

Perspectives d'investissement de la BIL pour 2025

DES VAGUES DE CHANGEMENT

Rédigé en date du 13 décembre 2024



INTRODUCTION



Lionel De Broux

En tant que plus ancienne banque privée du Luxembourg, nous gérons le patrimoine de nos clients depuis des générations et nous savons que les meilleures choses se construisent au fil du temps. Cette conviction se reflète dans notre philosophie d'investissement, qui repose sur trois principes clés : **la stabilité, l'adaptabilité et la performance.**

La stabilité fait référence au fait que nous sommes des investisseurs à long terme guidés par des directives solides en matière d'allocation d'actifs stratégique, assurant une diversification adéquate à tout moment. Toutefois, cela ne signifie pas que nous appliquons une approche passive de laisser-faire. Une stratégie d'investissement est comparable à un grand bateau en mer. S'il dévie un tant soit peu de sa route, sa destination finale pourrait être totalement différente de celle prévue. C'est pourquoi nos experts scrutent constamment l'horizon et veillent à ce que nous **adaptions** notre stratégie au besoin, de manière à nous rapprocher de nos objectifs d'investissement à long terme, et ce malgré des conditions changeantes. Chaque décision d'investissement que nous prenons est guidée par la recherche de **performance** pour nos clients. Pour ce faire, nous nous appuyons sur une approche fondée sur un processus, ainsi que sur notre indépendance.

L'année 2024 a été exceptionnelle à bien des égards.

Sur le plan macroéconomique, la croissance économique mondiale a bien résisté malgré des taux d'intérêt plus élevés visant à contenir l'inflation. L'exceptionnalisme américain a persisté, la consommation tirant la majorité de la croissance, tandis que l'Europe est restée dans son sillage, prise dans un tourbillon de problèmes structurels et cycliques. La Chine, deuxième puissance économique mondiale, a peiné à atteindre son objectif de croissance dans un contexte de ralentissement de l'immobilier et de faiblesse de la demande intérieure.

Les marchés d'actions ont connu une période particulièrement prospère au cours des deux dernières années. En 2023, ils ont signé un parcours exceptionnel, gagnant quelque 20 %, et ont poursuivi sur leur lancée en 2024, les indices boursiers ayant grimpé en flèche. En septembre, la baisse brutale des taux d'intérêt de la Fed a marqué un tournant, et le rallye boursier a dépassé le cadre des habituels acteurs de la sphère de l'IA. Les indices boursiers américains et européens ont atteint de nouveaux sommets historiques, le S&P 500 franchissant le seuil symbolique des 6.000 points.

Cependant, à l'aube de 2025, une certaine nervosité commence à se faire sentir parmi les investisseurs.

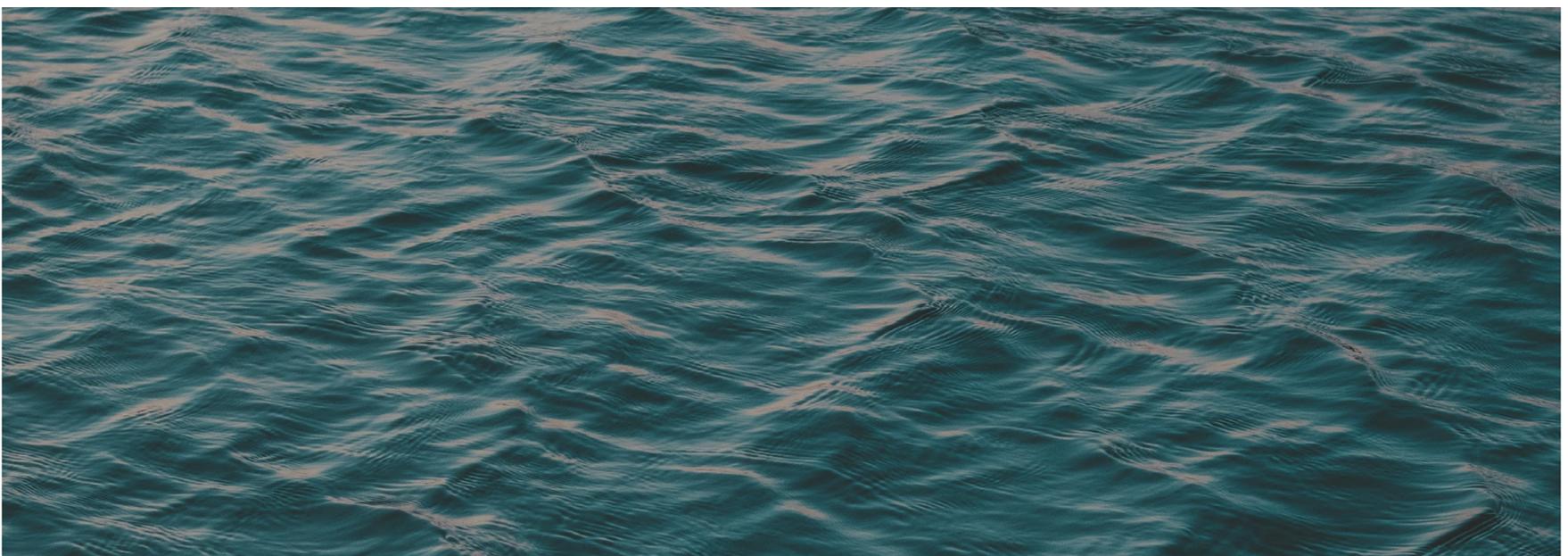
Les valorisations sont tendues et les tensions géopolitiques accrues génèrent des remous. En outre, l'élection de Donald Trump et le raz de marée républicain au Congrès américain laissent augurer un changement radical au niveau des perspectives macroéconomiques et de marchés à l'échelle mondiale. Les politiques commerciales qu'il envisage pourraient pénaliser ses principaux partenaires commerciaux et raviver l'inflation nationale, puisque les coûts sont répercutés sur les acheteurs américains. Anticipant des mesures inflationnistes et un creusement du déficit, les opérateurs ont déjà relevé la courbe des taux américains, tout en tempérant l'optimisme suscité par le cycle d'assouplissement de la Fed.

