieure stimulée par la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt.

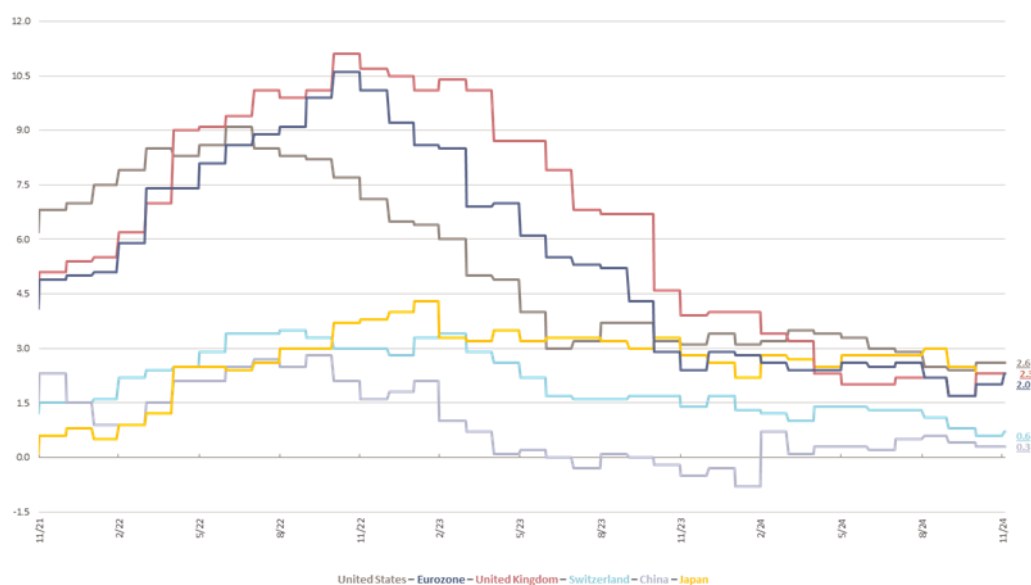
Au **Japon**, la croissance devrait ralentir en 2024 et les prévisions pour cette année ont été revues à la baisse à 0,3 %. Toutefois, la croissance devrait s'accélérer à nouveau pour atteindre 1,1 % en 2025, une fois que les perturbations temporaires seront passées. Comme dans les autres économies développées, la croissance sera tirée par la consommation privée, bien soutenue par une forte croissance des salaires réels.

**En Chine**, malgré la faiblesse persistante du secteur immobilier et la baisse de confiance des consommateurs, la croissance ne devrait ralentir que légèrement pour atteindre 4,8 % en 2024, avec une décélération progressive à 4,5 % en 2025 en raison du désendettement du marché immobilier et de la pression potentielle sur les exportations due aux tensions commerciales. **En Inde**, la croissance devrait également ralentir de 2023 à 7 % en 2024 et 6,5 % en 2025, conformément au potentiel de croissance de l'économie indienne. Au **Brésil**, les prévisions de croissance ont été revues à la hausse pour atteindre 3,0 % en 2024 avant de retomber à 2,2 % en 2025, principalement en raison d'un resserrement de la politique monétaire et d'un marché du travail plus flexible.

## Perspectives d'inflation : ... dans un contexte de tendances divergentes

Comme nous l'avons souligné dans notre numéro de juin, l'inflation globale est en baisse et se rapproche de l'objectif de 2 % généralement exprimé par les principales banques centrales. Même si la normalisation des niveaux d'inflation ne sera pas linéaire, elle se poursuit. Après une moyenne de 6,7 % en 2023, l'inflation globale devrait atteindre 5,8 % en 2024 et 4,3 % en 2025. Cependant, depuis l'élection de Donald Trump, il semble probable que la mise en œuvre de son programme puisse conduire à une réaccélération de l'inflation.

Tableau 5 : Indice général des prix à la consommation (a/a, %)



