

NEWSLETTER

B. DURAND CAPITAL PARTNERS

FEVRIER 2025



2025, DIGNE HERITIÈRE DE 2024 ?

2025 démarre en force avec une grande amplitude de performance entre les secteurs en seulement quelques semaines, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. Les secteurs de l'Énergie, de la Finance et des Industries, liées au domaine de l'électricité notamment, gagnent déjà plus de 10% alors que la grande distribution, les produits de base et l'Immobilier coté sont en territoire négatif.

Ce fort écart-type dès le début de l'année résulte pour partie du legs de 2024, année très asymétrique, qui a fini en hausse alors qu'elle aurait dû générer de la baisse compte tenu de l'inflation et des taux d'intérêts élevés. Ceci présage aussi des rotations importantes qu'il conviendra de gérer avec agilité. La guerre des taxes douanières ravivée ces derniers jours devrait amplifier ces mouvements d'arbitrages radicaux et créer de larges écarts de performance.

Cet emballement rend aussi plus que jamais utile notre observatoire des prévisions des grandes banques privées : caler les repères de la géométrie probable de 2025 au niveau macro ne sera pas un luxe.

Au titre de bilan et en transparence, nous passons en revue tout d'abord ce que les experts des banques ont vu juste en 2024 et ce qui a le plus dévié. En effet, lorsqu'on est dans le « bon rythme » sur une donnée macroéconomique l'année écoulée, il est plus probable de maintenir la justesse du pronostic l'année suivante : les mécanismes de cause à effet sont mieux maîtrisés.

Notre observatoire exclusif des Banques Privées pour 2025 est aussi publié ici. Il réserve des surprises de taille à ne pas négliger.

Également dans ce numéro, un coup de projecteur sur l'Homme de l'Année selon Time, Donald Trump. Nous vous proposons un abécédaire de ses nombreuses annonces, qu'elles soient en cours de mise en œuvre ou déjà appliquées, ainsi que de leurs impacts potentiels sur l'économie réelle.

SOMMAIRE

LE LEGS DE 2024

**CE QUE LES
ANALYSTES DES
BANQUES AVAIENT
ANTICIPÉ... OU PAS**

**L'ABÉCÉDAIRE
2025 DES ETATS
UNIS SOUS
TRUMP 2.0**

**OBSERVATOIRE
2025 DES
PREVISIONS DES
BANQUES
PRIVEES**

**LES PRODUITS
STRUCTURES
RESTENT UN
COMPLÉMENT
INDISPENSABLE**

**VU & LU
LES PREVISIONS
DETAILLEES DE
VOS BANQUES
PREFEREES**

Le LEGS DE 2024

Résilience : c'est le qualificatif qui vient en tête pour 2024. Tous les ingrédients étaient rassemblés pour avoir une année beaucoup plus chahutée. L'inflation mondiale a enchaîné une quatrième année consécutive de forte hausse, +2.8% venant s'ajouter aux 4.8% de 2023, 8.4% de 2022 et 3.3% de 2021, soit une hausse consolidée de plus de 20% sur 4 ans, sans que les salaires ne suivent nécessairement. La demande mondiale aurait amplement pu buter sur cette montagne.

Cela n'a pas été le cas, la liquidité monétaire encore abondante et les niveaux de quasi-plein-emploi ont empêché une crise de la demande. Le revers de la médaille, c'est que ce recours au crédit a un coût, qui ne fera qu'augmenter si l'inflation perdure, comme le montre la hausse des taux longs. 2025 se bâtit donc sur une forte contre-intuition difficile à maintenir. Elle risque d'être le théâtre de phases de correction plus accentuées et plus longues.

L'autre fait majeur est l'engouement à plein régime de l'IA. (malgré DeepSeek) et des Cryptos en tant que thèmes incontournables, segments surpondérés dans les portefeuilles et prisme au travers desquels sont scrutés désormais tous les autres secteurs. Les montants investis ne cessent de s'envoler et l'annonce de Stargate, le projet IA de D. Trump à 500 mds \$ dont le financement reste à préciser, va continuer d'alimenter la spéculation. L'intensité de ce tropisme a surpris une majorité d'experts et a fait du bien aux marchés qui anticipent des gains de productivité et de marges sur ces développements.

Enfin, 2024 laisse derrière elle des écarts de performance spectaculaires, avec des excès aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Les asymétries géographiques sont frappantes : tandis que le Nasdaq s'est envolé de 40 %, les marchés mexicains et brésiliens se sont effondrés de respectivement 24 % et 10 %, tandis que le CAC 40 affiche une légère baisse de 2,1 %. L'asymétrie s'observe aussi sur le marché des devises, avec un dollar trop élevé au regard de fondamentaux parfois fragiles. Enfin, l'écart est extrême entre certaines entreprises d'un même secteur : Dassault Systèmes chute de 24 %, tandis que SAP progresse de 70 %, la valorisant deux fois plus cher que la première, malgré une marge opérationnelle (24 %) bien inférieure à celle de Dassault (35 %).

Ceci pourrait impliquer des rotations importantes en 2025 avec une recherche de rendement plus important afin de continuer à battre une inflation tenace, d'autant que les performances des comptes à terme et fonds en euros ne feront pas le poids.

2024

ce que Les analystes Des Banques avaient anticipé... ou pas

Il ne s'agit pas ici de jeter l'opprobre mais de réfléchir aux points précis : ceux qui ont été bien anticipés et ceux qui ont rencontré le plus de difficultés. C'est important de les garder en tête à la lecture des prévisions 2025. En moyenne, les analystes sont sur un bon rythme sur les 4 points cités ci-dessous, importants pour continuer de bien prévoir.

Ce qui a bien été anticipé :

1) La hiérarchie des niveaux de croissance de PIB année sur année avec les US au-dessus de l'Europe et du Japon pour les pays développés. Néanmoins, ces niveaux de croissance en absolu ont été sous-estimés : les US faisant 2,8% contre un « consensus » à 1,1% et l'Europe générant 0,8% contre 0,4% attendu par notre « consensus ». Ce résultat est d'autant plus intéressant qu'en parallèle, les taux d'intérêts court terme et long terme se sont révélés plus coriaces et élevés, même en fin d'année, ce qui aurait dû créer plus de ralentissement de croissance. Le 10 ans US finit l'année à 4,56% alors que le consensus attendait 3,76%, et le taux court de la FED termine à 4,5% contre 4% attendu. Idem pour les taux longs sur la zone Euro, le Bund 10 ans finit à 2,36% contre 2,10% attendus et l'OAT 10 ans française clôture, pour les raisons politiques que l'on connaît, à 3,20% alors que le consensus attendait 2,30%. Tout ceci aurait dû contribuer à éroder la croissance, mais cela n'a pas été le cas.

2) La bonne santé des grandes sociétés. C'est probablement sur ce point crucial que les analystes ne se sont pas trompés et, en construisant un scénario positif de croissance des profits qui s'est réalisé, ont permis cette génération de performance en 2024 sans que les taux d'intérêts plus élevés qu'attendus n'y nuisent.

3) L'inflation. Dans la zone Euro, l'année se termine aux alentours des 2,4% comme anticipé. Le Japon à 2,5% contre 2,4% anticipés, une bonne nouvelle pour ce pays en besoin d'inflation (30 ans de déflation dans le rétroviseur). Les US sont au-dessus des attentes avec 2,9% d'inflation en décembre contre 2,5% attendus, en rapport avec la croissance, elle aussi très au-dessus des attentes. Une lecture juste de l'inflation qui perdure sur 2025 est clé pour la performance cette année car elle dictera les taux, la croissance et les devises.

4) Le prix de l'énergie. A quelques semaines près (le rebond du pétrole est très fort sur les premières semaines de janvier), l'anticipation moyenne des banques s'était révélée très juste avec un pétrole relativement inchangé sur l'année.

Ce qui n'a pas eu lieu :

1) Les Devises. Le principal point qui ressort est la force inattendue du Dollar US contre l'Euro, le Franc Suisse et le Yen notamment. Cet engouement pour le Dollar US a pesé sur les marchés non-US mais ne les a pas coulés, ce qui est déjà un bon point. Et donc, de fait, une baisse du Dollar US sur 2025 serait « bullish ».

2) Les Taux longs. Comme mentionné ci-dessus, ils sont le résultat d'une croissance plus forte mais aussi de déficits et d'endettement qui se creusent encore plus. Le monde économique semble encore capable de les supporter tant qu'il y a assez de croissance, mais ils seront probablement le point de tension de départ des corrections à venir.

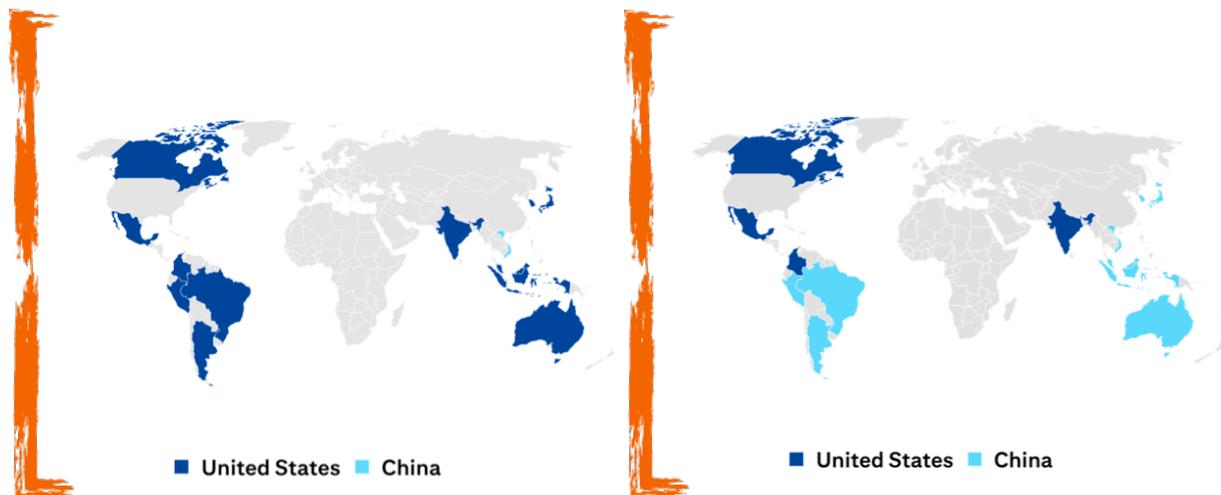
3) Les Taux courts. En dehors de la prévision sur la BCE, condamnée à baisser ses taux pour faire face aux difficultés en Allemagne et en France, les experts ont été contredits par les autres banques centrales qui ont moins baissé leurs taux directeurs qu'attendu (le consensus attendait la FED à 4%, tandis qu'elle se situe à 4,5%, et la Bank of England à 4,20% alors qu'elle en est à 4,75%). Faut-il y voir une crainte d'un rebond d'inflation supérieure à celle d'une spirale déflationniste ? C'est très possible et les prévisions 2025, dans les paragraphes suivants, ne font que confirmer cette hypothèse.

L'abécédaire 2025 DES ÉTATS UNIS SOUS TRUMP 2.0

CHINE : Le premier jour de son mandat, D. Trump avait retardé le dévoilement des droits de douane spécifiques à la Chine. Il parle, depuis, d'une hausse de seulement 10% (contre la crainte d'une hausse de 60% mentionnée en novembre) voire pas d'augmentation du tout si une entente se fait sur d'autres sujets. Le Canada et le Mexique sont donc désormais les plus pointés du doigt. Avec la Chine, de nombreuses actions de négociation pourraient désamorcer les tensions, au moins pour un moment (achat de plus de produits américains, protection de la propriété intellectuelle, l'importation de fentanyl, etc.). Les sanctions finales devraient être moins importantes pour les exportations chinoises actuellement en plein boom. Cela serait un développement positif pour l'Asie et les pays Émergents en 2025.