Les présentes perspectives exposent notre stratégie d'investissement à l'aube de la nouvelle année, au vu du contexte actuel. Nous explorons plusieurs idées d'investissement, mais parmi celles-ci, nous tenons à mettre en avant **trois principaux ports d'escale** pour 2025 :

- **Les actions américaines**, avec une préférence pour les petites capitalisations, le secteur industriel, ainsi que les sociétés financières. L'IA doit être considérée comme un pari stratégique.
- **La gestion active** – Au vu du risque de concentration actuel, l'année 2025 pourrait être celle où les gestionnaires d'actions actifs se démarqueront par rapport aux produits passifs. Sur le front des obligations, nous préconisons une gestion active de la duration. Le contexte de croissance diffère sensiblement entre les États-Unis et l'Europe. Les divergences de politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique auront un impact sur les rendements attendus au niveau des actifs obligataires, ce qui offrira des opportunités d'arbitrage.
- **Le crédit pour la génération de revenus** - Les facteurs techniques favorables et la quête continue de rendement devraient continuer de soutenir les obligations d'entreprises en 2025. Les investisseurs désireux d'optimiser leurs revenus pourraient envisager de compléter leur exposition au segment investment grade en ciblant de manière sélective des titres à haut rendement de qualité.



Lionel De Broux
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER, BIL



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2025

SOMMAIRE

01

Perspectives macroéconomiques

- La croissance mondiale devrait se maintenir autour de 3 %, avec toutefois des divergences plus marquées entre les régions, ce qui se reflétera dans les politiques des banques centrales.
- L'économie américaine est le moteur de la croissance mondiale ; une tendance qui devrait se poursuivre. Seul un léger ralentissement est attendu en 2025, à mesure que les habitudes de consommation évolueront face à un marché de l'emploi plus tempéré.
- Si les politiques de Trump sont susceptibles de soutenir la croissance, elles menacent également de raviver l'inflation américaine. Les droits de douane, ou même la simple menace de ces droits, pourraient peser sur les perspectives de croissance dans les autres régions.
- Une stagnation est attendue en Europe, avec des risques orientés à la baisse. La situation économique en Allemagne et en France est marquée par la faiblesse de la demande et les incertitudes sur le plan politique.
- La Chine peine à atteindre son objectif de croissance de 5 % et les prévisions pour l'an prochain sont modérées. Si les mesures de relance ont alimenté l'optimisme des marchés, elles n'ont pas encore déclenché un rebond significatif de la confiance des consommateurs et de la demande.

02

Perspectives des banques centrales

- La BCE devrait procéder à plusieurs baisses de taux de 25 pb jusqu'à atteindre son taux terminal.
- Pour ce qui est de la Fed, tout dépendra de la manière dont Trump réalisera son programme. Dans le cas d'une mise en œuvre rapide des éléments clés (réductions d'impôts, tarifs douaniers étendus et mesures de répression de l'immigration), nous pourrions certainement assister à un retour d'un environnement de taux « élevés pendant une période prolongée ».

03

Actions

- L'année à venir demandera plus de discrétion et moins de complaisance alors que les marchés financiers s'adaptent à un nouveau régime marqué par davantage de volatilité, d'incertitude et de divergences au niveau des performances des marchés. Des **stratégies actives** pourraient aider à faire face au risque de concentration, tandis que les gestionnaires professionnels sont également susceptibles de bénéficier de davantage d'opportunités de génération d'alpha.
- Les **actions américaines** restent attrayantes pour l'heure, les entreprises affichant toujours de solides résultats sur le front des bénéfices. Les **petites capitalisations**, ainsi que les **valeurs financières** et **industrielles** méritent une attention particulière. L'**IA** doit être considérée comme un pari structurel, l'engouement pour ce thème créant un risque de repli à court terme.
- Le discernement est de mise dans le secteur des **services aux collectivités**. Les énergies renouvelables ne sont manifestement pas une priorité pour Donald Trump, tandis que d'autres sous-secteurs devraient tirer parti de la croissance structurelle de la demande d'électricité.
- La défense occupe une place de plus en plus importante dans l'agenda des gouvernements et le secteur mérite une attention renouvelée.
- Les actions de la zone euro devraient rester à la traîne de leurs homologues américaines en raison de l'écart grandissant entre les deux régions en termes de croissance économique. Il est conseillé d'adopter une stratégie défensive en se concentrant, par exemple, sur les **services aux collectivités** et les **soins de santé**.
- Le marché boursier chinois a besoin de nouveaux catalyseurs issus de la sphère politique. Nous restons attentifs à la région en raison des fortes décotes observées au niveau des valorisations.

04

Obligations

- La baisse des taux est favorable aux titres à revenu fixe, tandis que les obligations de qualité ont retrouvé leur relation inverse avec les actions, ce qui offre aux portefeuilles multi-actifs des avantages en termes de diversification.
- Les **obligations d'entreprises** proposent un portage intéressant et leurs fondamentaux restent sains.
- Le **crédit structuré** peut encore offrir des rendements excédentaires dans un environnement où les défauts ne devraient pas constituer un frein majeur. Du fait des valorisations élevées, il sera important de détecter rapidement les problèmes qui se profilent et de rester suffisamment agile pour exploiter les opportunités croisées entre régions ou classes d'actifs.

05

Pétrole

- Dans un contexte de croissance mondiale atone, nous estimons que **les marchés du pétrole resteront dans une situation où l'offre sera supérieure à la demande en 2025**.

06

Or

- À court terme, la consolidation pourrait se poursuivre, compte tenu de la progression du métal précieux en 2024. **Cependant, à moyen et long terme, nous restons optimistes à l'égard de l'or** et la barre des 3.000 dollars ne nous semble pas être un lointain mirage.

L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE EN QUELQUES CHIFFRES

La croissance mondiale devrait selon nous se maintenir autour de 3 %, avec toutefois des divergences plus marquées entre les pays qui, à leur tour, se refléteront dans les politiques des banques centrales.