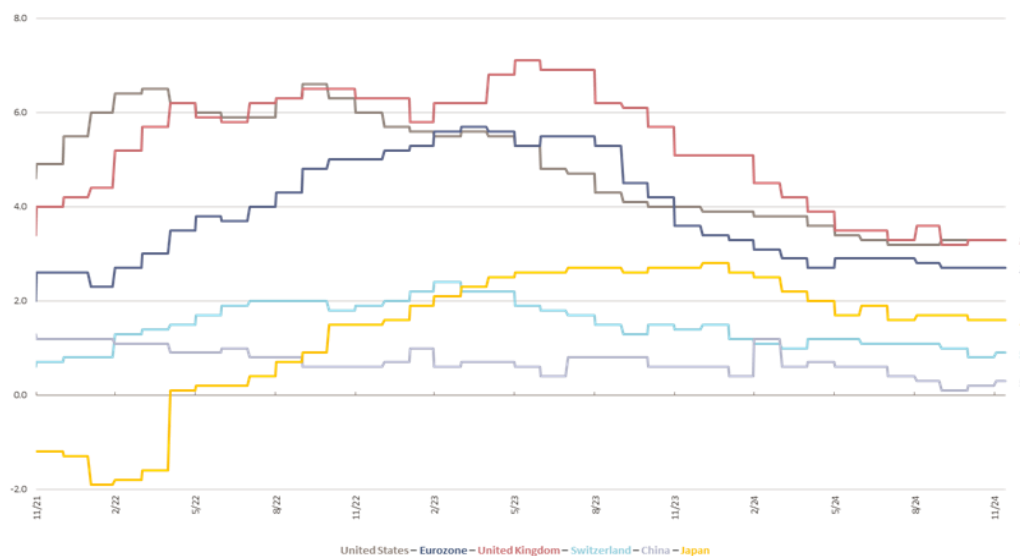
Source : Bloomberg au 13 décembre 2024

La désinflation sera plus rapide dans les économies avancées que dans les marchés émergents. Après avoir baissé d'environ 2 % en 2024 par rapport à 2023, l'inflation dans les économies avancées devrait se stabiliser à 2 % en 2025, bien que, comme mentionné ci-dessus, il existe un risque croissant de dépassement en raison de l'adoption de politiques plus inflationnistes aux États-Unis.

Dans les marchés émergents, l'inflation devrait diminuer modérément, passant de 8,1 % en 2023 à 7,9 % en 2024. Toutefois, les attentes sont plus prononcées pour 2025, où l'inflation devrait s'établir à 5,9 %. Il existe des différences régionales significatives au sein de l'Asie émergente. Dans cette région, l'inflation devrait être conforme à celle des pays développés, à savoir 2,1 % en 2024 et 2,7 % en 2025.

Dans la plupart des pays d'Amérique latine, les taux d'inflation ont déjà considérablement baissé par rapport à leurs sommets et cette tendance devrait se poursuivre. Toutefois, les attentes ont augmenté dans certains des plus grands pays de la région en raison de la forte croissance des salaires (Brésil, Mexique), d'événements climatiques (Colombie) ou de l'augmentation des tarifs réglementés (Chili).

Tableau 6 : Indice des prix à la consommation de base (a/a, %)



Source : Bloomberg au 13 décembre 2024

Aux États-Unis, les données sur les prix à la consommation pour le mois d'octobre ont été publiées comme prévu, avec une augmentation des prix globaux de 0,2 % m/m et des prix de base (hors alimentation et énergie) de 0,3 % m/m, portant le taux d'inflation global à 2,6 % en glissement annuel, tandis que le taux de base est resté inchangé à 3,3 % en glissement annuel.

Le cœur du problème reste le logement, qui représente un tiers du panier de l'IPC. Si nous excluons le logement, l'inflation de l'IPC serait inférieure aux fameux 2 %, comme c'était le cas avant Covid. L'inflation de base des biens est déjà négative et l'on s'attend à ce que l'inflation des logements se modère.

Les incertitudes croissantes concernant l'évolution des prix des biens dépendront de l'ampleur et du niveau des droits de douane. Pour mémoire, l'augmentation des droits de douane en 2018 n'a pas eu d'impact négatif sur l'inflation des prix des biens. Au final, la prévision d'inflation est légèrement plus élevée qu'il y a quelques mois, mais pas de manière significative.

Dans la **zone euro**, la tendance à la baisse des prix de l'énergie, y compris le gaz et l'électricité, a réduit les pressions inflationnistes et devrait diminuer de manière significative, ce qui implique une inflation énergétique modérée. Toutefois, la force et la rapidité différentielles de la répercussion des prix de l'énergie sur les prix à la consommation devraient apporter une contribution négligeable à l'inflation globale.

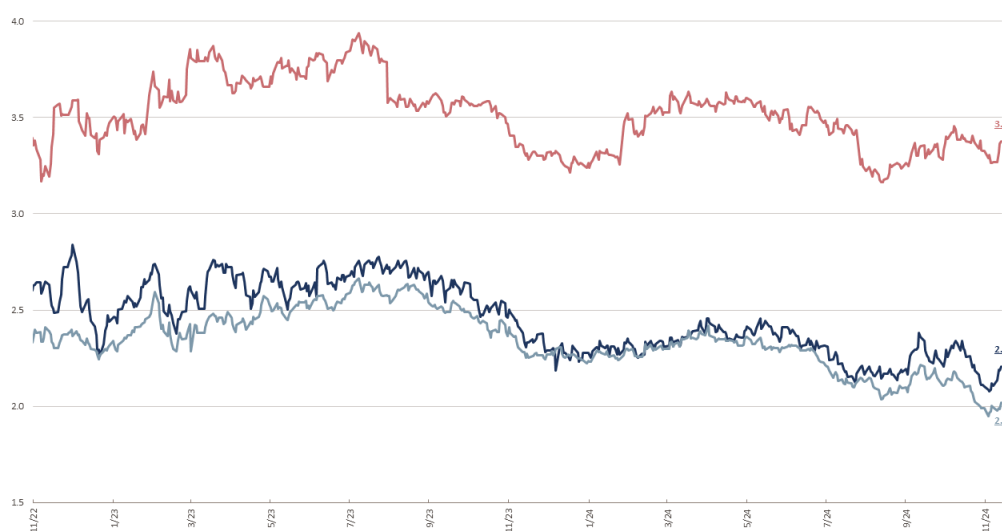
La désinflation progressive des services devrait ramener l'inflation globale à 2 % d'ici à la fin de 2025, puis en dessous de ce niveau d'ici à 2026. Si l'on exclut la volatilité due à la suppression progressive des subventions à l'énergie et aux effets de base, l'inflation devrait s'établir en moyenne à 2,6 % au premier semestre, avant de tomber à 2,2 % au deuxième trimestre 2025 et d'atteindre 2 % d'ici la fin de l'année 2025.