Une raison à ce dégonflement des menaces US sur le commerce extérieur chinois ? Peut-être le constat que la Chine est moins atteignable via ce canal commercial, sa dépendance vis-à-vis des US s'étant réduite. La Chine est en effet devenue le partenaire commercial principal d'économies majeures, comme l'indique les cartes de 2000 vs 2023 ci-dessous.

LA CHINE, UN PARTENAIRE COMMERCIAL GRANDISSANT AUX DEPENS DES U.S., EVOLUTION 2000 VS 2023



Source: Haver Analytics, IMF, Citigroup

CROISSANCE US EN 2025 : Pas d'objectif de PIB annoncé par D. Trump mais le message officiel est de stimuler une croissance déjà forte. Pourtant, le nuage de mesures potentielles annoncé contient des éléments négatifs pour la croissance. Le cycle de renouvellement radical au sein de l'administration, l'arrêt net de l'immigration et des visas de travail, et la hausse des taux longs et du Dollar pourraient entraîner une croissance moindre. Le consensus large attend une croissance de 2,5 % en 2025. Notre consensus de grandes banques privées est plus pessimiste à 2,1% en moyenne.

Ce serait un taux inférieur à la moyenne mondiale de 2,7 % et cela pourrait se traduire par un leadership moins fort qu'attendu des marchés américains en termes de performance financière.

CROISSANCE DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES AMÉRICAINES : Les baisses d'impôts attendues, le prolongement des plans d'investissement publics (loi sur la réduction de l'inflation, réduction de l'impôt sur les ménages, plan de soutien au secteur des semi-conducteurs, ...) et l'ajout de nouveaux plans (Stargate, secteur de l'énergie, ...) devraient à nouveau favoriser les grandes sociétés : notre consensus attend 11% de croissance des profits en moyenne en 2025. Avec l'hypothèse que les ratios de valorisation restent constants, cela pourrait aboutir à une hausse de 10% des indices, hors dividendes et rachats d'actions.

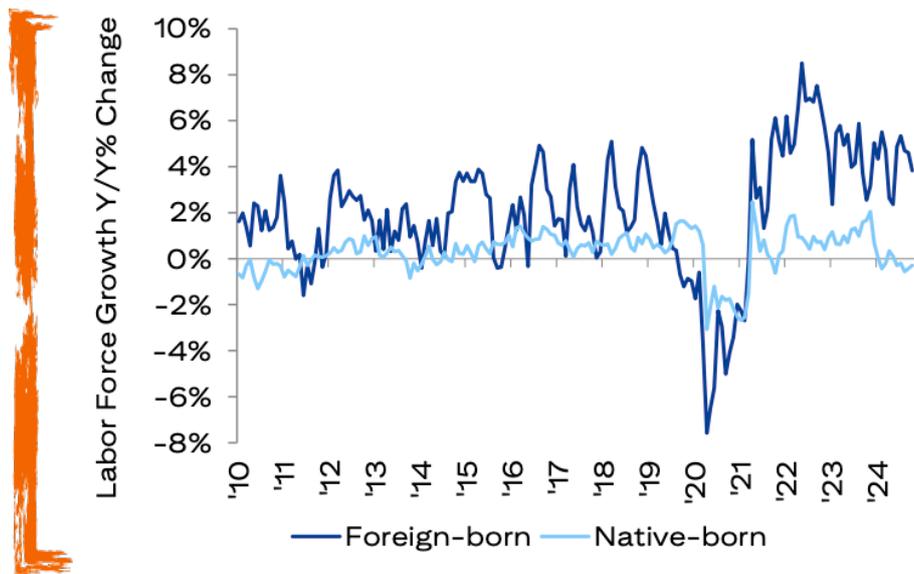
DOLLAR : Le Dollar cher rend les pays exportateurs vers les États-Unis d'autant plus compétitifs en ce début d'année. Cela devrait se traduire par de fortes hausses de chiffre d'affaires, en Europe notamment. Nous pouvons nous attendre à ce que D. Trump essaie de faire baisser le Dollar afin de restaurer de la compétitivité. Comment pourra-t-il procéder ? Son administration mettra surement la FED sous pression, malgré son indépendance théorique, afin de faire baisser les taux plus rapidement et plus fortement. D. Trump abordera probablement aussi ce sujet dans toutes les négociations avec les grandes économies. Il pourrait « suggérer » une intervention coordonnée sur le marché des changes international pour déprécier le Dollar. Il va essayer, autant que possible, de faire payer le prix de cet ajustement macroéconomique aux autres pays, en appréciant leurs devises et en adoptant des politiques qui augmentent les importations américaines. Un Dollar plus faible sur l'année serait donc le scénario de base mais l'erreur d'anticipation de 2024 pourrait perdurer tant que les US continuent de dégager ce profil d'invincibilité malgré les fissures.

DROITS DE DOUANE : Les niveaux finaux de hausse devraient être plus modérés que prévu. Le chiffre de 10% de hausse, si les négociations bilatérales échouent, semble être le tarif punitif en tête de l'administration Trump, Chine comprise. Des droits de douane plus bas que prévus amélioreraient les bénéfices des entreprises non américaines qui vendent aux États-Unis tandis qu'ils réduiraient aussi les gains attendus par l'administration Trump et creuseraient le déficit.

FED : En attendant de nouvelles décisions de l'administration Trump, la FED a maintenu son taux directeur inchangé lors de sa réunion des 28 et 29 janvier, à 4,5 %. J. Powell, son gouverneur, a confirmé que la baisse n'était pas terminée mais qu'il n'y avait pas d'urgence. Une nouvelle baisse de 0,25% lors de la prochaine réunion des 18 et 19 mars reste donc d'actualité, surtout si le dollar se renforce encore (la BCE a de nouveau baissé ses taux ce qui pourrait encore affaiblir l'euro). Notre consensus de banques privées voit le taux à 4% à fin 2025.

IMMIGRATION : De nombreux migrants sans papiers pourraient continuer à être expulsés dans les mois à venir. Le nombre total de personnes concernées est difficile à évaluer, mais pour donner une idée, l'Inde estime qu'elle a entre 700 000 et 800 000 ressortissants illégalement sur le sol US. Les conséquences économiques seraient importantes avec : 1) De sévères pénuries de main d'œuvre dans quasiment tous les secteurs, à la fois dans les industries et dans les services ce qui affecterait la croissance du PIB, 2) La procédure sera une charge coûteuse et chronophage pour l'État Fédéral 3) Cela pourrait très bien entraîner un rebond d'inflation par les salaires.

SOURCE DE MAIN D'ŒUVRE US.: NATIFS & ETRANGERS



Source: Haver Analytics, Citigroup

INFLATION : Elle pourrait surprendre à la hausse, comme argumenté plus haut. Notre consensus d'experts attend en moyenne 2,6% supplémentaire, le grand consensus global 2,7% (IBES). Les taux de dépôt court-terme des banques combleront de plus en plus difficilement cette érosion supplémentaire.

JAPON : Le Japon devrait être moins touché et ciblé par les tarifs douaniers, s'il accepte une réévaluation du Yen. Il est le partenaire de défense des US en Asie, et jugé essentiel par l'administration Trump. La faiblesse du Yen sur le dernier trimestre va stimuler les exportations au premier semestre 2025. La bourse Japonaise et le Yen restent intéressants en 2025.

MATIÈRES PREMIÈRES : La hausse des tarifs douaniers, même de 10% seulement, va impacter les marges d'un secteur où elles sont déjà réduites actuellement. Les volumes devraient rester bons grâce à la croissance mondiale soutenue et une possible re-accélération économique chinoise, à laquelle de moins en moins croient. Une faiblesse de dynamique de l'économie américaine durant l'année (cf précédents points) pourrait aussi heurter. Ce sera définitivement une année volatile pour la classe d'actif.

NATIONALITÉ : Trump prévoit de mettre fin au droit de naissance, mettant un terme à cette politique qui permet à toute personne née aux États-Unis de recevoir automatiquement un passeport américain. L'aspect économique de cette rupture est dur à quantifier mais les États-

Unis peuvent difficilement se passer de flux extérieurs, le nombre d'enfant par femme étant inférieur à 1,7.

PÉTROLE : Le contexte restera volatil pour l'énergie malgré une réaccélération attendue de génération de cash-flow en 2025 par rapport à 2024 pour le secteur. Deux facteurs pourraient cependant faire baisser à nouveau les prix de l'énergie. 1) Un cessez-le-feu en Ukraine et une réouverture officielle des marchés mondiaux au pétrole et au gaz russes. Cet événement aurait un impact limité car la Russie exporte déjà largement sa production par d'autres canaux. 2) D. Trump pourrait conclure un accord avec l'Iran sur son programme nucléaire contre une relance de distribution de pétrole. L'Iran menace actuellement de se retirer du Traité de non-prolifération et D. Trump menace de reprendre l'application des sanctions pétrolières plus fortes. L'Europe devrait également réimposer des sanctions cet été, à moins que l'accord sur le nucléaire ne soit renégocié avant sa date d'expiration d'octobre 2025. Une négociation pourrait émerger et constituerait un succès diplomatique majeur pour les US, en permettant de réduire les prix de l'énergie et de contrôler l'inflation. Un obstacle serait qu'Israël refuse à court terme un accord avec l'Iran qui n'inclut pas de restrictions sur l'armement nucléaire à long terme.

POSITIONNEMENT DES GRANDS FONDS D'INVESTISSEMENT : A l'approche de la semaine d'investissement, les fonds macro avaient vendu pour limiter leur risque. Comme les mesures immédiates de la nouvelle administration semblent moins agressives, nous nous attendons à ce qu'ils commencent à ré-augmenter à nouveau leur exposition longue aux actions américaines. Une baisse du dollar et un reflux sur le taux 10 ans encouragent cette reprise.

RISQUES ou « BLACK SWANS » :

1) La combinaison de multiples mesures économiques, somme toute assez radicales, pourraient créer un rebond de l'inflation qui pousse le rendement à 10 ans des États-Unis au-dessus de 5 % et forcer les Banques Centrales du monde entier à ralentir le processus de baisse des taux.

2) D. Trump pourrait décider de cesser de soutenir l'OTAN en coupant les subventions vitales en l'état des États-Unis. La plupart des autres membres ne paient toujours pas ce qu'ils doivent (une contribution de défense de 2 % du PIB annuel). Un tel arrêt pourrait encourager la Russie, et d'autres, à être encore plus agressifs et exigeants.

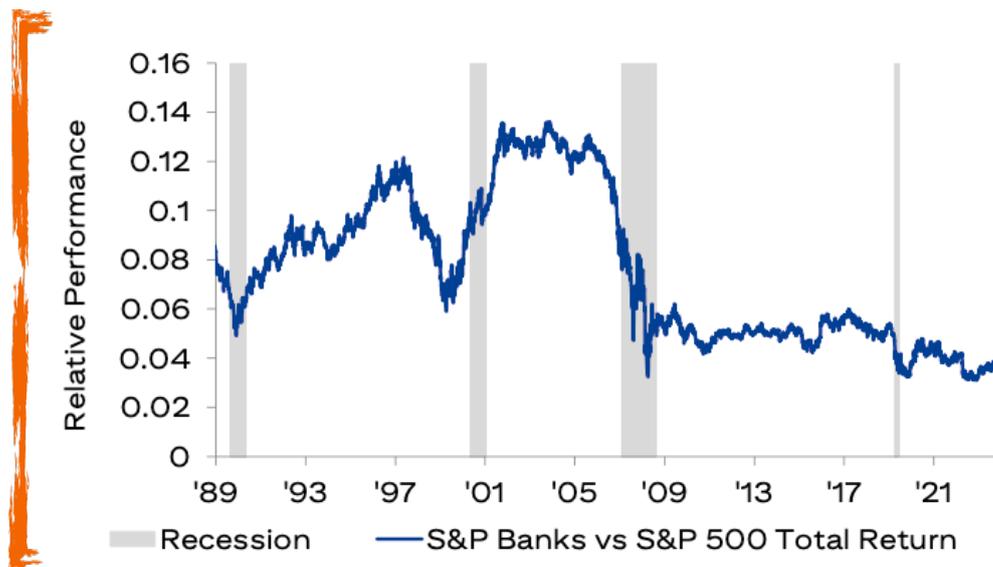
3) Les États-Unis envahissent le Groenland ? Le Canada ? Panama ? Le Mexique ? Cela semble peu probable mais ce n'est plus entièrement de la science-fiction. L'objectif de telles menaces est, selon nous, de forcer les alliés à payer davantage pour la défense américaine, plutôt qu'une réelle occupation physique des territoires. Mais la porte est ouverte à des accidents potentiels.