En 2025, la croissance mondiale devrait selon nous se maintenir autour de 3 %, avec toutefois des divergences plus marquées entre les pays qui, à leur tour, se refléteront dans les politiques des banques centrales. Au niveau mondial, la contraction des marchés du travail, la productivité en berne, la montée des nationalismes et le resserrement budgétaire laissent penser que nous allons devoir nous habituer à une croissance plus modérée dans les années à venir. Les gains de productivité liés à l'IA pourraient y remédier, bien que son application généralisée ne se fera pas avant plusieurs années et dépendra des taux d'adoption de l'IA au niveau mondial et de l'automatisation.

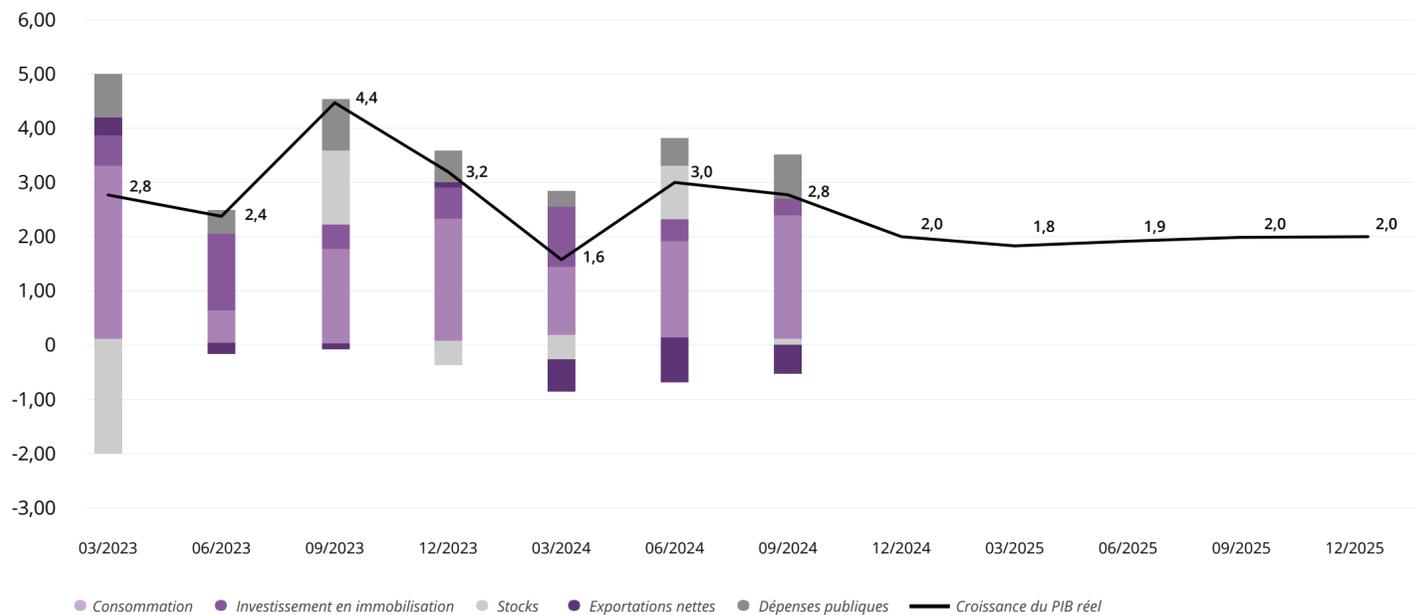


ÉTATS-UNIS : STABILITÉ, EN DÉPIT DES INCERTITUDES POLITIQUES

- Pour 2025, nous anticipons un léger ralentissement, alors que les habitudes de consommation évolueront face à un marché de l'emploi plus tempéré
- L'activité des entreprises devrait compenser une partie de ce ralentissement
- Le scénario de « taux durablement élevés » refait surface

L'économie américaine a joué le rôle de remorqueur, tirant l'économie mondiale, et devrait conserver ce rôle, en particulier si de nouvelles politiques favorables à la croissance sont mises en place par la nouvelle administration Trump.

Croissance du PIB américain, données réelles & prévisions (% en gliss. trim.)



Source : Bloomberg, BIL, au 2 décembre 2024

Cette vigueur persistante est en grande partie due à la **consommation**, qui représente environ deux tiers de l'activité globale. Malgré l'épuisement de l'épargne excédentaire et les coûts d'emprunt élevés, les Américains ont continué de dépenser, même s'ils se montrent plus sélectifs dans leurs achats.