Conformément à ces attentes, les prévisions d'inflation au prix du marché se sont encore déplacées vers le bas à tous les horizons. Les points morts d'inflation prévus par le marché ont diminué régulièrement depuis la fin du mois de mai, avant de remonter récemment, le point mort d'inflation se situant actuellement à 2,2 %.

Au **Royaume-Uni**, les récentes politiques gouvernementales annoncées dans le budget d'automne - une augmentation annuelle de 70 milliards de livres des dépenses publiques et une augmentation de 40 milliards de livres des impôts - ne risquent pas de faire dérailler la baisse de l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation) au cours des prochaines années, mais elles influenceront sur la vitesse à laquelle cette baisse se produira.

Ces politiques ont conduit Capital Economics à revoir légèrement ses prévisions à la hausse pour l'inflation britannique, à 2,8 % et 2,1 % pour 2025 et 2026 respectivement, contre 2,6 % et 2,0 % à l'origine.

Tableau 7 : Point mort de l'inflation britannique (%)



Source : Bloomberg au 13 décembre 2024

Indice UKGG5Y5Y : UK 5yr5yr Forward Breakeven – Indice FRGG5Y5Y : France 5yr5yr Forward Breakeven – Indice FWUSEU55 : EUR Inflation Swap Forward 5yr5yr

Au **Japon**, notre scénario central prévoit une augmentation de l'IPC de 2,5 % pour 2024, suivie de hausses d'environ 2 % en 2025 et 2026. L'inflation de base devrait augmenter progressivement pour atteindre un niveau compatible avec la stabilité des prix.

En **Chine**, la persistance d'une inflation proche de zéro est la dernière preuve que la demande intérieure chinoise reste faible, avec divers vents contraires malgré les mesures de relance annoncées par Pékin depuis septembre, notamment des réductions de taux d'intérêt, davantage de liquidités pour les prêts bancaires et un soutien aux marchés boursiers et immobiliers.

## Perspectives de politique monétaire : Retour à une position neutre d'ici 2025

L'assouplissement monétaire mondial est en cours, sauf au Japon, les banques centrales passant d'une politique restrictive à une politique neutre, ce qui implique une réduction des taux d'intérêt au cours des prochains trimestres.

Tableau 8 : Prévisions des taux directeurs (%)

	ÉTATS-UNIS <sup>2</sup>	Zone euro	CH	ROYAUME-UNI	JP
Actuel <sup>3</sup>	4.75	3.00	0.50	4.75	0.25
Q4 2025 <sup>4</sup>	3.50	1.75	0.25	3.75	1.00
Taux neutre	3.75	2.00	0.25	4.00	0.75

Source : Factset, Bloomberg

**Aux États-Unis**, la Réserve fédérale devrait continuer à réduire les taux d'intérêt jusqu'en 2025, avec une fourchette cible de 3,25 %-3,50 %. Le rythme de ces baisses de taux devrait se faire à chaque réunion au cours du premier trimestre, puis à un rythme plus lent par la suite. Fin novembre, le marché évaluait à 60 % la probabilité d'une réduction de 25 points de base en décembre. Le marché semble également être moins optimiste quant aux réductions de taux à venir tout au long de 2025 que ce qui est actuellement prévu. Cela peut refléter les craintes d'une remontée de l'inflation due aux politiques inflationnistes de la future administration républicaine.

On aurait pu s'attendre à une baisse synchronisée des taux d'intérêt en réponse à la désinflation en cours, mais les récents résultats des élections ont quelque peu modifié cette dynamique. Dans la **zone euro**, les incertitudes liées aux tarifs douaniers punitifs sur les exportations européennes risquent de peser sur la croissance économique européenne. Ces nuages devraient donc permettre à la BCE d'adopter une politique monétaire encore plus accommodante et d'abaisser le taux d'intérêt directeur de la zone euro à 1,75 %.

Au **Royaume-Uni**, le budget d'automne plus expansionniste a conduit à une réévaluation de la trajectoire et du niveau des taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe de rendement. Toutefois, la tendance à la désinflation n'est pas remise en question. Nous prévoyons donc que le taux de base sera réduit de 25 points de base chaque trimestre en 2025, pour atteindre 3,75 % à la fin de l'année.

Au **Japon**, la voie vers une inflation durable permettra à la Banque du Japon de normaliser progressivement sa politique monétaire. Les prévisions actuelles tablent sur deux hausses de taux en 2025, probablement 25 points de base en janvier et 25 points de base supplémentaires en été, ce qui porterait le taux directeur à 0,75 % à la fin de l'année 2025.