SECTEURS : Les secteurs recommandés dans ce contexte : la Santé, l'Aérospatiale et la Défense, l'Immobilier, les Banques et les Services aux collectivités (Utilities) qui sont aptes à capturer des bénéfices supérieurs. Un accent sur les banques, secteur qui a subi la pression des régulateurs depuis des années maintenant. Une mesure de déréglementation majeure de l'administration Trump est attendue, ce qui devrait permettre au secteur de continuer à se revaloriser. La moindre baisse des taux contribue également à cette tendance. En termes de valorisation, il

reste l'un des secteurs les moins chers parmi les grands secteurs. Ci-dessous le graphique illustratif de l'écart de performance vis-à-vis du S&P500 .

A l'opposé, les secteurs des matériaux, des télécommunications, des services de communication et des biens de consommation de base pourraient être moins à l'aise sur l'année telle qu'elle se présente.

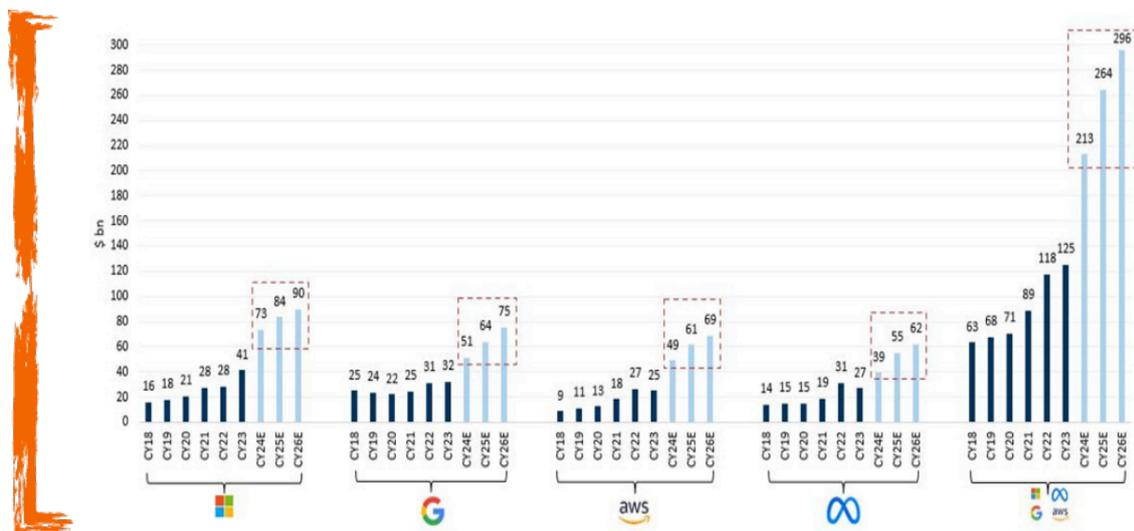
RATIO DE DIFFERENTIEL DE PERFORMANCE ENTRE LE S&P500 & SON INDICE BANQUES SEUL



Source: Haver Analytics, Bloomberg, Citigroup

STARGATE - Investissements dans des infrastructures I.A à 500 mds \$: Ce montant colossal viendrait s'ajouter aux investissements déjà massifs des 4 leaders du Cloud (L'I.A. se déploie majoritairement au sein des grands espaces Cloud. Voir graphique ci-dessous.). La Chine a répondu en mettant en accès libre ses modèles I.A. sur Deepseek (l'OpenAI chinois). La concurrence va s'intensifier et avec elle le poids des investissements. Le retour sur investissement devra être au rendez-vous si l'on veut éviter une bulle.

EVOLUTION ANNUELLE DES INVESTISSEMENTS DANS LE CLOUD DES 4 LEADERS US
(HORS STARGATE)



Source: Goldman Sachs

TAXES DOUANIERES : Les exportations canadiennes et mexicaines vers les US sont entrées dans une zone de turbulence avec la menace US d'être soumises à une taxe de douanes de 25 % (et 10 % sur le pétrole canadien).

Trump a aussi frappé la Chine avec une taxe de 10 % en plus des existantes. Cela porte la taxe US sur les importations chinoises à 22 % en moyenne. Là, c'est en fait un moindre mal car il menaçait d'augmenter de 25 % à 60%.

Les exportations du Mexique et du Canada vers les US représentent 78 % et 77 % de leurs exportations annuelles totales. Ces exportations représentent 20 à 30 % de leur PIB, ce qui est très significatif pour ces économies. Leur importance signifie que l'inflation pourraient ré-augmenter à nouveau aux États-Unis.

Le Mexique a depuis annoncé ajouter 100 000 soldats aux frontières et a obtenu 1 mois de délai sur la mise en place de la taxe.

Le Canada a annoncé, lui aussi, bénéficier d'une pause des US de 1 mois en échange d'actions contre le trafic de drogue.

La Chine a riposté en annonçant une taxe de 15% sur certains produits US. Les produits visés seront à préciser.

Les exportations US vers le Mexique et le Canada représentent 16 % et 17 % de leur total.

L'Europe serait la prochaine cible. Le Japon n'est pas mentionné.

Leçon du passé. Dans les années 1930, les US imposèrent des taxes similaires. Ils furent coupés des marchés d'exportation, ce qui entraîna un effondrement de la production manufacturière et de l'emploi. La leçon apprise pour longtemps fut que des marchés ouverts produisent plus de richesses. L'Histoire n'est pas en faveur de D. Trump ici et il le sait probablement.

Cette agression était destinée à ouvrir des négociations plus larges sur le contrôle des frontières et le trafic de drogues notamment (comme vu depuis). Le plus tôt elles aboutissent, le mieux c'est pour ces marchés qui ont besoin de croissance pour justifier leur niveau (voir graphique).

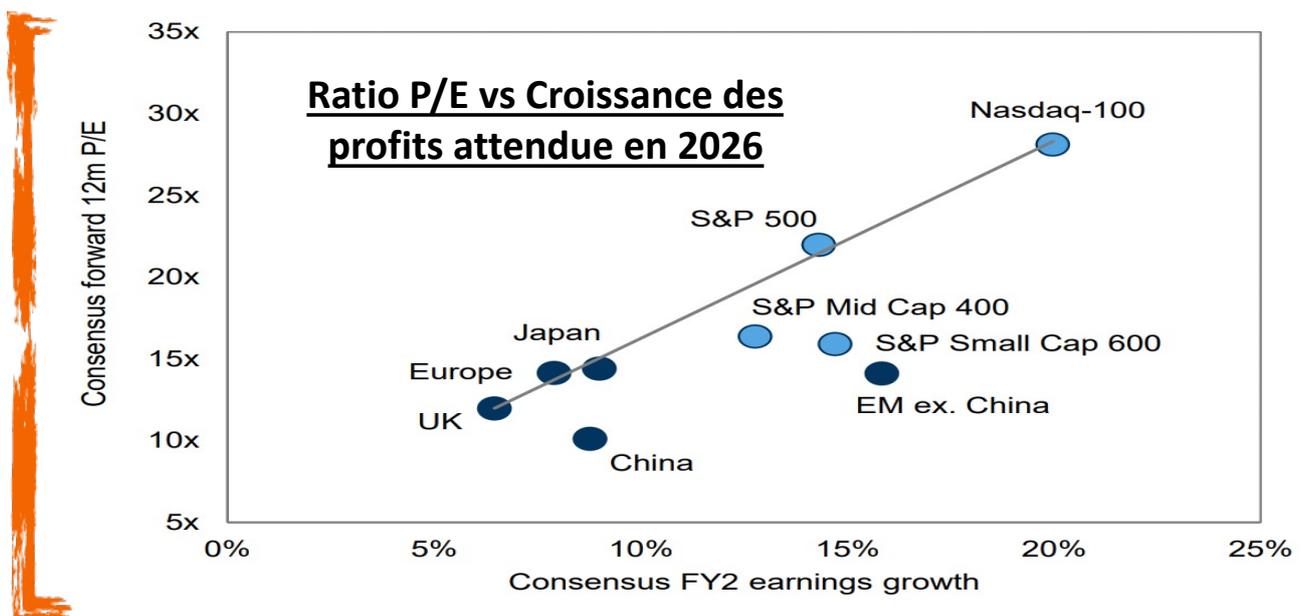
Une taxe durable sur le Canada et le Mexique pourrait impliquer une hausse de 0,7 % d'inflation et une baisse de 0,4 % du PIB aux US sur 12 mois (Goldman Sachs).

Dernières cibles, l'acier et l'aluminium. Le président Trump aurait ordonné l'imposition de droits de douane de 25 % sans spécifier de pays. Pour mémoire, les États-Unis avaient déjà imposé des droits de douane supplémentaires à l'importation de 25 % sur l'acier et de 10 % sur l'aluminium en mars 2018. L'Australie, le Canada et le Mexique en avaient alors été exemptés, tandis que des quotas de volume avaient été imposés à l'Argentine, au Brésil et à la Corée du Sud. D'autres exemptions furent accordées ultérieurement par l'administration Biden.

En ce qui concerne l'aluminium, il n'est pas encore précisé quels produits seront impactés : aluminium raffiné, ferraille d'aluminium et/ou produits en aluminium laminés/extrudés.

MARCHES ACTIONS - LES US RESTENT ABORDABLES TANT QUE LES TAXES DOUANIERES NE FONT PAS DERAILLER DURABLEMENT LA CROISSANCE

Valorisation des grands indices actions vs les prévisions de croissance des profits en 2026



Source : Factset, Goldman Sachs

TIKTOK : Le président Trump pourrait donner son accord à un rachat partiel de Tiktok, suggérant une coentreprise à 50/50 entre la Chine et les États-Unis. Un pragmatisme loin de la menace de fermeture pure et simple. Il a mentionné qu'il pourrait imposer des droits de douane à la Chine si la partie chinoise n'approuve pas l'accord. La Chine, selon le journal SCMP, serait disposée à autoriser un tel deal, mentionnant que « les acquisitions devraient être décidées par les entreprises ». L'appel Xi-Trump il y a deux semaines a donné lieu à une discussion sur ce sujet, suggérant qu'un accord est possible et que TikTok restera ouvert aux États-Unis

ZONE EURO : Des droits de douane sur les automobiles de l'UE sont très probables à moins qu'un accord ne soit conclu et que l'Eurozone accepte d'acheter plus de pétrole et de gaz aux États-Unis. Les négociations vont être serrées cette année, Trump ne ménagera pas l'Europe mais la faiblesse de l'Euro et la baisse des taux courts vont jouer positivement. Les bourses Européennes surperforment en ce début d'année.