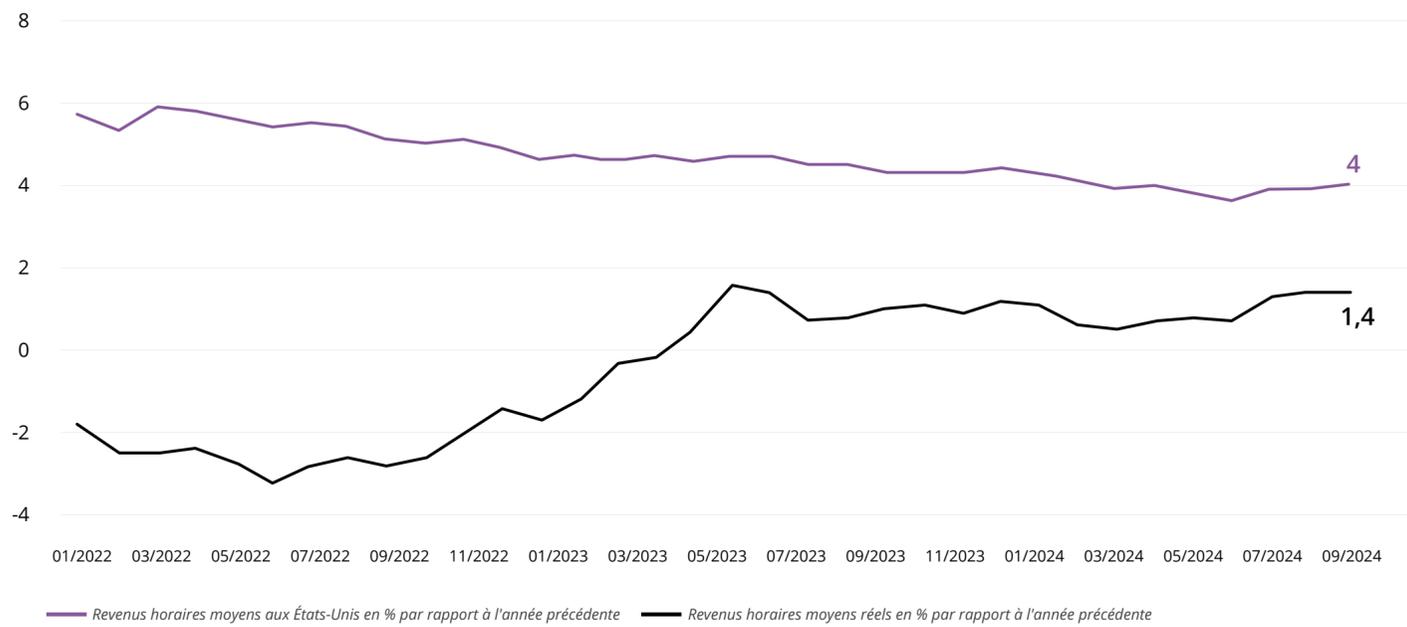
Cette tendance devrait se poursuivre à court terme, la confiance des consommateurs étant en hausse. La progression des marchés boursiers permet également davantage de dépenses, puisque près de 60 % des ménages américains détiennent des actions. De fait, chaque dollar supplémentaire investi en actions augmente les dépenses de 32 cents au niveau de l'économie américaine. On note également d'autres facteurs favorables : les effets positifs de l'assouplissement opéré précédemment par la Fed doivent encore se faire sentir dans l'économie réelle, les coûts du service de la dette sont modérés (dans l'ensemble) et les salaires réels continuent d'augmenter.

La croissance des salaires devrait toutefois ralentir à mesure que le marché de l'emploi se détend, ce qui devrait donner lieu à une modération des dépenses.

L'état de santé général du marché de l'emploi joue un rôle déterminant dans les perspectives de consommation au sens large. Jusqu'à présent, le tassement du marché de l'emploi a été caractérisé par un ralentissement de la croissance de l'emploi, une diminution du nombre de postes vacants et une réduction du temps de travail. Des licenciements massifs pourraient également suivre, chose que la Fed souhaite à tout prix éviter. Un tel scénario pourrait rapprocher le taux d'épargne de sa moyenne à long terme, freiner les dépenses et porter un sérieux coup à la croissance économique globale.

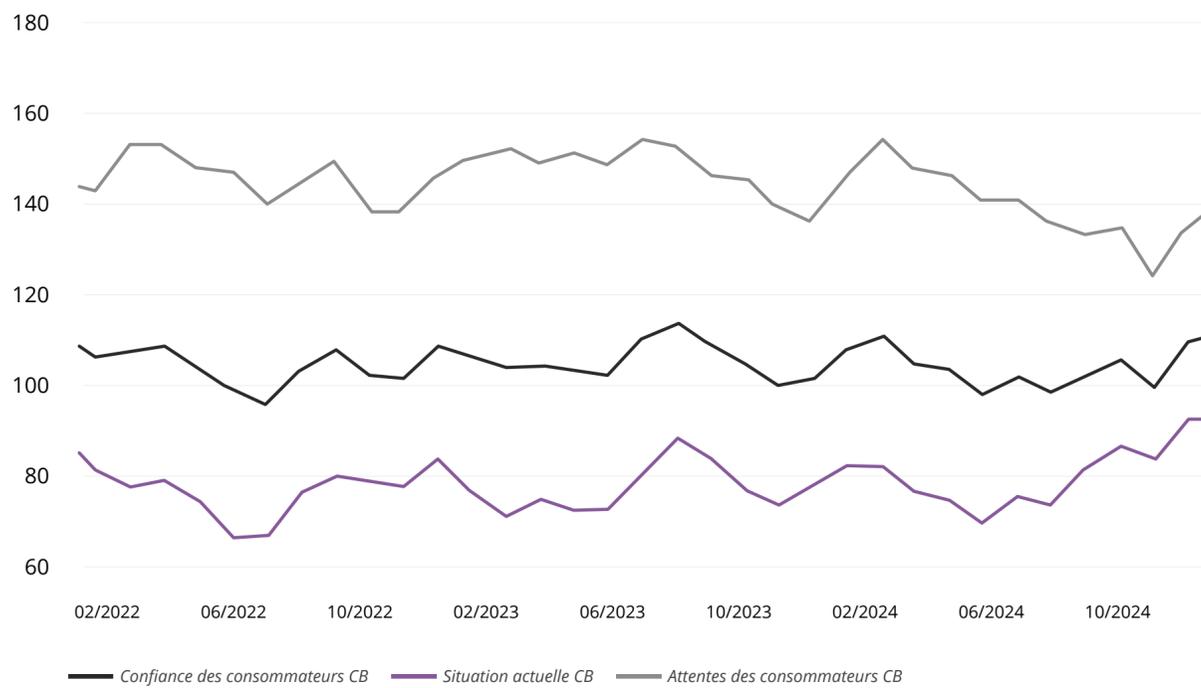
L'état de santé général du marché de l'emploi joue un rôle déterminant dans les perspectives de consommation au sens large.

La croissance des salaires réels aux États-Unis reste positive



Source : Bloomberg, BIL, au 2 décembre 2024

La confiance des consommateurs s'est améliorée après l'élection de Trump



Source : Bloomberg, BIL, au 2 décembre 2024

Le raz de marée républicain a fait naître des espoirs en matière de baisses d'impôts et de déréglementation. Certains analystes tablent sur une hausse des investissements après les élections.

Ces droits de douane mettent également en péril l'économie domestique dès lors qu'ils sont susceptibles d'entraîner une hausse de l'inflation.