<sup>2</sup> Limite supérieure

<sup>3</sup> À partir du 13 décembre

<sup>4</sup> Fin de la période

En **Chine**, la réorientation de la politique vers la demande intérieure et la consommation, attendue depuis longtemps, a commencé en septembre lorsque la Banque populaire de Chine a réduit les taux d'intérêt à court terme et le ratio des réserves obligatoires afin de lutter contre les pressions déflationnistes.

## **Valorisation des actifs : Les évaluations tendues ne se limitent pas aux marchés d'actions**

L'inflation ayant fortement diminué par rapport à son pic, les **taux directeurs réels** sont sortis du territoire négatif et sont revenus à des niveaux observés avant la crise financière mondiale ou dans les années 1990. Ces niveaux restrictifs donnent aux banques centrales une marge de manœuvre pour assouplir encore les taux directeurs. Toutefois, les inquiétudes concernant les déficits budgétaires excessifs réduisent le potentiel de hausse des obligations d'État à long terme (accentuation de la pente), car les investisseurs exigent un rendement supplémentaire pour ce type de risque.

**Aux États-Unis**, la combinaison de ces facteurs conduira à des taux d'intérêt terminaux plus élevés que prévu et, dans le même temps, à des rendements à long terme plus élevés au fil du temps. En Europe, les arguments en faveur de la durée longue deviennent plus clairs à mesure que les perspectives de croissance se détériorent en raison des incertitudes commerciales et géopolitiques mondiales. En outre, l'impasse politique en France et les prochaines élections en Allemagne pourraient conduire à un nouveau relâchement budgétaire et donc à une plus grande différenciation sur les marchés obligataires intra-européens.

Jusqu'à présent, le bénéficiaire évident de ces développements et incertitudes a été le marché obligataire suisse, où le rendement des obligations d'État à 10 ans a atteint entre 20 et 25 points de base. Au Royaume-Uni, le budget d'automne du gouvernement entraînera une augmentation significative des besoins d'emprunt, ce qui fera grimper les attentes en matière de taux d'intérêt et les rendements des obligations d'État.

**Les écarts de crédit** se sont considérablement resserrés en 2024. Aux États-Unis, le spread "investment grade" (IG) est nettement inférieur à 100 points de base, tandis que le spread "high yield" (HY) est inférieur à 350 points de base. Ils sont effectivement serrés et devraient le rester en 2025 grâce à des fondamentaux et à des facteurs techniques favorables.

Malgré le resserrement des écarts, nous prévoyons qu'ils resteront à peu près à leur niveau actuel en 2025. Les spreads sont chers, mais les valorisations ne suffisent pas à déclencher un élargissement massif des spreads. Les écarts peuvent-ils rester à ces niveaux et, si oui, pour combien de temps ? Il y a eu des épisodes de courte durée où les écarts ont été aussi serrés, mais il y a aussi eu des périodes prolongées où les écarts USD IG et HY sont restés inférieurs à 100 points de base et 350 points de base respectivement.

Tableau 9 : Écart de crédit (écart ajusté en fonction de l'option en %)



Source : Bloomberg au 13 décembre 2024

**Indice LUACOAS** : US Agg Corporate OAS - **LECOAS** : Euro Agg Corporate OAS - **LF98OAS** : US Corporate High Yield OAS - **LP01OAS** : Pan European High Yield OAS

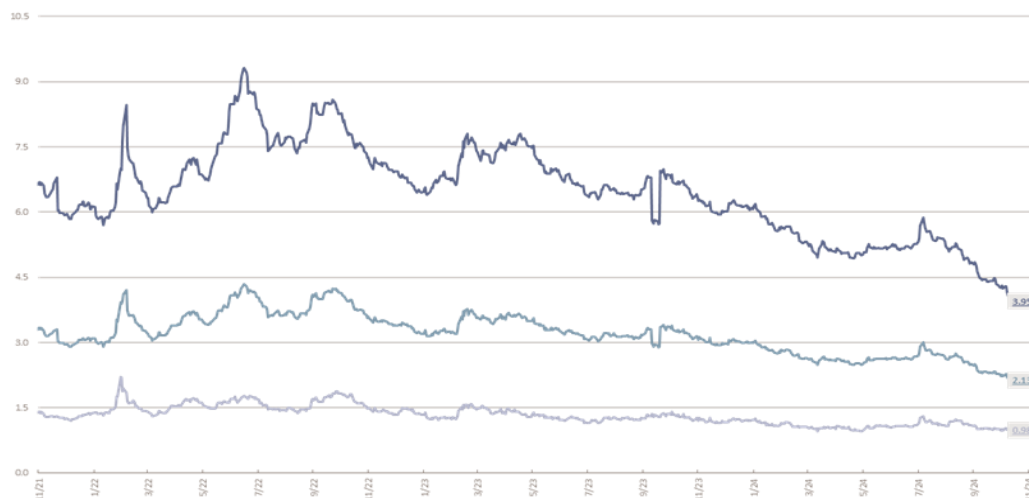
Les spreads de crédit souverain des **marchés émergents**, ainsi que d'autres produits de spread de crédit, sont à leur niveau le plus serré depuis plusieurs années. Le resserrement des spreads souverains en devises fortes a largement contribué à la performance totale de près de 7 % enregistrée depuis le début de l'année.