OBSERVATOIRE 2025

DES PRÉVISIONS DES BANQUES PRIVÉES

Vous trouverez dans les pages suivantes les fiches détaillées de chaque banque. Nous en dressons ci-dessous une synthèse.

- La croissance US sera moins forte cette année avec en moyenne 2,1% attendu. Le consensus est assez fort sur ce chiffre, ce qui peut paraître étonnant compte tenu de la conviction des équipes de D. Trump sur leur capacité à produire une croissance exceptionnelle.
- La croissance de l'Eurozone s'établirait à 0,8% avec un écart-type faible là aussi.
- Le Royaume-Uni ferait difficilement mieux, 1,2% de croissance attendus par notre consensus.
- La Chine devrait décevoir avec seulement 4,46% de croissance en moyenne. Les experts ne croient donc pas à un rebond. Et le Japon devrait progresser raisonnablement avec 1,08% de moyenne attendu.
- L'inflation devrait rester au-dessus des 2% de progression annuelle dans toutes les régions, sauf en Chine à 0,8% seulement. La situation est sous contrôle mais pas pleinement assagie. Le risque de pression sur les taux d'intérêts va demeurer.
- La croissance des profits des sociétés restera au-dessus des 10% aux États-Unis et en Chine et plutôt entre 6% et 7% sur les autres régions, ce qui reste sain et devrait sécuriser les paiements de coupons et de dividendes. C'est le point clé : les experts sont très optimistes, notamment sur les US, où ils espèrent une accélération par rapport à 2024 (+9%) alors que la croissance macro sera moindre. Des allègements fiscaux et une absence d'inflation des salaires seront nécessaires pour y arriver.
- Les avis sont plus éloignés sur le Dollar US. Plusieurs banques pensent que la parité avec l'Euro sera la norme cette année, d'autres maintiennent la conviction d'un plongeon de plus de 5% du Dollar US.
- S'agissant des matières premières, le Pétrole serait stable et l'Or à un nouveau pic à 2 810 \$ par Once (nous y sommes déjà).
- Les taux d'intérêt longs et courts seront raisonnablement plus bas que les niveaux actuels mais sans effet similaire à 2024. L'inflation supérieure aux 2% mentionnés précédemment va gêner ces baisses.

FOCUS SUR L'OBLIGATAIRE

LES PRODUITS STRUCTURES RESTENT UN COMPLÈMENT INDISPENSABLE

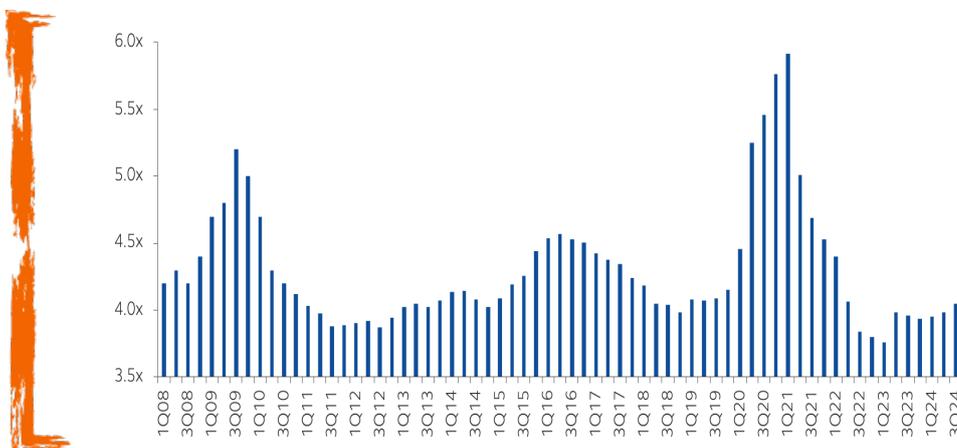
Il fallait prendre des risques en 2024 pour espérer extraire une performance suffisante de l'obligataire. Les obligations bancaires et les émissions d'entreprises classées High-Yield, US et Europe ont progressé de plus de 8% en 2024. Cela a été plus compliqué sur la partie plus qualitative et moins volatile de l'Investment Grade, avec l'IG en € en hausse moyenne de 2.5%, l'IG en \$ en hausse de 1.4% et les obligations d'État, Eurozone en hausse de 1.5% et les US en négatif, -3.7% sur le segment 7-10 ans.

Cet écart de performance entre segments devrait se poursuivre en 2025 mais pas nécessairement dans le même ordre. Certes le monde obligataire bénéficie des taux courts descendants mais il va devoir composer avec une incertitude grandissante sur la fiscalité et sur la géopolitique. Nombre de scénarios possibles sur ces deux angles sont inflationnistes et donc moins favorables à l'obligataire à rendement fixe. Ce « brouillard » important va nuire aux annonces et politiques des Banques centrales et générer de la volatilité.

Un point positif pour les obligations d'entreprises est le faible niveau du ratio d'endettement moyen rapporté aux profits opérationnels, aussi bien pour les grands émetteurs US & Europe que ceux de taille moindre et aux notes de crédit plus risquées en HY. Cette bonne couverture devrait contenir le nombre de défauts. Cette bonne tenue devrait bénéficier aussi aux banques qui ne devraient pas voir s'envoler les retards/défauts de paiements sur leurs prêts.

Ce contexte reste donc favorable aux produits structurés émis sur une base d'obligations bancaires et adossés à des indices boursiers ou de taux. La combinaison devrait rester porteuse et les rendements espérés devraient rester au-dessus des 7.5% à 8%, ce qui reste attractif.

EVOLUTION HISTORIQUE DU NIVEAU DE LEVIER (ENDETTEMENT / PROFIT OPERATIONNEL) DES EMETTEURS HIGH YIELD US



Source: JPMorgan

VU & LU

DeepSeek Reckoning : Vidéo explicative des ruptures que pourrait entraîner l'accès gratuit aux modèles I.A. Chinois : <https://youtu.be/9Aw2UzNsZHo?si=5ThFJrQOx3RiLWPT>

Rapport sur l'immobilier de montagne : <https://pdf.euro.savills.co.uk/france/fre-fre/savills-ski-report-winter-2024-25-fr-fr.pdf>

Les 5 plus grandes transactions immobilières de célébrités à Paris en 2024 : <https://www.admagazine.fr/article/grandes-transactions-immobilieres-celebrites-paris>

Modification du régime fiscal des management packages : <https://capitalfinance.lesechos.fr/droit/reglementation/tres-chers-manpacks-2147180>

Validation de l'essentiel du budget 2025 par le Conseil Constitutionnel :

<https://www.lesechos.fr/economie-france/budget-fiscalite/le-conseil-constitutionnel-valide-lessentiel-du-budget-2025-2148643>

Liens ou pdf abonnés, sur demande



AVERTISSEMENT AU LECTEUR. Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par B.Durand Capital Partners sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique. Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. De plus, les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations de marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leur performance ou leur évolution future. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de B Durand Capital Partners. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant. Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et B.Durand Capital Partners se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de B.Durand Capital Partners. Par ailleurs, certains services rendus/et ou placements figurant dans ce document peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas nécessairement adaptés à tous les investisseurs. Il appartient donc à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces services et/ou placements avant tout investissement. Tout investisseur est tenu de se reporter aux conditions proposées par B.Durand Capital Partners à sa clientèle afférent aux services et/ou placements figurant dans ce document. De plus, toute personne désirant investir dans les organismes de placement collectifs qui seraient mentionnés dans ce document est tenue de consulter le DICI visé par l'AMF remis à tout souscripteur ou disponible sur simple demande à B.Durand Capital Partners.

ANNEXES **LES PREVISIONS DETAILLEES** **DE VOS BANQUES PREFEREES**

MÉTHODOLOGIE :

Chaque Banque Privée a reçu le même formulaire à compléter et les mêmes instructions de la part de B. Durand Capital Partners. Nous saluons leur travail car il n'est pas simple de résumer en quelques lignes des analyses fouillées et parfois publiées dans le détail dans des rapports annuels sur des dizaines de page.

Nous remercions donc tous les participants listés ci-après.

Nous remercions aussi les autres banques qui ont accepté de répondre mais sans autorisation de publier leur nom dans ce document. Leurs analyses nous permettent tout de même d'affiner nos statistiques et le consensus moyen.

Nous tenons bien sûr à disposition de nos lecteurs les points de vue détaillés de toutes ces banques privées, que nous nous ferons un plaisir de vous détailler – en privé justement 😊

Par ordre ALPHABÉTIQUE :

- CITI
- EDMOND DE ROTHSCHILD
- J. SAFRA SARASIN
- LAZARD
- ODDO BHF
- PICTET
- RICHELIEU
- ROTHSCHILD MARTIN MAUREL
- SOCIETE GENERALE LUXEMBOUG
- SOCIETE GENERALE FRANCE
- UBS

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

- In 2025 and 2026, we expect growth to be accompanied by further geopolitical and political discord. In the U.S., the incoming Trump administration is poised to pursue policies that seek to accelerate activity domestically, which may increase tensions externally. Some controversial policies may also lead to fractious domestic politics in the U.S. and elsewhere. In our view, global GDP may rise at 2.9% in 2025 and 2026, compared to 2.6% in 2024. Among advanced economies, we see the U.S. remaining as the main engine of growth. We recently upgraded our U.S. growth forecast for 2025 to 2.4%.
- The blanket 10–20% tariffs Trump promised on all other countries' imports may be intended as a bargaining chip to persuade others to lower their tariffs on U.S. goods. The European Union – where we already expect further limp GDP growth in 2025 – looks vulnerable given its export reliance on U.S. trade.
- With markets having recovered strongly since their lows of late 2022, valuations have risen somewhat across most asset classes. Nevertheless, our ten-year strategic return estimates (SRE) make us moderately optimistic. By contrast, we believe holding cash may prove disappointing.
- Among our unstoppable trends, we see the benefits of AI to enhance human output and spread to more industries

Anticipation des marchés actions en 2025 :

- Shares from advanced economies – including the U.S., Europe and Japan – have an SRE of 5.2%. For Emerging equities – shares from economies including China, India and Brazil – the SRE is 9.2%.
- Given our forecast of ongoing economic growth, we believe corporate earnings can keep rising over the coming year. More sectors saw earnings progress in 2024 than in 2023, with further potential in 2025. If so, we may see broader participation in the bull market, extending further beyond the U.S. technology giants that have led for much of it.
- Some U.S. sectors may do better as its economy faces inwards, such as small and mid-cap and various large-cap segments
- The incoming Trump administration could widen the already-gaping U.S. fiscal deficit further. In turn, this could stoke inflationary concerns. If the U.S. Federal Reserve then reversed its current interest rate-easing cycle, it might choke off the bull market.
- India, east Asian AI-exposed markets, Japan and Brazil may offer attractive opportunities.

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

60.9%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	2.4
Zone Euro	1.2
Royaume-Uni	1.1
Chine	5.2
Japon	3.5

Core Inflation % :

Etats-Unis	N/A
Zone Euro	N/A
Royaume-Uni	N/A
Chine	N/A
Japon	N/A

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	N/A
Zone Euro	N/A
Royaume-Uni	N/A
Chine	N/A
Japon	N/A

NIVEAUX A 1 AN

EUR/USD	N/A
GBP/USD	N/A
USD/JPY	N/A
CHF/EUR	N/A
Or par once USD	N/A

Brent Crude USD / baril	N/A
WTI Crude USD / baril	N/A
Indice CAC40	N/A
Indice S&P500	7.6
Nasdaq	N/A

**TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES
DANS 1 AN**

Taux 10 ans US	4.75
Taux 10 ans Bund	N/A
Taux 10 ans OAT	N/A
Taux 10 ans Gilt	N/A

Taux directeur de la FED	3.75
Taux directeur de la BCE	N/A
Taux directeur de la BoJ	N/A
Taux directeur de la BoE	N/A

Citi Wealth Investments ("CWI") which is comprised of the investments and capital markets capabilities that are provided to Citi Private

Bank, Citi Global Wealth at Work, Citi Personal Wealth Management and Citi Personal Investments International (CPII).