Du côté des entreprises américaines, les perspectives sont favorables pour l'année à venir. Les bénéfices continuent d'augmenter modérément et dans la mesure où ils sont le principal moteur des dépenses des entreprises, ils constituent un indicateur avancé important pour l'ensemble de l'économie. Le ralentissement de l'inflation, la baisse des taux d'intérêt et un marché de l'emploi plus favorable (où les employeurs retrouvent le pouvoir) devraient permettre de réduire les dépenses, libérant ainsi plus de capitaux pour des investissements. En effet, les enquêtes auprès des entreprises montrent une augmentation des intentions de dépenses en capital depuis quelque temps.

Le raz de marée républicain a fait naître des espoirs en matière de baisses d'impôts et de déréglementation. Certains analystes tablent sur une hausse des investissements après les élections, dès lors que les cadres exécutifs devraient désormais y voir plus clair sur la situation du pays. Nous faisons preuve d'un optimisme prudent à cet égard : de nombreux projets de D. Trump manquent encore de détails et il est difficile de distinguer les fanfaronnades des véritables intentions politiques.

Cependant, la politique commerciale est sans doute la plus grande inconnue pour 2025, Trump ayant déclaré que « tarif » (ou droit de douane) était son mot favori. Pour les partenaires commerciaux des États-Unis, la simple idée d'une potentielle érosion de leurs marges pourrait suffire à affecter l'activité des entreprises et leur prise de décision. En 2018/2019, la dernière guerre commerciale a montré combien la croissance pouvait souffrir d'une simple menace de droits de douane.

Mais ces derniers mettent également en péril l'économie domestique dès lors qu'ils sont susceptibles d'entraîner une hausse de l'inflation, dont le coût est généralement supporté par le consommateur américain, plutôt que par les fabricants étrangers. La Fed a dû batailler ferme pour ramener l'inflation vers l'objectif de 2 %, mais au vu de l'inflation qui persiste dans le secteur des services, la dernière ligne droite est compliquée. Ajoutez à cela la répression de l'immigration (qui pourrait faire grimper les salaires), l'augmentation des dépenses consécutive aux réductions d'impôts, et il se pourrait bien que l'inflation reparte à la hausse. La récente flambée des prix étant encore bien présente dans la mémoire collective, de nouvelles pressions sur les prix pourraient s'installer plus facilement, et les entreprises et les consommateurs réagir plus rapidement pour défendre leurs marges et leur pouvoir d'achat.

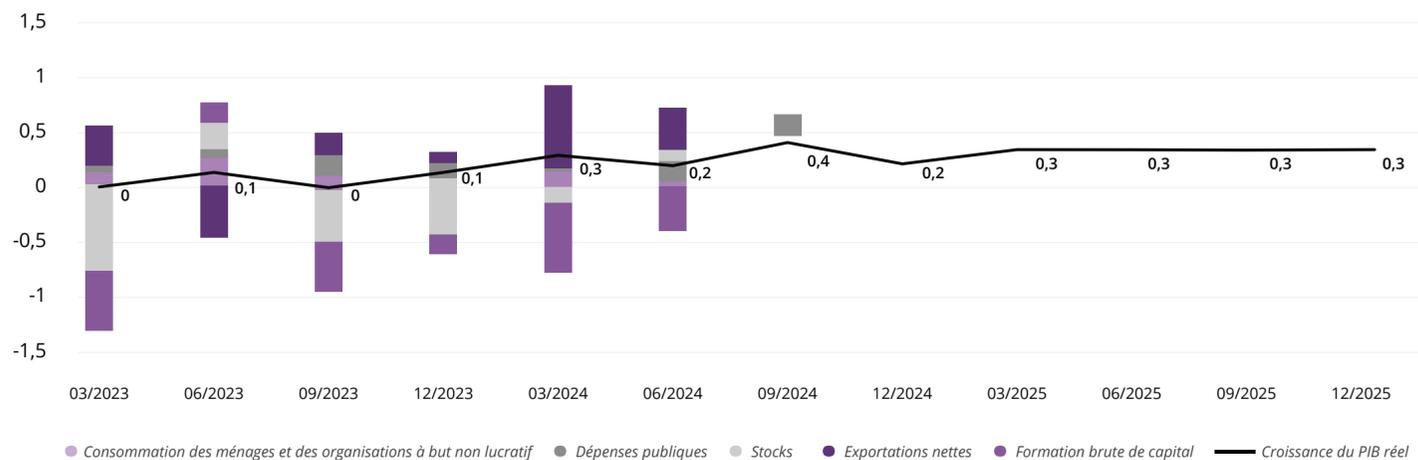
Dans ce contexte, l'optimisme suscité par le cycle d'assouplissement de la Fed s'est dissipé, et l'idée selon laquelle les taux pourraient rester durablement plus élevés refait surface.

EUROPE – UN CAP INCERTAIN

- Stagnation attendue avec des risques orientés à la baisse
- Le bloc est affaibli par l'incertitude politique qui règne en France et en Allemagne alors que Donald Trump s'apprête à rejoindre la Maison-Blanche
- L'assouplissement de la BCE devrait maintenir l'économie à flot

Les indicateurs avancés pointent vers une stagnation, voire pire, pour la zone euro. Cette fois, ce sont les économies du sud, comme l'Espagne, qui se montrent les plus résilientes, grâce à un secteur des services dynamique. La France et l'Allemagne restent aux prises avec une demande atone et un ralentissement qui perdure dans le secteur industriel.

Croissance du PIB de la zone euro, données réelles et prévisions (% en gliss. trim.) et contributions en points de pourcentage



Source : Bloomberg, BIL, au 2 décembre 2024

Selon les estimations, l'imposition de droits de douane de 10 % sur toutes les importations américaines pourrait coûter 1 point de pourcentage à la croissance de la zone euro.

Le potentiel de reprise de la consommation offre une lueur d'espoir. Une timide reprise se dessine au niveau de la confiance des consommateurs.