Comme sur le marché du crédit américain, les niveaux actuels des spreads s'inscrivent dans un contexte macroéconomique constructif, mais les changements dans la politique budgétaire et commerciale des États-Unis pourraient créer des vents contraires pour la croissance des pays émergents, et la nature inflationniste de ces politiques pourrait soutenir un scénario de taux d'intérêt américains plus élevés pour longtemps, ce qui serait en fin de compte un défi pour les rendements totaux des emprunts souverains dans les pays émergents.

Par conséquent, la combinaison de la pression exercée par l'appréciation du dollar américain et des taux d'intérêt justifie une approche prudente de l'espace souverain de la zone euro. Comme en 2024, nous concentrons nos investissements en obligations EM exclusivement sur le segment des entreprises en devises fortes. Au sein de ce segment très spécifique, nous privilégions une approche axée sur la sélection des émetteurs (idiosyncratique), en particulier dans les pays où la notation souveraine empêche une notation plus favorable de l'entreprise émettrice ("good company in a bad country").



Tableau 10 : spreads des pays émergents (spreads ajustés en fonction des options, en %)



Source : Bloomberg : Bloomberg au 13 décembre 2024

Indice BEBGOAS : EM Sovereign High Yield OAS – Indice EMUSOAS : EM USD Aggregate OAS – Indice BEHGOAS : EM Sovereign Investment Grade OAS

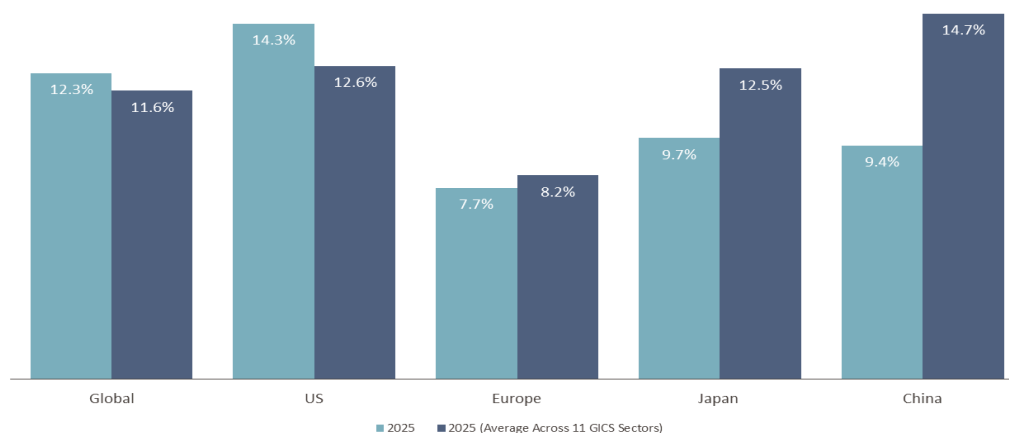
## Valorisation des actions : Tout sur la croissance des bénéfices

Au début de l'année 2023, la principale préoccupation était la menace d'un ralentissement économique, qui ne s'est pas concrétisée, l'économie ayant fait preuve d'une résilience qui a surpris de nombreux économistes. La politique a ensuite monopolisé l'attention des investisseurs et les incertitudes entourant les élections ont exacerbé les craintes, entraînant des niveaux de volatilité plus élevés. L'issue des élections américaines, avec la victoire des Républicains, a apporté de la clarté et une plus grande certitude politique, du moins dans un premier temps.

Le programme de Trump devrait soutenir la croissance américaine et donc les actions américaines, et devrait être un vent contraire pour la croissance dans le reste du monde et, en fin de compte, pour les bénéfices.

En clair, la croissance des bénéfices est importante, mais les surprises en matière de bénéfices sont encore plus importantes et détermineront les rendements futurs. Compte tenu des attentes ambitieuses en matière de bénéfices aux États-Unis, où le consensus table sur une croissance des bénéfices d'environ 15 % en 2025, le risque de déception est plus grand et encore plus élevé pour les méga-capitalisations technologiques.

Tableau 11 : Estimation de la croissance du BPA pour l'exercice par région (%)



Source : I/B/E/S, MSCI, Standard & Poors' et Thomson Reuters Datastream I/B/E/S, MSCI, Standard & Poors' et Thomson Reuters Datastream au 30 novembre 2024

## Actions américaines : Valorisation

Nous nous attendons à ce que la dynamique positive des bénéfices se poursuive. Au niveau de l'indice, le marché américain devrait enregistrer une croissance des bénéfices de 5,8 % au troisième trimestre 2024 et de 12,0 % au quatrième trimestre, tandis que le consensus prévoit une croissance des bénéfices de 15,0 % pour 2025.