Citi Private Bank, Citi Global Wealth at Work, Citi Personal Wealth Management, and Citi Personal Investments International are businesses of Citigroup Inc. ("Citigroup"), which provides its clients access to a broad array of products and services available through bank and non-bank affiliates of Citigroup. Not all products and services are provided by all affiliates or are available at all locations. In the U.S., investment products and services are provided by Citigroup Global Markets Inc. ("CGMI"), member FINRA and SIPC, Citi Private

Alternatives, LLC ("CPA"), member FINRA and SIPC, and Citi Global Alternatives, LLC ("CGA"). CPA acts as distributor of certain alternative investment products to certain eligible clients' segments. CGMI accounts are carried by Pershing LLC, member FINRA, NYSE, SIPC. Investment management services (including portfolio management) are available through CGMI, CGA, Citibank, N.A. and other affiliated advisory businesses. Insurance is offered by Citi Personal Wealth Management through Citigroup Life Agency LLC ("CLA"). In California, CLA does business as Citigroup Life Insurance Agency, LLC (license number 0G56746). CGMI, CPA, CGA and Citibank, N.A. are affiliated companies under the common control of Citigroup.

Outside the U.S., investment products and services are provided by other Citigroup affiliates. Investment Management services (including portfolio management) are available through CGMI, CGA, Citibank, N.A., and other affiliated advisory businesses. These Citigroup affiliates, including CGA, will be compensated for the respective investment management, advisory, administrative, distribution and placement services they may provide.

Citibank Europe plc, Luxembourg Branch, registered with the Luxembourg Trade and Companies Register under number B 200204, is a branch of Citibank Europe plc. It is subject to the joint supervision of the European Central bank and the Central Bank of Ireland. It is furthermore subject to limited regulation by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (the CSSF) in its role as host Member State authority and registered with the CSSF under number B00000395. Its business office is at 31, Z.A. Bourmicht, 8070 Bertrange, Grand Duchy of Luxembourg. Citibank Europe plc is registered in Ireland with company registration number 132781. It is regulated by the Central Bank of Ireland under the reference number C26553 and supervised by the European Central Bank. Its registered office is at 1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland.

Opinions expressed herein may differ from the opinions expressed by other businesses or affiliates of Citigroup, Inc., and are not intended to be a forecast of future events, a guarantee of future results for investment advice, and are subject to change based on market and other conditions.

© 2025 Citigroup Inc. Citi, Citi and Arc Design and other marks used herein are service marks of Citigroup Inc. or its affiliates, used and registered throughout the world.

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

En 2024, la croissance mondiale est finalement restée résiliente, puisqu'elle devrait atteindre une croissance réelle de 2.7% comme en 2023. L'inflation était en décélération. De ce fait un mouvement de baisses de taux graduel a été initié par la plupart des Banques centrales, ce qui a offert un support aux marchés financiers. Compte tenu de la solidité des fondamentaux des entreprises et des ménages, nous pensons que la croissance mondiale restera résiliente en 2025 en dépit de taux qui devraient être plus élevés que prévu aux États-Unis et des disparités plus importantes entre les zones économiques. Cette conviction repose également sur la fonction de réaction que nous estimons asymétrique des banques centrales. Il est en effet peu probable qu'elles augmentent leurs taux d'intérêt en cas d'inflation en rebond léger mais détendront rapidement les conditions financières si les marchés de l'emploi s'affaiblissent.

Anticipation des marchés actions en 2025 :

Les perspectives pour l'année 2025 demeurent positives même si des phases de volatilité liées aux perspectives macroéconomiques pourraient survenir. S'il existe, certes, des incertitudes quant à l'ampleur des mesures que prendra l'administration américaine, la croissance aux États-Unis pourrait être robuste, ce qui soutiendrait les anticipations bénéficiaires pour les entreprises américaines. En Europe et en Chine, les relances monétaires et budgétaires (éventuellement en particulier en Allemagne) devraient se poursuivre ce qui pourrait renforcer la confiance des investisseurs, fortement malmenée fin 2024, à se rétablir progressivement. La décote historique du marché européen devrait favoriser un retour à la moyenne qui n'est toutefois pas imminent. A ce stade, les investisseurs observent la décote de l'Europe, mais il lui manque un événement déclencheur.

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

61,5%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	2.2%
Zone Euro	0.8%
Royaume-Uni	1.4%
Chine	4.7%
Japon	1.2%

Core Inflation % :

Etats-Unis	2.5%
Zone Euro	2.0%
Royaume-Uni	2.5%
Chine	0.9%
Japon	2.1%

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	13%
Zone Euro	8%
Royaume-Uni	6%
Chine	12%
Japon	11%

NIVEAUX A 1 AN

EUR/USD	1.07
GBP/USD	1.30
USD/JPY	145
CHF/EUR	0.94
Or par once USD	2750

Brent Crude USD / baril	86
WTI Crude USD / baril	82
Indice CAC40	8800
Indice S&P500	6300
Nasdaq 100	23800

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	5%
Taux 10 ans Bund	2.50%
Taux 10 ans OAT	3.10%
Taux 10 ans Gilt	5%

Taux directeur de la FED	3.75%
Taux directeur de la BCE	2%
Taux directeur de la BoJ	0.5%
Taux directeur de la BoE	3.8%

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

Nous prévoyons un léger ralentissement de la croissance du PIB américain en 2025 et 2026, tandis que l'inflation restera probablement supérieure aux objectifs de la Fed au cours des deux prochaines années. Cela dit, les préférences politiques du président Donald Trump pourraient stimuler la croissance et l'inflation au début de son mandat, bien que les droits de douane universels et élevés, s'ils étaient mis en œuvre, nuiraient à l'activité et feraient encore grimper les prix. La zone euro devrait connaître une croissance inférieure à son potentiel au cours des deux prochains trimestres, mais elle devrait se redresser au second semestre 2025 et 2026, bénéficiant de taux d'intérêt plus bas. Nous nous attendons à ce que les exportations chinoises soient fortes au premier semestre et à ce que davantage de dépenses budgétaires soutiennent la demande intérieure, mais les résultats économiques en 2025 dépendront de l'ampleur des droits de douane américains auxquels la Chine sera confrontée. Nous nous attendons à ce que les droits de douane soient appliqués au second semestre.

Anticipation des marchés actions en 2025 :

Dans un tel contexte, les actions devraient dégager des rendements corrects. Nous visons un indice de 6400 pour le S&P 500 en 2025. Nous prévoyons des rendements de l'indice des actions compris entre 5 % et 9 % jusqu'à la fin de l'année 2025. Une présidence Trump pourrait avoir des implications de grande ampleur pour les marchés mondiaux. Les réductions de l'impôt sur les sociétés sont cruciales pour la croissance des bénéfices en 2025/26, mais les valorisations américaines vont probablement baisser. L'escalade du conflit commercial mondial risque de nuire aux bénéfices bien au-delà de l'impact direct des droits de douane américains. Les actions 'value' pourraient connaître leur première année de surperformance depuis 2022. Les valeurs financières sont les principales bénéficiaires des mesures d'assouplissement réglementaire de Trump. Les petites capitalisations bénéficieront des droits de douane, la concurrence étrangère étant désavantagée. Les points positifs de Trump devraient l'emporter sur les points négatifs dans un premier temps, mais les risques s'accumuleront par la suite.

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 : **47.5% (USD mandates)**

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	2.5
Zone Euro	0.8
Royaume-Uni	1.3
Chine	4.5
Japon	1.2

Core Inflation % :

Etats-Unis	3.2
Zone Euro	2.6
Royaume-Uni	2.6
Chine	0.6
Japon	2.5

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	NC
Zone Euro	NC
Royaume-Uni	NC
Chine	NC
Japon	NC

NIVEAUX A 1 AN

EURO/USD	1.08
GBP/USD	1.27
USD/JPY	148
CHF/EUR	1.09
Or par once USD	2900

Brent Crude USD / baril	NC
WTI Crude USD / baril	NC
Indice CAC40	NC
Indice S&P500	6400
Nasdaq	22500

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	4.50
Taux 10 ans Bund	1.90
Taux 10 ans OAT	NC
Taux 10 ans Gilt	4.60

Taux directeur de la FED	4.00
Taux directeur de la BCE	1.75
Taux directeur de la BoJ	0.75
Taux directeur de la BoE	3.75

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

L'environnement économique devrait rester caractérisé par une grande hétérogénéité entre les zones et la présence de nombreuses incertitudes, notamment liées à l'élection de Donald Trump. Aux Etats-Unis, les données économiques sont cohérentes avec le maintien d'un régime de croissance correct sur les prochains mois. Toutefois, les bonnes surprises sur le marché de l'emploi posent la question du retour de tensions sur le marché du travail et de l'inflation. Dans la zone euro, la conjoncture devrait progressivement s'améliorer, à la faveur de la consommation des ménages. Le niveau de tension du marché du travail pose aussi la question de l'inflation, quoiqu'avec une acuité moindre qu'aux États-Unis. En Chine, le scénario central est celui d'un ralentissement modéré de la croissance. En effet, les vents contraires liés à l'immobilier et à l'augmentation probable des droits de douanes américains devraient partiellement être compensés par un renforcement des mesures de relance dans les prochains mois.

Anticipation des marchés actions en 2025 :

L'arrivée de Donald Trump crée une forte incertitude avec des risques haussiers et baissiers. Même si la dynamique économique est plus favorable, le niveau de valorisation et les attentes élevées de croissance des résultats fragilisent le marché américain. Les autres marchés sont valorisés plus raisonnablement. Une correction de ces excès de valorisation constituerait un point d'entrée.

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

57%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	2,1%
Zone Euro	1,1%
Royaume-Uni	1,4%
Chine	4,5%
Japon	1,2%

Core Inflation % :

Etats-Unis	2,5%
Zone Euro	2,2%
Royaume-Uni	3,0%
Chine	0,5%
Japon	2,2%

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	+10%
Zone Euro	+10%
Royaume-Uni	+10%
Chine	+10%
Japon	+10%

NIVEAUX A 1 AN

EURO/USD	1,05
GBP/USD	1,21
USD/JPY	145
CHF/EUR	1,09
Or par once USD	2780

Brent Crude USD / baril	75
WTI Crude USD / baril	70
Indice CAC40	7500
Indice S&P500	5800
Nasdaq	20000

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	4,90
Taux 10 ans Bund	2,70
Taux 10 ans OAT	3,75
Taux 10 ans Gilt	4,75

Taux directeur de la FED	4,00%
Taux directeur de la BCE	2,00%
Taux directeur de la BoJ	1,00%
Taux directeur de la BoE	4,00%

AVERTISSEMENT AU LECTEUR : Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique. Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. De plus, les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations de marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leur performance ou leur évolution future. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

- 1/ Ralentissement de l'économie mondiale, mais pas de récession
- 2/ Grand écart de croissance entre l'exceptionnalisme américain et l'Europe qui recherche désespérément la croissance
- 3/ Stabilisation de la croissance chinoise et impact positif des plans de relance
- 4/ Poursuite de la désinflation malgré une légère reprise de l'inflation aux États-Unis
- 5/ Un laxisme fiscal et une déréglementation sans précédent au cœur des débats dans de nombreux pays
- 6/ Découplage des politiques monétaires entre la FED (pause) et la BCE (cycle d'assouplissement)
- 7/ La mise en œuvre des tarifs douaniers et le programme vague de Trump entraînent une incertitude commerciale
- 8/ Peu d'événements politiques majeurs prévus mais risque élevé de chocs géopolitiques exogènes

Anticipation des marchés actions en 2025 :

- 1/ La croissance des BPA est attendue à 7.5-8% et 10-11% pour l'Europe en 2025 et 2026 : ceci nous paraît optimiste. La croissance attendue sur le S&P 500 aux États-Unis est supérieure (+14-15% et +13-14% pour 2025 et 2026) et nous paraît davantage atteignable.
- 2/ Nous attendons une hausse de la prime de risque actions au T1 (risque politique) puis un retour progressif aux niveaux actuels sur l'ensemble de l'année 2025.
- 3/ Nous continuons de surpondérer les actions américaines aux actions européennes : elles devraient bénéficier en 2025 d'un plus grand dynamisme de l'économie américaine, d'une Fed plus réactive tandis que l'Europe souffrira d'incertitudes politiques en France comme en Allemagne.