Le problème de la zone euro tient notamment à un manque d'investissements dans les infrastructures et les outils de productivité. Mais pour la plupart, ses membres sont déjà très lourdement endettés et seront plutôt contraints de se serrer la ceinture l'année qui vient. Des obstacles subsistent par ailleurs en ce qui concerne le financement conjoint. Si le Fonds européen de relance devrait apporter un soutien budgétaire en 2025, il ne sera pas suffisant pour compenser pleinement la contraction des dépenses budgétaires nationales.

Aucun catalyseur de croissance ne ressort donc clairement pour l'Union et les risques sont résolument orientés à la baisse : la guerre se poursuit en Ukraine et Donald Trump semble vouloir renvoyer à l'Europe la charge des dépenses de défense, tandis que l'économie européenne, largement tournée vers l'exportation, risque d'être exagérément pénalisée par l'introduction de nouveaux droits de douane. À noter que les États-Unis reçoivent environ un cinquième des exportations de l'Union ; selon les estimations, l'imposition de droits de douane de 10 % sur toutes les importations américaines pourrait coûter 1 point de pourcentage à la croissance de la zone euro.

S'agissant des pressions sur les prix, l'inflation en zone euro a suivi une tendance à la baisse et devrait renouer durablement avec les 2 % d'ici la fin de l'année prochaine, à mesure que les tensions sur les prix des services s'apaiseront. Historiquement, c'est une inflation trop faible plutôt que trop forte qui a posé problème à la BCE, et qui pourrait à nouveau constituer un défi. Compte tenu des perspectives de croissance, la BCE devrait maintenant procéder à des baisses de taux successives jusqu'à atteindre son taux terminal, que le marché évalue actuellement autour de 1,7 %. Cette estimation nous paraît un peu faible, à moins que le spectre de la récession ne s'invite l'année prochaine (ce qui n'est pas le cas actuellement), obligeant la BCE à adopter une posture plus accommodante.

L'assouplissement monétaire devrait permettre à l'économie de tenir le coup. Nous constatons déjà une accélération de la masse monétaire et la croissance des prêts montre que, si la dynamique de crédit reste modérée, elle se renforce. Qui plus est, la croissance des dépôts à terme ralentit, ce qui implique une baisse du taux d'épargne, l'un des indicateurs avancés les plus précis en termes de croissance du PIB.

Dans ce contexte, le potentiel de reprise de la consommation offre une lueur d'espoir. Une timide reprise se dessine au niveau de la confiance des consommateurs, qui retrouvent enfin leur pouvoir d'achat après le choc observé dans le sillage de la pandémie en termes de revenus réels. Notons que contrairement aux Américains, les Européens n'ont pas encore épuisé toute l'épargne refoulée lors de la pandémie, laquelle est estimée autour de 1 000 milliards EUR.



CHINE – DES MESURES DE RELANCE POUR METTRE DU VENT DANS LES VOILES ?

- La Chine peine à atteindre son objectif de croissance de 5 % et les prévisions pour l'an prochain sont modérées
- Si les mesures de relance ont alimenté l'optimisme des marchés, elles n'ont pas encore déclenché de rebond de la confiance des consommateurs et de la demande

La Chine peine à atteindre l'objectif de croissance de 5 % qu'elle s'est fixée pour cette année et un nouveau ralentissement est attendu en 2025, avec une croissance annuelle qui ne devrait dépasser les 4 % que de quelques décimales.

Pékin a dévoilé un train de mesures de relance des marchés et budgétaire pour tenter de faire décoller l'activité économique.

Pékin a dévoilé un train de mesures de relance des marchés et budgétaire pour tenter de faire décoller l'activité économique. Bien que ces dernières aient été accueillies favorablement par les marchés, le secteur immobilier reste soumis à d'énormes pressions, les perspectives en matière d'emploi et de revenus sont fragiles et la confiance des consommateurs est au plus bas. Les pressions désinflationnistes persistent et la demande intérieure vivote, tandis que les menaces qui pèsent sur la demande extérieure s'intensifient (montée du protectionnisme et reconfiguration des chaînes d'approvisionnement).

Reste à voir si la Chine pourra éviter la japonisation (à savoir une période prolongée de déflation, de morosité économique, de baisse du marché immobilier et de tensions financières dans le cadre des efforts de désendettement). Cela dépendra en grande partie de la capacité et de la volonté de Pékin d'utiliser ou non des mesures de relance budgétaire à grande échelle. Le cas échéant, les actions chinoises pourraient devenir de plus en plus intéressantes, notamment eu égard aux larges décotes observées au niveau des valorisations.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

ACTIONS

Après une période de calme relatif sur les marchés, nous nous préparons à un retour de la volatilité structurelle en 2025.

Après une période de calme relatif sur les marchés, nous nous préparons à un retour de la volatilité structurelle en 2025. Ce changement attendu des conditions pourrait indiquer que les stratégies passives, très efficaces ces dernières années, commencent à rencontrer certaines difficultés. Cela étant, une gestion active et une sélection minutieuse des titres pourraient mettre au jour de nouvelles opportunités dans ce contexte turbulent : c'est dans les mers agitées que les marins aguerris prouvent leur bravoure.

LES ACTIONS AMÉRICAINES HORS DES SENTIERS BATTUS

Quelques poches d'opportunités existent encore cela dit, notamment parmi les petites capitalisations. Les pressions dues à l'inflation et à la politique monétaire restrictive commencent seulement à s'atténuer pour les petites entreprises, ce qui leur permet d'améliorer leurs performances et, parfois, de combler l'écart avec leurs homologues de plus grande taille.

Les conditions économiques actuelles et la vigueur des bénéfices devraient soutenir le marché américain tout au long du premier semestre de l'année. Cela étant dit, les risques potentiels s'accroissent, et notamment celui d'une volatilité accrue en lien avec une nouvelle réévaluation de la politique de la Fed, une hausse des rendements obligataires ou le contexte [géo]politique.