En ce qui concerne le bénéfice par action (BPA), la médiane des estimations consensuelles descendantes est de 268 dollars pour 2025 et de 288 dollars pour 2026, tandis que les estimations consensuelles ascendantes sont respectivement de 274 et 300 dollars, tandis que la croissance des revenus devrait être de 5,7 %, ce qui est cohérent avec une prévision de croissance du PIB réel de 2,2 %-2,5 % et une inflation de 2,5 % d'ici à la fin de 2025.

Tableau 12 : Croissance des bénéfices (année par année en %)

	Q4 2024	CY 2024	CY 2025
<b>S&amp;P 500</b>	<b>12.0</b>	<b>9.4</b>	<b>15.0</b>
Services de communication	20.7	21.6	15.5
Consommation discrétionnaire	12.5	14.5	12.5
Consommateurs de base	(1.7)	2.7	5.6
L'énergie	(23.3)	(16.9)	6.1
Finances	38.9	16.4	8.6
Soins de santé	12.6	4.1	20.7
Industrie	(2.9)	(0.1)	19.0
Technologie de l'information	13.9	17.6	23.2
Matériaux	1.1	(8.6)	18.9
Immobilier	6.6	4.5	4.7
Utilitaires	12.9	10.4	9.0

Source : FactSet (22 novembre 2024)

Le ratio cours/bénéfice à 12 mois est de 22,0x, supérieur aux moyennes à 5 ans (19,6x) et à 10 ans (18,1x). Au cours des deux dernières années, le ratio C/B de l'indice a augmenté de plus de 25 %. À la fin de l'année 2022, une année difficile pour les "Sept Magnifiques", qui ont perdu 45,3 %, le marché se négociait à un ratio cours/bénéfice de 22,1x, en baisse par rapport à 28,4x le 1er octobre 2024.

Si les valorisations seules ne sont pas un bon indicateur des rendements à court terme, elles pourraient amplifier la correction en cas de choc négatif, mais une politique budgétaire expansionniste et une Fed plus accommodante sont des vents favorables indéniables pour le marché. D'un autre côté, si la Fed devenait plus restrictive en réponse à des chocs d'offre, par exemple des tarifs douaniers ou des déportations, cela pourrait créer une onde de choc à laquelle le marché n'est pas entièrement préparé et entraîner des turbulences sur ce dernier.

La croissance supérieure des bénéfiques des Sept Magnifiques a été le principal moteur de la surperformance par rapport à l'ensemble du marché. Toutefois, l'écart de croissance des bénéfiques entre ces deux cohortes se réduira en 2025 et 2026. Par conséquent, nous pensons que les valeurs moyennes sont bien placées pour bénéficier d'une solide croissance économique nationale en 2025, car elles génèrent une plus grande proportion de leurs bénéfiques au niveau national et sont donc moins exposées aux tensions commerciales (tarifs).

### **Actions européennes : Pas de soulagement immédiat mais...**

À l'horizon 2025, la croissance économique restera faible, les prévisions pour la zone euro (moins de 1,0 %) et le Royaume-Uni (plus de 1,0 %) étant principalement motivées par les droits de douane américains, le conservatisme fiscal et les vents contraires dans le secteur manufacturier. Nous pensons que certains de ces vents contraires s'atténueront en 2025, tant sur le plan macroéconomique que sur celui de la croissance des bénéfiques.

De plus, nous pensons que le retard des actions de la zone euro est tout à fait exagéré. Depuis octobre 2022 (13/10/2022), les actions de la zone euro ont sous-performé l'indice américain en monnaie locale. Selon nous, tous ces vents contraires semblent être reflétés pleinement dans les valorisations des actions européennes. À 13 fois les bénéfiques à terme, les actions européennes se négocient avec une décote d'environ 40 %, une valorisation relative à son plus bas niveau depuis plusieurs décennies.

Si l'absence de croissance reste le principal problème, et sans vouloir occulter les défis auxquels la région est confrontée et l'énorme travail à accomplir pour regagner en compétitivité, les niveaux actuels semblent refléter une grande partie des mauvaises nouvelles. La résolution de la guerre en Ukraine ou l'adoption d'un plan de relance et d'investissement basé sur des politiques fiscales moins restrictives pourraient servir de catalyseur à une remontée de la cote.

### **Japon : Vulnérable aux ralentissements mondiaux**

Outre l'imposition aveugle de droits de douane par les États-Unis, la confluence de facteurs positifs tels que la croissance économique constructive, les clarifications postélectorales et les espoirs de relance économique en Chine devrait soutenir la croissance des bénéfiques des entreprises.

Les résultats mitigés publiés pour le deuxième trimestre étaient en grande partie dus au renforcement du yen par rapport au dollar. Toutefois, depuis les élections américaines et le rebond du dollar, certaines de ces inquiétudes se sont dissipées.

La sortie de la déflation devrait continuer à soutenir les flux nationaux, tandis que la réduction de l'incertitude politique pourrait attirer les flux internationaux, d'autant plus que des pays comme la Chine deviennent plus difficiles à investir pour de nombreux investisseurs des marchés développés.