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025

50%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	2.1%
Zone Euro	0.6%
Royaume-Uni	0.8%
Chine	4.2%
Japon	1%

Core Inflation % :

Etats-Unis	2.2% CPI yoy
Zone Euro	1.7% HICP yoy
Royaume-Uni	N/A
Chine	N/A
Japon	N/A

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	14.8%
Zone Euro	7.5%
Royaume-Uni	5.7%
Chine	20.7%
Japon	11.1%

NIVEAUX A 1 AN

EURO/USD	1.03
GBP/USD	N/A
USD/JPY	145
CHF/EUR	N/A
Or par once USD	2750

Brent Crude USD / baril	72
WTI Crude USD / baril	N/A
Indice CAC40	N/A
Indice S&P500	N/A
Nasdaq	25000

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	4%
Taux 10 ans Bund	1.9%
Taux 10 ans OAT	2.9%
Taux 10 ans Gilt	N/A

Taux directeur de la FED	4%
Taux directeur de la BCE	1.75%
Taux directeur de la BoJ	N/A
Taux directeur de la BoE	N/A

Disclaimer : Ce document a été préparé par ODDO BHF Banque Privée dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF Banque Privée.

Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. ODDO BHF Banque Privée ne saurait do être tenue pour responsable des éventuelles conséquences dommageables résultant de l'utilisation de ce document ou de la mise en œuvre de so contenu. Les informations et analyses formulées sont établies notamment en fonction de la législation en vigueur à la date de rédaction et

reflètent nos connaissances ou opinions à cette date. Elles sont donc susceptibles d'évolutions.

Cette présentation est à votre usage exclusif, en dehors des services de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement, vous demeurez jug du caractère approprié des opérations que vous pourriez être amené à conclure ou à mettre en œuvre. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer. Nous vous recommandons de conforter votre analyse auprès de vos conseils juridiques et fiscaux habituels.

Les informations fournies concernant les OPC ne se substituent pas aux documents légaux d'information. Elles ont été établies avec le plus grand soin et en fonction des informations dont nous disposions. Avant toute transaction sur OPC, vous devez prendre connaissance des DICL de chaque OPC, comprendre la nature des supports choisis, leurs caractéristiques et leurs risques notamment de perte en capital. Les informations légales devant être remises avant toute souscription d'OPC sont disponibles auprès de ODDO BHF Banque Privée sur simple demande.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements peut varier à la hausse et à la baisse.

Ce document ainsi que son contenu sont la propriété de ODDO BHF Banque Privée et sont strictement confidentiels. Ils ne sauraient être totalement ou partiellement reproduits, résumés ou être communiqués à des tiers sans le consentement préalable de ODDO BHF Banque Privée.

© ODDO BHF SCA. Tous droits réservés.

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

Notre prévision centrale est une croissance du PIB mondial de 3,2 % en 2025, contre 3,1 % en 2024. Cependant, des menaces pèsent sur ce scénario relativement favorable, notamment le risque d'une guerre tarifaire. Le commerce international a stagné les deux années suivant les tarifs imposés par Donald Trump en 2018, lors de son premier mandat. Une nouvelle vague de tarifs pourrait avoir un impact plus néfaste aujourd'hui, car l'économie mondiale est moins robuste qu'il y a sept ans, selon plusieurs indicateurs (par exemple, les données de croissance, le sentiment des entreprises et les charges de la dette publique). Il existe donc un risque significatif de voir un affaiblissement du commerce mondial se répercuter sur la production et la croissance économique en cas de guerre tarifaire à grande échelle. En même temps, il y a des raisons de penser qu'une nouvelle administration Trump considère les tarifs simplement comme un outil de négociation commerciale et qu'elle sera moins perturbatrice que redouté. Les tensions commerciales pourraient inciter les gouvernements hors des États-Unis à augmenter leurs mesures de relance. Les banques centrales aux États-Unis et en Europe devraient continuer à assouplir leur politique monétaire. De plus, une stabilisation politique en Europe, ainsi qu'une réduction des tensions en Ukraine et au Moyen-Orient, pourraient contribuer à améliorer le sentiment.

Anticipation des marchés actions en 2025 :

Nous privilégions davantage les actions américaines et japonaises par rapport aux actions de la zone euro et des marchés émergents. La vigueur continue du dollar américain, des indicateurs de croissance supérieurs et la perspective de réductions d'impôts et de déréglementation rendent les actifs risqués américains plus attractifs. Les valorisations aux États-Unis, notamment dans le secteur technologique, semblent élevées mais peuvent être justifiées par des flux de trésorerie substantiels. En effet, notre attention reste centrée sur les entreprises riches en liquidités. La perspective d'une approche réglementaire plus légère, de revenus accrus pour les banques d'investissement et d'une courbe des taux plus pentue pourrait particulièrement bénéficier aux actions financières américaines. Les actions japonaises devraient être soutenues par l'amélioration de la croissance du PIB que nous prévoyons cette année. De plus, les prévisions de croissance des bénéfices au Japon semblent raisonnables et les valorisations sont proches de leur moyenne à long terme. Une hausse des rendements obligataires japonais pourrait continuer à aider les actions financières. En revanche, les incertitudes tarifaires, la force continue du dollar américain et des attentes consensuelles de bénéfices qui semblent optimistes nous rendent prudents vis-à-vis des actions des marchés émergents.

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

48%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	2.3%
Zone Euro	1%
Royaume-Uni	1.4%
Chine	4.5%
Japon	1.1%

Core Inflation % :

Etats-Unis	2.8%
Zone Euro	2.2%
Royaume-Uni	2.7%
Chine	1%
Japon	2%

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	12%
Zone Euro	4%
Royaume-Uni	4%
Chine	8%
Japon	9%

NIVEAUX A 1 AN

EUR/USD	1.01
GBP/USD	1.26
USD/JPY	160
CHF/EUR	1.11
Or par once USD	2700

Brent Crude USD / baril	N/A
WTI Crude USD / baril	N/A
Indice CAC40	N/A
Indice S&P500	7.6
Nasdaq	N/A

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS

1 AN

Taux 10 ans US	4.6%
Taux 10 ans Bund	2.1%
Taux 10 ans OAT	2.9%
Taux 10 ans Gilt	4.2%

Taux directeur de la FED	3.88
Taux directeur de la BCE	1.75
Taux directeur de la BoJ	0.75
Taux directeur de la BoE	3.5

Disclaimer:

- **Glossaire des risques:** Disponible sur ce lien ou code QR: pictet.com/macro-economic-risks
- **Glossaire des termes:** Disponible sur ce lien ou code QR: pictet.com/glossary-of-terms
- **Mentions légales des fournisseurs d'indices et de données:** Toutes les données indiciaires mentionnées ici sont la propriété des fournisseurs de données. Les disclaimers de ces derniers sont disponibles sur ce lien ou ce code QR (uniquement disponible en anglais): pictet.com/3rd-party-data-providers
- **Mentions légales:** Disponibles aux pages suivantes



PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

1. Programme économique de Trump :

- Effet positif à court terme, mais risques inflationnistes et pertes de pouvoir d'achat d'ici 2026.
- Le programme inclut baisses d'impôts, durcissement des contrôles migratoires et augmentation de la production énergétique.
- Politique migratoire restrictive : risque de pénuries de main-d'oeuvre et de hausse des salaires, rendant la politique inflationniste.

2. Dynamique économique :

- Consommation et confiance des ménages soutiennent la croissance.
- reprise modérée attendue pour le secteur manufacturier, portée par des investissements en IA et construction d'usines.

3. Politique monétaire :

- La Fed adopte une posture prudente face à l'inflation persistante, avec des taux d'intérêt élevés jusqu'en 2025.
- Risques liés à la guerre commerciale et à la politique migratoire. Europe 1. Zone euro : o Faible inflation anticipée en 2025-2026 (1,6 %).
- Pressions sur l'industrie européenne dues aux coûts énergétiques et à une compétitivité en déclin.
- Reprise de la consommation freinée par une épargne de précaution élevée et incertitudes sur l'emploi.

4. France et Allemagne :

- Risques politiques élevés (élections anticipées en Allemagne, instabilité gouvernementale en France).
- Secteurs manufacturiers en difficulté, faible demande mondiale, et menace de droits de douane américains.

5. BCE :

- Prévoit plusieurs baisses des taux directeurs en 2025, mais reste vigilante face à des risques exogènes (énergie, tensions commerciales). Chine 1. Croissance économique :
- Prévisions revues à la hausse pour 2024 (4,9 %) et 2025 (4,5 %), mais croissance encore fragile.
- Dynamisme des services contraste avec la faiblesse de l'industrie.
- Soutien accru attendu via politiques budgétaires et monétaires (hausse des salaires, aides aux ménages).

6. Tensions commerciales :

- Risques accrus avec l'administration Trump : augmentation des droits de douane, impact négatif sur les exportations chinoises.
- Besoin impératif de stimuler la demande domestique pour contrer les effets négatifs externes. En conclusion, les dynamiques économiques globales pour 2025 restent marquées par des incertitudes politiques, des tensions commerciales et des défis structurels dans plusieurs régions clés.

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

L'économie mondiale a continué de faire preuve de résilience en 2024, mais s'explique en grande partie par l'exceptionnalisme américain. Une certaine convergence est attendue en 2025 alors que la croissance s'améliorerait dans les économies avancées hors États-Unis. L'inflation devrait continuer de se modérer, mais des tensions persistent, ce qui contraindra les banques centrales dans l'assouplissement de leurs politiques monétaires, surtout aux États-Unis. Les risques prépondérants sont liés à une croissance plus faible, et tiennent à l'intensification des tensions géopolitiques, à une inflation qui s'avérerait encore plus persistante que prévu et à une réévaluation brutale des risques sur les marchés financiers.

Anticipation des marchés actions en 2025 :

L'élection de M Trump est perçue comme favorable à la croissance américaine, en raison notamment des baisses d'impôts et d'une intensification de la régulation. Cependant, cette possible accélération de la croissance pourrait exacerber les pressions inflationnistes, compliquant davantage la tâche du Président de la Réserve fédérale pour maintenir la stabilité des prix.

Dans ce contexte nous sommes neutres actions (75% actions pour un profil dynamique) tout en continuant de privilégier les actions américaines par rapport aux actions européennes (plus sensibles au cycle économique et moins exposées à des thématiques séculaires, notamment celle de l'intelligence artificielle. D'un point de vue sectoriel, nous privilégions les valeurs du secteur du Luxe, de la technologie, de la santé et des banques (aux US).