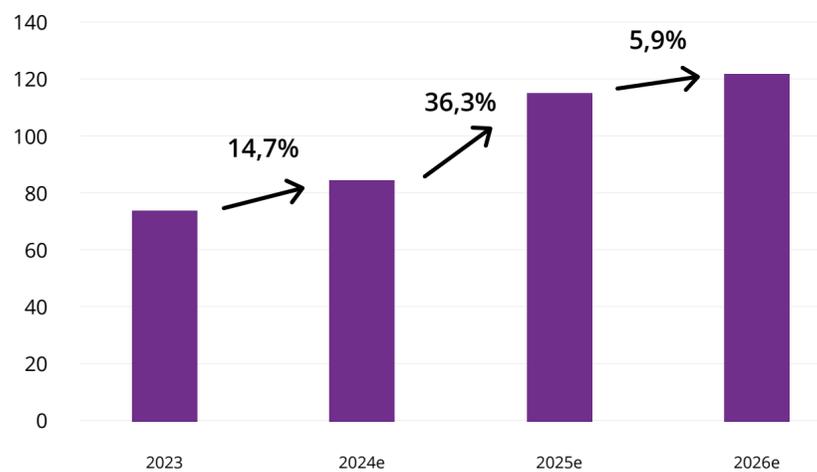
Qui plus est, après avoir enchaîné sommet sur sommet, le potentiel du marché haussier actuel semble aujourd'hui bel et bien limité. Le ratio cours/bénéfice (P/E) du S&P 500 s'élève à 22,3, dépassant sa moyenne sur 5 ans de 19, ce qui indique que les valorisations sont tendues et que des prises de bénéfices se profilent à l'horizon.

Quelques poches d'opportunités existent encore cela dit, notamment parmi les petites capitalisations. Les pressions dues à l'inflation et à la politique monétaire restrictive commencent seulement à s'atténuer pour les petites entreprises, ce qui leur permet d'améliorer leurs performances et, parfois, de combler l'écart avec leurs homologues de plus grande taille. En outre, les **petites capitalisations** tendent à générer leurs revenus au niveau national, et sont donc moins sensibles aux conflits commerciaux et à la vigueur du dollar. Les petites entreprises qui disposent de moins de ressources pour gérer les complexités réglementaires (y compris les banques régionales) devraient par ailleurs compter parmi les grands bénéficiaires de la déréglementation attendue sous la nouvelle administration Trump.



Les bénéfices des petites capitalisations en passe de rattraper leur retard

Russell 2000 – BPA et prévisions de croissance



Source : Bloomberg, BIL au 18 novembre 2024

L'IA COMME PARI STRUCTUREL

Les technologies de l'information restent l'un de nos secteurs de prédilection à l'aube de cette nouvelle année. Le secteur se comporte généralement bien lorsque la Fed baisse ses taux de façon progressive, et les rachats d'actions devraient aider également. La croissance de l'industrie technologique a été alimentée par sa capacité d'expansion, et l'IA devrait encore renforcer cette tendance et exercer un impact potentiellement similaire à celui d'Internet dans les années 2000. Selon une étude de Bain & Company, le marché de l'IA pourrait peser entre 780 et 990 milliards USD d'ici à 2027, contre 185 milliards USD en 2023.

Mais comme pour toute autre innovation révolutionnaire, certains en profiteront quand d'autres en souffriront. Actuellement, le marché fait peut-être preuve d'un excès d'optimisme à l'égard de certains acteurs, qui pourraient corriger si la concurrence s'intensifie ou s'ils ne parviennent pas à dépasser des attentes somme toute élevées.

Il est conseillé aux investisseurs d'adopter une vision à long terme et d'éviter de concentrer leurs investissements sur un secteur particulier, comme celui des semi-conducteurs. Envisager d'investir dans le secteur du hardware (matériel informatique) et dans le software (logiciels) dans l'IA présente une opportunité d'investissement peut-être moins évidente mais prometteuse, car les entreprises de premier plan s'adaptent pour capter de la valeur à travers l'ensemble de l'infrastructure technologique.

Comme pour toute autre innovation révolutionnaire, certains en profiteront quand d'autres en souffriront. Actuellement, le marché fait peut-être preuve d'un excès d'optimisme à l'égard de certains acteurs.

SECTEURS : LES FINANCIÈRES ET LES INDUSTRIELLES EN TÊTE DE NOS PRÉFÉRENCES

En filigrane, l'élection présidentielle a considérablement modifié les perspectives de certains secteurs.

Les valeurs industrielles américaines sont devenues beaucoup plus attrayantes.

Tout d'abord, les **valeurs industrielles américaines sont devenues beaucoup plus attrayantes**. Les droits de douane devraient faire grimper les coûts pour les consommateurs américains, avec pour conséquence une réduction des volumes d'importations. Ce scénario devrait favoriser les fabricants domestiques, qui seraient moins confrontés à la concurrence des importations étrangères. Qui plus est, les droits de douane pourraient inciter les fabricants internationaux à construire des usines sur le sol américain et profiter du mur protectionniste. « Je veux que les constructeurs automobiles allemands deviennent des constructeurs automobiles américains », déclarait Donald Trump lors d'un rassemblement il y a quelque temps. La construction de ces nouvelles usines apportera un soutien supplémentaire au secteur industriel.

Les valeurs financières pourraient également bénéficier de la déréglementation et de l'assouplissement des règles anti-concurrences promis par Donald Trump.

Les valeurs financières pourraient également bénéficier de la déréglementation et de l'assouplissement des règles anti-concurrences promis par Donald Trump. Une économie robuste peut stimuler la confiance des chefs d'entreprise, favoriser la consolidation des sociétés et doper l'activité d'introduction en bourse. Ces développements seraient susceptibles d'aider les sociétés financières qui exercent des activités de négoce et de financement des entreprises. Dans le même temps, les politiques de Donald Trump pourraient avoir un effet inflationniste et donc alimenter un contexte de taux durablement plus élevés, stimulant ainsi les revenus de taux d'intérêt des banques.

Les perspectives pour les services aux collectivités sont mitigées, principalement en raison du fait que les énergies renouvelables ne sont manifestement pas une priorité pour le président élu.