## **Marchés émergents : Les vents contraires sous Trump 2.**

Le retour de Trump à la Maison Blanche, souvent qualifié de Trump 2.0, est un facteur inquiétant pour les marchés émergents. En effet, le programme protectionniste est susceptible de poser des problèmes à la Chine et au Mexique, car il remet en cause le précédent scénario électoral américain d'un atterrissage en douceur accompagné d'une baisse progressive des taux d'intérêt sans récession.

## **Actions chinoises : Un contexte extérieur difficile**

La croissance du PIB réel de la Chine devrait ralentir, passant de 4,9 % en 2024 à 4,5 % en 2025. Le faible niveau absolu de l'inflation reflète les vents contraires qui pèsent sur la demande intérieure. Les autorités chinoises ont lancé un vaste plan de relance monétaire et budgétaire pour relancer l'économie et compenser de manière préventive l'impact potentiel des tensions commerciales.

Le consensus de croissance des bénéfices pour le CSI 300 est actuellement de +14 % en 2025, car la hausse des droits de douane sera finalement partiellement atténuée par une monnaie plus compétitive et des mesures politiques plus énergiques. En termes de valorisation, l'indice général chinois se négocie actuellement avec une décote de 46 % et de 23 % par rapport aux marchés développés et émergents hors Chine.

# Les convictions d'investissement

## Résultats des convictions pour le deuxième semestre 2024

### #1 - Obligations d'État à long terme<sup>5</sup> :

Les obligations d'État à long terme en euros ont affiché une forte performance en novembre, portant leur rendement à près de 9,0 %, soit bien plus que le marché. Les performances du marché du Trésor américain ont été moins brillantes et ont varié selon les échéances.

### #2 - Obligations d'entreprises des marchés émergents<sup>6</sup> :

Les spreads EM et US se sont resserrés, tandis que les rendements US à 10 ans sont restés quasiment stables sur la période malgré le sell-off d'octobre, qui s'est partiellement inversé en novembre. C'est la partie américaine qui a le plus bénéficié de la victoire de Trump.

### #3 - " Fantastic Five " <sup>7</sup> versus " Magnificent Seven " <sup>8</sup> :

Une fois de plus, l'élan des Sept Magnifiques a fait des ravages, avec une hausse de 27,4% au second semestre. Comment les Cinq Fantastiques peuvent-ils mener la danse alors que ce groupe de titres a chuté de plus de 9% !

### #4 - Diversification (Value vs Growth)<sup>9</sup> :

Une fois encore, il existe une différence entre l'Europe et les États-Unis : alors que les valeurs de rendement en Europe ont bénéficié de l'environnement des taux d'intérêt, les valeurs de croissance américaines ont fait un retour fracassant en décembre.

### #5 - Petites et moyennes capitalisations européennes et américaines<sup>10</sup> :

Les petites et moyennes capitalisations ont surperformé les grandes capitalisations dans les deux régions. Aux États-Unis, les petites et moyennes capitalisations ont gagné 11 % en novembre, en grande partie grâce aux résultats des élections américaines. En Europe, les rendements ont été plus stables, mais dans le même sens.

Source : Bloomberg

<sup>5</sup> Bloomberg US Long Treasury Total Return (+ 2.73%) vs Bloomberg US Intermediate Treasury Total Return (+ 2.76%) ; Bloomberg Euro Agg Treasury 10+ Total Return (+8.7%) vs Bloomberg Euro Agg Treasury Total Return (+5.6%)

<sup>6</sup> iBoxx USD EM Broad Corporates IG (+3,6%) vs Bloomberg US Corporate IG Total Return (+4,6%) ; iBoxx USD EM Broad Corporates HY Total Return (+5,7%) vs Bloomberg US Corporate High Yield Total Return (+6,4%)

<sup>7</sup> ASML holding, AstraZeneca, Novo Nordisk, LVMH et SAP

<sup>8</sup> Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla

<sup>9</sup> Russell 1000 Value Total Return (+11,5%) vs Russell 1000 Growth Total Return (+10,8%) ; MSCI Europe Value Net Total Return (+5,5%) vs MSCI Europe Growth Net Total Return (-1,1%)

<sup>10</sup> Russell 2000 Total Return (+17,6%) vs Russell 1000 Total Return (+ 13,0%) ; MSCI Europe Net Total Return (+ 2,0%) vs MSCI Europe Mid Cap Net Total Return (+ 5,8%) et MSCI Europe Small Cap Net Total Return (+3,0%)

## Convictions pour le premier semestre 2025

### **#1 - US Mid-Cap : la voie à suivre**

Le segment des petites et moyennes capitalisations est très sensible à l'évolution des attentes en matière de taux d'intérêt. Le fait que la Réserve fédérale soit devenue plus accommodante et qu'elle ait entamé son cycle de réduction des taux a joué en faveur de ce segment de marché.

L'assouplissement monétaire devrait restaurer la confiance des dirigeants et stimuler l'activité de fusion et d'acquisition. En termes de valorisation absolue, ce segment est conforme aux moyennes à long terme et sa valorisation est attrayante par rapport aux grandes capitalisations, avec une décote d'environ 11 %, par rapport aux moyennes historiques.