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

51%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	1,7
Zone Euro	0,7
Royaume-Uni	0,9
Chine	4,4
Japon	1,0

Core Inflation % :

Etats-Unis	2,7
Zone Euro	2,4
Royaume-Uni	3,0
Chine	0,9
Japon	2,2

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	+12%
Zone Euro	+5.9%
Royaume-Uni	+5.1%
Chine	+8.3%
Japon	+4.6%

NIVEAUX A 1 an

EUR/USD	1.08
GBP/USD	1.275
USD/JPY	150
CHF/EUR	0.95
Or par once USD	3000

Brent Crude USD / baril	80
WTI Crude USD / baril	77
Indice CAC40	8000
Indice S&P500	6500
Nasdaq 100	23000

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	4.25
Taux 10 ans Bund	2
Taux 10 ans OAT	2.80
Taux 10 ans Gilt	4.50

Taux directeur de la FED	3.75-4
Taux directeur de la BCE	2.0
Taux directeur de la BoJ	0.75
Taux directeur de la BoE	4.25

Disclaimer : ce document ne constitue pas une offre ferme, une recommandation ou une sollicitation de la part de Rothschild Martin Maurel. Son caractère confidentiel lui confère un usage strictement personnel. Il ne peut être transmis à un tiers. Ce document ne constitue pas un élément contractuel et ne saurait engager la responsabilité de Rothschild Martin Maurel en cas d'erreur ou d'omission. Rothschild Martin Maurel ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux, ni des conséquences qui pourraient en résulter. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Dans la mesure où des données externes sont utilisées pour l'établissement des termes du présent document, ces données émanent de sources réputées fiables mais dont l'exactitude ou l'exhaustivité ne sont pas garanties. Rothschild Martin Maurel n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document.

En particulier, aucune déclaration ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions contenus dans le présent document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les informations contenues dans le présent document, et notamment les portefeuilles, produits ou valeurs y figurant, sont soumises aux fluctuations et aléas des marchés et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Les performances passées ne sauraient garantir les performances futures. Les performances ne sont pas constantes dans le temps. Les investissements sur les marchés financiers comportant des risques, aucune garantie de performance ou de valorisation ne peut être donnée. Rothschild Martin Maurel ne s'engage d'aucune façon à garantir un résultat précis et défini

Cet avertissement n'a pas pour but de décrire l'ensemble des risques liés aux opérations présentées.

Rothschild Martin Maurel - Société anonyme, 29, avenue de Messine, 75008 Paris.

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

Les tendances économiques observées en 2024, surperformance des Etats-Unis, atonie en zone euro et en Chine, se poursuivraient en 2025. Cela permettrait aux banques centrales de poursuivre leurs baisses de taux, mais de façon plus modérée pour la FED (3 baisses d'ici fin 2025) que pour la BCE (5 baisses).

Concernant les Etats-Unis, une croissance du PIB de +2,1% sur 2025 marquerait un repli modéré par rapport à 2024, synonyme d'un ralentissement en douceur. L'économie américaine apparaît en effet robuste, bénéficiant de plusieurs éléments favorables : bonne santé financière des entreprises et des ménages, gains de productivité élevés et une politique budgétaire expansionniste.

Concernant l'Europe, le marché s'attend à une croissance du PIB de 1,2 % après 0,8% en 2024. Mais, cette croissance serait principalement liée au rebond attendu de l'économie allemande après une année 2024 en contraction.

Néanmoins, de nombreuses incertitudes planent, que ce soit en provenance des Etats-Unis (droits de douane, politique budgétaire ou migratoire), d'Europe (situation politique française, élections allemandes) ou de Chine (timing et nature du plan de relance).

Anticipation des marchés actions en 2025 :

Nous continuons de favoriser le marché actions américain, en privilégiant les secteurs et les styles qui bénéficieraient particulièrement de la politique industrielle favorable et qui résisteraient au contexte de taux d'intérêt plus élevés, notamment le style value et les petites ou moyennes capitalisations.

Nous restons aussi surexposés au marché européen qui bénéficierait d'une économie américaine plus vigoureuse, en privilégiant des entreprises et secteurs à la fois exposés à l'activité des Etats-Unis mais avec des risques limités en termes de restrictions commerciales.

En revanche, nous restons sous-exposés aux marchés actions émergents, la Chine apparaissant comme le premier pays visé par des mesures restrictives sur le plan commercial.

Nous pensons que la performance des valeurs liées à l'Intelligence Artificielle restera positive, compte tenu de la maturité et du potentiel de l'IA et de la forte croissance des bénéfices de ces entreprises. L'élection de Trump devrait renforcer l'attrait des thématiques de reshoring (ou relocalisation).

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

55%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	+2.2%
Zone Euro	+0.8%
Royaume-Uni	+1.6%
Chine	+4.5%
Japon	+1.2%

Core Inflation % :

Etats-Unis	+3.5%
Zone Euro	+2.3%
Royaume-Uni	+2.2%
Chine	+1.0%
Japon	+2.2%

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	+11%
Zone Euro	+7%
Royaume-Uni	+7%
Chine	+9%
Japon	+2%

NIVEAUX A 1 AN

EURO/USD	1.0
GBP/USD	1.27
USD/JPY	146
CHF/EUR	1.09
Or par once USD	2700

Brent Crude USD / baril	80\$
WTI Crude USD / baril	75\$
Indice CAC40	7600
Indice S&P500	6300
Nasdaq	21000

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	4.75
Taux 10 ans Bund	N/A
Taux 10 ans OAT	N/A
Taux 10 ans Gilt	N/A

Taux directeur de la FED	3.75
Taux directeur de la BCE	N/A
Taux directeur de la BoJ	N/A
Taux directeur de la BoE	N/A

Le présent document est distribué au Luxembourg par Société Générale Luxembourg, société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et dont le siège social est sis 11, avenue Émile Reuter - L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <https://www.societegenerale.lu/>. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et Société Générale Luxembourg ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimées dans le présent document reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de Société Générale Luxembourg, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

Les divergences observées en termes de croissance économique en 2024 devraient se poursuivre, au moins durant la première moitié de l'année 2025. L'économie américaine continuerait de bénéficier de fondamentaux solides et d'une politique budgétaire accommodante. La croissance économique de la zone euro pourrait rester faible au premier semestre en raison de la faiblesse de la demande chinoise et de l'épargne élevée des ménages, cependant la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt offriraient un soutien. En Chine, l'activité resterait relativement contrainte en raison de la poursuite de l'ajustement immobilier et du risque de davantage tensions commerciales. Cependant, l'année 2025 pourrait être aussi volatile compte tenu des choix probables de politiques économiques marquées. En effet, l'application entière du programme de M. Trump pourrait se traduire par un retour de l'inflation. En Chine, le risque des tensions commerciales plus fortes avec les Etats-Unis pourrait aussi conduire les autorités à mettre en place un plan de relance plus marqué. En France, le maintien de l'incertitude politique continuerait de peser sur les perspectives.

Anticipation des marchés actions en 2025 :

La forte surperformance des marchés actions américains en 2024 s'est accompagnée d'une forte concentration avec les *Mag-7* comptabilisant l'essentiel de la bonne performance. Alors que ces valeurs pourraient continuer de bien performer en 2025, on peut s'attendre à un rattrapage des autres valeurs et à un élargissement des performances. En effet, les politiques économiques de la nouvelle administration pourraient bénéficier aux petites et moyennes capitalisations, ainsi qu'aux valeurs décotées. En Europe, En 2025, l'instabilité politique en France et les élections en Allemagne de même que les décisions de Trump en termes de droits de douanes pourraient continuer de limiter leur potentiel de hausse. Néanmoins, à mesure que l'année avance - et hors choc marqué sur le commerce international, les nuages sur les perspectives pourraient commencer à se lever. Une politique économique plus proactive s'ajouterait à de fortes baisses de taux de la BCE. Ensuite, les mesures de relance chinoise pourraient se traduire par un rebond des exportations européennes. Dans ce contexte, la croissance des bénéfices pourrait rebondir, soutenant les actions

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

53%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	1,9
Zone Euro	0,7
Royaume-Uni	1,1
Chine	4,5
Japon	0,8

Core Inflation % :

Etats-Unis	3,0
Zone Euro	2,0
Royaume-Uni	2,4
Chine	1,2
Japon	2

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	NC
Zone Euro	NC
Royaume-Uni	NC
Chine	NC
Japon	NC

NIVEAUX A 1 AN

EURO/USD	1,00
GBP/USD	1,23
USD/JPY	140
CHF/EUR	NC
Or par once USD	NC

Brent Crude USD / baril	70
WTI Crude USD / baril	6565
Indice CAC40	NC
Indice S&P500	NC
Nasdaq	NC

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux 10 ans US	4
Taux 10 ans Bund	2,25
Taux 10 ans OAT	3,05
Taux 10 ans Gilt	3,8

Taux directeur de la FED	4,25
Taux directeur de la BCE	2,00
Taux directeur de la BoJ	0,6
Taux directeur de la BoE	3,8

Avertissement général

Ce document est une communication à caractère promotionnel publiée par Société Générale Private Banking, qui est la ligne métier du groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale

SA, en France et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales, ci-après les « Entités »)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking » et distributeurs du présent document.

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est constitué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Son contenu n'est pas destiné à fournir un service d'investissement, il ne constitue ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée sur un produit financier, ni un conseil ou une recommandation personnalisée en assurance, ni une sollicitation d'aucune sorte, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal de la part de Société Générale Private Banking et de ses Entités. L'information contenue dans ce document n'a pas pour objectif de fournir une base permettant de prendre une décision d'investissement.

Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking et ses Entités ne fournissent pas de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant. Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que Société Générale Private Banking et ses Entités considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale Private Banking et ses Entités n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données.

Le contenu de ce document ne prend pas en compte d'objectifs d'investissement ni de situations financières spécifiques. Il appartient aux investisseurs de prendre contact avec leurs conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui leur permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée.

Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment pas être diffusé aux États-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des États-Unis ou auprès d'une US Person.

Risques généraux

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du groupe Société Générale.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Société Générale Private Banking et ses Entités ne s'engagent ni à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumeront aucune responsabilité à cet égard.

Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Société Générale Private Banking et ses Entités ne sauront être tenus pour responsables en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Société Générale

Private Banking et ses Entités n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, ou marché.

Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking et de ses Entités.

Conflits d'intérêts

Le groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts, y compris des murailles de Chine en matière d'information.

Ce document contient les avis de la ligne métier Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces personnes. De plus, les équipes de Société Générale Private Banking sont rémunérées, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

En règle générale, les sociétés du groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, chef de file ou chef de file associé à une offre publique d'instruments financiers, effectuer des transactions concernant les titres

auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif

le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout bénéficiaire du présent document.

Avertissement spécifique par juridiction

FRANCE : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, établissement de crédit prestataire de services d'investissement agréé par et sous la

supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »)

(sise ECB Tower, Sonnemannstraße 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne) au sein du Mécanisme de supervision unique banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), et l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») (sise 17 Pl. de la Bourse, 75002 Paris). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07022493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 015 044 435,00 euros au 25 juillet 2024, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro

d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris et le numéro ADEME est FR231725_01YSGB. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebankingsocietegenerale.fr

PERSPECTIVES GÉNÉRALES

Vision macroéconomique pour 2025 :

Dans notre rapport sur l'année à venir, nous nous sommes penchés sur ce que le second mandat du président élu Trump signifierait pour les marchés. Les marchés ont commencé à intégrer la perspective d'une dérégulation et de réductions d'impôts aux États-Unis. La menace de droits de douane qui se profile pourrait attiser la volatilité, mais nous écartons l'idée qu'elle puisse remettre en cause les conditions globalement positives pour les actions mondiales. Dans notre scénario de référence, nous tablons sur l'application de droits de douane sélectifs plutôt qu'universels.

Par ailleurs, la récente chute des gouvernements français et allemand a alimenté l'incertitude politique en Europe, mais nous continuons d'anticiper une légère reprise de la croissance économique européenne en 2025, soutenue par la bonne situation financière des ménages, la baisse des taux d'intérêt et la résilience du marché du travail. En Chine, la récente réunion du Politburo a promis une politique budgétaire plus proactive et une politique monétaire plus souple, mais les marchés attendent que des mesures de relance plus substantielles soient dévoilées. Néanmoins, si l'engagement du gouvernement en faveur de la relance est encourageant, les vents contraires extérieurs, notamment les droits de douane, continuent de poser problème, et nous maintenons une position neutre sur les actions chinoises.

Enfin, le cycle mondial de réduction des taux étant en cours, nous tablons sur la poursuite de l'assouplissement des politiques monétaires en 2025.

Scénario de référence : croissance malgré la hausse des droits de douane (50%). L'économie américaine continue de croître à un rythme stable d'environ 2.0-2,5% au cours des 12 prochains mois. Les autres pays occidentaux enregistrent une croissance plus faible mais néanmoins positive, conforme aux prévisions du marché. Les mesures de relance en Chine contribuent à stabiliser l'activité économique. L'inflation poursuit son recul progressif aux États-Unis et en Europe, et se normalise au premier semestre 2025.

Scénario haussier : rebond de la croissance (25%). L'économie américaine continue de déjouer les attentes, stimulée par le soutien qu'apportent la déréglementation et la baisse des impôts. L'économie chinoise se redresse, les mesures de relance s'avérant plus efficaces que prévu, et un accord commercial est conclu rapidement avec les États-Unis. La croissance européenne est soutenue par l'amélioration de la demande mondiale. L'inflation poursuit son reflux en Europe mais se stabilise à un niveau supérieur à la cible aux États-Unis, la relance budgétaire dopant la consommation.

Scénario baissier : Choc suite à la hausse des droits de douane / stagflation aux États-Unis (15%). La perturbation des échanges commerciaux internationaux se traduit par un essoufflement de la demande aux États-Unis et un net ralentissement de la croissance économique mondiale, sans toutefois provoquer une récession aux États-Unis ou au niveau mondial. L'inflation demeure élevée aux États-Unis, chaque nouvelle série de droits de douane exerçant une pression haussière supplémentaire sur les prix. Dans les pays ciblés, elle se normalise moins rapidement en raison de l'affaiblissement de leur monnaie pour compenser l'impact des droits de douane.

Scénario baissier : atterrissage brutal (10%). Ralentissement de la croissance mondiale au cours des 12 prochains mois à cause de la faiblesse des dépenses de consommation et des marchés de l'emploi, et/ou d'une diminution des investissements dans l'IA. Le PIB se contracte pendant au moins un trimestre aux États-Unis et dans la zone euro. Les mesures de relance en Chine ne parviennent pas à stabiliser l'économie. L'inflation baisse sur fond d'effondrement de la demande de biens et services.

Sources : Year Ahead 2025 au 08/01/2025 UBS Europe SE Succursale de France

Anticipation des marchés actions en 2025 :

Dans notre scénario de référence, les actions mondiales nous paraissent toujours attractives. La croissance économique fait preuve d'une étonnante résilience et les banques centrales agissent de façon proactive, ce qui nous permet de penser que ce contexte favorable devrait perdurer malgré le risque que représentent les droits de douane.

Nous anticipons une croissance des bénéfices de l'ordre de 7 à 9% cette année et l'an prochain. L'étendue des contributions aux performances devrait s'élargir, mais le secteur de la technologie devrait rester le principal moteur de la croissance grâce aux investissements robustes dans l'IA.

Nous plaçons le S&P 500 à 6600 fin 2025, soit une progression de quelque 8% par rapport aux niveaux actuels. Les droits de douane envisagés devraient continuer d'attiser la volatilité des marchés européens et chinois, mais il nous semble judicieux de maintenir une exposition diversifiée à l'Asie hors Japon. En Europe, nous privilégions les petites et moyennes capitalisations de la zone euro et les valeurs suisses porteuses de dividendes de qualité.

Sur le plan géographique, notre préférence va aux États-Unis et à l'Asie hors Japon. Les États-Unis et l'Asie hors Japon sont nos régions favorites: selon nous, l'«exceptionnalisme» américain a encore de beaux jours devant lui. La croissance économique devrait largement dépasser celle des autres marchés développés, la Fed adopte une approche proactive et les États-Unis sont le pays le plus exposé à l'IA, tendance de fond que nous privilégions actuellement.

Nous apprécions également l'Asie, qui offre une exposition aux tendances de fond et présente les conditions d'une croissance structurellement plus élevée. Nous n'augmentons pas spécifiquement l'exposition à la Chine pour le moment, mais d'éventuelles mesures de relance budgétaire de grande ampleur pourraient avoir des retombées positives dans l'ensemble de la région.

Nous recommandons également une exposition aux bénéficiaires de l'IA. Cette dernière sera selon nous un facteur de transformation, et représente à nos yeux l'une des plus grandes opportunités d'investissement du siècle. L'adoption de cette technologie est sans précédent et s'étend déjà à tous les secteurs d'activité.

En outre, les dépenses d'investissement ne montrent aucun signe de ralentissement, et les grandes entreprises technologiques indiquent clairement que le risque de sous-investissement est bien supérieur au risque de surinvestissement. Cette tendance devrait profiter en particulier à la couche habilitante, également dans le cadre de notre horizon tactique.

Les valorisations sont élevées pour de bonnes raisons : les actions mondiales se négocient actuellement à environ 1,6 écart-type au-dessus de leur moyenne sur 10 ans. Sans avoir retrouvé leurs plus hauts enregistrés après la Covid, les valorisations demeurent néanmoins relativement élevées, ce qui limite le potentiel de hausse.

Cependant, les indicateurs de valorisation sont tirés vers le haut par les marchés présentant une forte croissance structurelle, comme le secteur américain de la technologie, dont la prime nous semble justifiée. En dehors des États-Unis, les valorisations sont moins élevées. Dans la plupart des régions, elle se situent au niveau, voire en dessous, de leur ratio cours/bénéfice moyen sur 10 ans.

Source : Year Ahead 2025, au 08/01/2025 UBS Europe SE Succursale de France

Pondération Actions, en % du total, du mandat Équilibré au 1^{er} janvier 2025 :

51.5%

PREVISIONS 2025

PIB % :

Etats-Unis	1.9
Zone Euro	0.9
Royaume-Uni	1.5
Chine	4.0
Japon	1.1

Core Inflation % :

Etats-Unis	2.5
Zone Euro	2.1
Royaume-Uni	2.4
Chine	0.1
Japon	2.0

Profits des sociétés % :

Etats-Unis	8.9
Zone Euro	5.0
Royaume-Uni	5.3
Chine	8.5
Japon	6.0

NIVEAUX A 1 AN

EUR/USD	1.12
GBP/USD	1.35
USD/JPY	145
EUR/CHF	0.94
Or par once USD	2 900

Brent Crude USD / baril	80
WTI Crude USD / baril	75.0
Indice CAC40	NC
Indice S&P500	6 600
Nasdaq	NC

TAUX DIRECTEURS ET OBLIGATAIRES DANS 1 AN

Taux : Décembre 2025

Taux 10 ans US	4.0
Taux 10 ans Bund	2.25
Taux 10 ans OAT	NA
Taux 10 ans Gilt	4.0

Taux directeur de la FED	3.83
Taux directeur de la BCE	2.0
Taux directeur de la BoJ	0.75
Taux directeur de la BoE	3.75

Source : Global Forecasts, 02/01/2025, UBS Europe SE Succursale France

Information sur les risques

Les opinions de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par Global Wealth Management, une division d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), ou ses filiales («UBS»), qui fait partie d'UBS Group SA («Groupe UBS»). Le Groupe UBS comprend l'ancien Credit Suisse AG, ses filiales, ses succursales et ses sociétés affiliées. Un disclaimer supplémentaire relatif à Credit Suisse Wealth Management figure à la fin de cette section. Les opinions de placement ont été préparées conformément aux dispositions légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche financière.

Informations génériques sur la recherche financière et les risques:

Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement. Il ne constitue ni une incitation, ni une offre d'achat ou de vente de quelque placement ou produit que ce soit. L'analyse présentée dans ce document ne constitue en aucun cas une recommandation personnelle. De même, elle ne prend nullement en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins propres à un destinataire particulier. Cette analyse repose sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Certains services et produits peuvent faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient (à l'exception des déclarations concernant UBS). Toutes les informations, opinions, prévisions, estimations et cours cités dans ce document sont valables à la date de publication dudit document et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Ces opinions peuvent se révéler différentes ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS du fait d'hypothèses et de critères différents.

Ce document (y compris les prévisions, valeurs, indices et montant qu'il contient («Valeurs»)) ne peut en aucun cas être utilisé aux fins suivantes: (i) valorisation ou comptabilisation; (ii) détermination de montants dus ou exigibles, de prix ou de la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) mesure de la performance d'un instrument financier quelconque, notamment, mais sans pour autant s'y limiter, à des fins de suivi du rendement ou de la performance d'une ou plusieurs valeurs, de détermination de l'allocation d'actifs d'un portefeuille, ou d'évaluation de commissions. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il contient, il sera considéré que vous garantissez à UBS que vous n'utiliserez pas ledit document ni lesdites informations à l'une quelconque des fins susmentionnées. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à détenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement ci-mentionnés, à réaliser des transactions impliquant des instruments de placement à titre de commettant ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, l'instrument de placement lui-même ou pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. À tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS Research. Dans le cas de certaines transactions difficiles à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer le placement et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur des barrières d'information pour contrôler le flux d'informations entre l'un ou plusieurs secteurs d'activité d'UBS et d'autres secteurs, unités, groupes ou sociétés affiliées à UBS. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pourriez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur, ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente ou tout autre personne aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières.

Différents domaines, groupes et personnels au sein du Groupe UBS peuvent rédiger et distribuer des produits d'analyse distincts, indépendamment les uns des autres. Par exemple, les publications de recherche du CIO sont produites par UBS Global Wealth Management. L'UBS Global Research est produite par UBS Investment Bank. Les méthodologies de recherche et les systèmes de notation de chaque organisme de recherche peuvent différer, par exemple, en termes de recommandations d'investissement, d'horizon d'investissement, d'hypothèses de modèle et de méthodes d'évaluations. Par conséquent, à l'exception de certaines prévisions économiques (pour lesquelles UBS CIO et UBS Global Research peuvent collaborer), les recommandations d'investissement, les notations, les objectifs de prix et les évaluations fournis par chacune des entités d'analyse peuvent varier et différer entre eux. Nous vous invitons à vous reporter à chaque produit de recherche concerné pour obtenir de plus amples informations sur sa méthodologie et son système de notation. Tous les clients n'ont pas forcément accès à tous les produits de chaque entité. Chaque produit de recherche est assujéti aux politiques et procédures de l'entité qui le produit.

La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par les cadres dirigeants du service d'analyse et par la direction (hors investment banking). La rémunération des analystes ne repose pas sur les revenus d'investment banking, de vente et négoce ou de négoce pour compte propre; toutefois, la rémunération peut avoir un lien avec les revenus globaux du Groupe UBS, lesquels incluent des services d'investment banking, des activités de vente et négoce et des revenus de négoce pour compte propre.

La fiscalité dépend de la situation personnelle de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal.

Ni ce document ni une copie de celui-ci ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. Sauf disposition contraire convenue par écrit, UBS interdit expressément la distribution et la remise de ce document à un tiers pour quelque motif que ce soit. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondée sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la législation en vigueur. Pour obtenir des informations sur la manière dont le CIO gère les conflits et assure l'indépendance de ses opinions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et de notation, veuillez consulter le site www.ubs.com/research-methodology. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce document, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

**MERCI
À TOUS**