Enfin, les initiatives de re-shoring prônées depuis plusieurs trimestres et qui sont au cœur de Trump 2.0 devraient permettre à ce segment du marché de revenir durablement sur le devant de la scène.

### **#2 – EM Corporate : Les spreads et les rendements restent**

L'élection présidentielle américaine de début novembre a été l'un des événements les plus importants de l'année. Le programme de Trump, favorable à la croissance, pourrait être quelque peu inflationniste et entraînera moins de baisses de taux d'intérêt de la part de la Réserve fédérale jusqu'en 2025.

Comme les obligations à haut rendement américaines, le haut rendement européen est moins sensible aux taux d'intérêt et devrait donc être moins affecté par une hausse importante des rendements du Trésor américain.

En outre, comme nous l'avons souligné dans notre dernier numéro, les fondamentaux du crédit aux entreprises des pays émergents restent favorables et s'améliorent, notamment en ce qui concerne les obligations à haut rendement.

### **#3 – Courbe américaine : Pentification de la courbe des taux**

L'écart 2Y/10Y américain s'est normalisé en 2024 et est même redevenu positif en septembre. L'accentuation de la courbe a eu lieu bien avant l'élection de début novembre, contrairement à 2016, où un mouvement similaire avait eu lieu immédiatement après l'élection.

La hausse de la prime de terme reflète la détérioration accélérée de la situation budgétaire dans le contexte du changement de doctrine de la politique budgétaire américaine.

Nous recommandons de vendre la partie longue de la courbe en faveur d'échéances plus courtes. L'élection de Trump en 2024 a été suivie d'une modeste pentification de la courbe des taux du Trésor américain, bien moindre qu'en 2016. Même scénario : les actions augmentent, les courbes se pentifient et la prime de terme augmente.

### **#4 – Dollar américain : haussier pour l'instant**

Le programme de Donald Trump est certainement plein de dynamiques conflictuelles, et oui, le dollar américain, comme d'autres actifs, est généreusement valorisé. Toutefois, la croissance américaine restera supérieure à celle du reste du monde et il est peu probable que cette tendance s'inverse compte tenu du dosage des politiques en faveur de la croissance intérieure.

Dans le même temps, des mesures telles que les tarifs douaniers pèseront sur l'activité en dehors des États-Unis, ce qui pourrait conduire à une réponse plus agressive en termes d'assouplissement monétaire. En conséquence, les différentiels de taux d'intérêt entre les zones se creuseront, agissant comme un catalyseur pour les flux vers les actifs libellés en dollars.

# Vue des classes d'actifs

## Classes d'actifs

	H1 24	H2 24	H1 25
Monétaire	=/+	+	-
Obligations	-/=	=	-
Actions	+	=	=/+
Alternatifs	-/=	-/=	+
Devises (USD vs. G10)	=	=/+	=/+
Matières Premières	-/=	-	-

## Obligataire

		H1 24	H2 24	H1 25
Obligations d'Etat	ÉTATS-UNIS	=/+	+	-
	UE	=/+	+	+
	UK	=	=	=
	CH	-	=	=
Obligations d'Entreprises	US IG	+	+	=
	UE IG	+	+	=
	US HY	+	+	+
	UE HY	+	+	+
Dette Pays Emergents	Souverain HC	-/=	=	=
	Souverain LC	=	=	-
	Entreprise	+	+	+

## Actions

		H1 24	H2 24	H1 25
États-Unis	Grandes Capitalisations	-/=	-/=	=
	Petites Capitalisations	=/+	=	+
L'Europe	UE Grandes Capitalisations	=/+	+	=
	UE Petites capitalisation	+	+	-
	CH Grandes Capitalisations	=	=	=
	CH Petites capitalisations	+	+	-
	UK	=	=	=
Autres	Japon	-	-	-
	Chine	+	=/+	=
	Inde	=	=	+
	Autres EM	=	=	=

(-) Négatif, (=) Neutre, (+) Positif

### CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

The Forum Finance Group S.A. (FFG) est autorisé par la FINMA en tant que gestionnaire de fortune et enregistré auprès de la SEC en tant que conseiller en investissement. Bien que le Forum Finance Group S.A. (FFG) ait pris toutes les précautions nécessaires pour assurer l'exactitude des informations publiées, aucune garantie ne peut être donnée quant à l'exactitude, la fiabilité, l'actualité ou l'exhaustivité de ces informations. FFG décline, sans limitation, toute responsabilité pour toute perte ou dommage de quelque nature que ce soit, y compris tout dommage direct, indirect ou consécutif, qui pourrait résulter de l'utilisation de ce document. L'ensemble du contenu de ce document est soumis au droit d'auteur avec tous les droits réservés. Il est interdit de reproduire (en tout ou en partie), de transmettre (par voie électronique ou autre), de modifier ou d'utiliser ce document à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite préalable de FFG. Veuillez consulter le site [www.ffgg.com](http://www.ffgg.com) pour obtenir notre clause de non-responsabilité complète.



---

FFG

---

FORUM FINANCE

---

1994

---

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Genève — P.O. Box — CH-1211 Geneva 3 — T +41 22 552 83 00

**FFGG.COM**