Les perspectives pour les **services aux collectivités** sont mitigées, principalement en raison du fait que les énergies renouvelables ne sont manifestement pas une priorité pour le président élu. Des taux durablement élevés seraient également défavorables pour le secteur. La demande d'électricité devrait toutefois augmenter de manière significative compte tenu de la multiplication des centres de données et des véhicules électriques, inversant ainsi des années de stagnation. D'ici à 2030, on estime que les centres de données d'IA consommeront plus de deux fois plus d'électricité, soit 8 % de la production totale d'électricité aux États-Unis. **Certaines entreprises de services aux collectivités devraient bénéficier de cette croissance structurelle de la demande.**

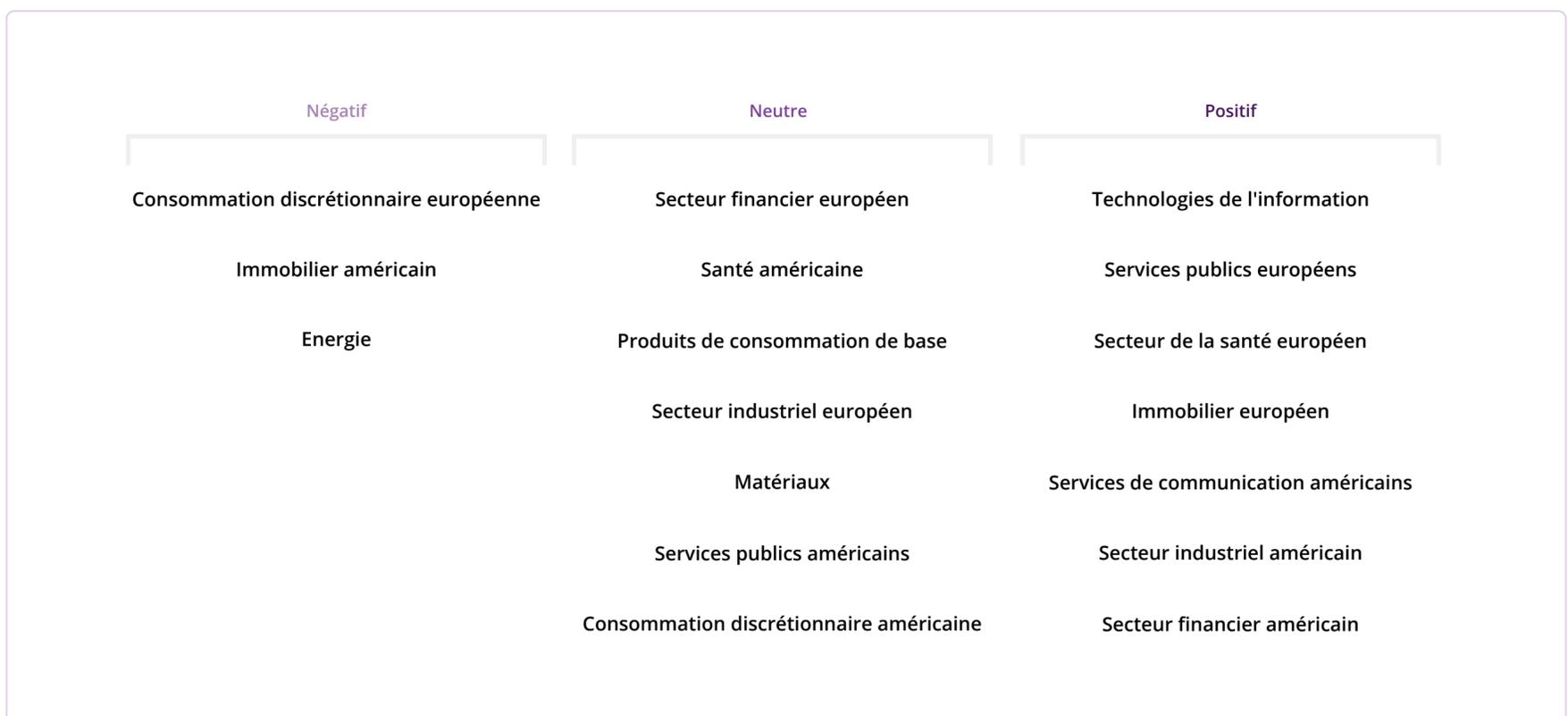


SOUS-PONDÉRATION DE L'EUROPE : PRIORITÉ AUX VALEURS DÉFENSIVES

L'indice de référence Stoxx Europe 600 a sous-performé le S&P 500 sur huit des dix dernières années, et l'année 2024 ne fait pas exception, l'indice étant en passe d'enregistrer sa plus mauvaise performance relative depuis 1995. Nous pensons que les actions de la zone euro continueront de sous-performer leurs homologues américaines en 2025, en raison de l'écart croissant entre les deux régions en matière de croissance économique. La sous-performance relative de la croissance devrait se traduire par des bénéfices toujours à la traîne en Europe.

Il est conseillé aux investisseurs qui cherchent à s'exposer aux actions européennes de se concentrer sur des secteurs défensifs tels que les services aux collectivités et les soins de santé.

Compte tenu de ces défis, il est conseillé aux investisseurs qui cherchent à s'exposer aux actions européennes de se concentrer sur des **secteurs défensifs** tels que les **services aux collectivités** et les **soins de santé**. Ceux-ci sont généralement moins sensibles aux fluctuations économiques et bénéficient également de vents structurels favorables à long terme tels que la tendance à la décarbonation et l'évolution démographique. Le secteur des soins de santé, en particulier, est appelé à se développer, car selon les Nations unies, la population mondiale devrait atteindre 9 milliards d'habitants d'ici à 2040, dont plus de 10 % de personnes âgées (contre 8 % actuellement). Cette évolution démographique entraînera très probablement une hausse de la demande de médicaments et de services de santé.



Une fois encore, nous rappelons les avantages d'une approche active sur le marché actions européen afin d'identifier les entreprises prometteuses, à savoir celles (a) qui sont relativement à l'abri du ralentissement économique général, (b) qui pourraient être moins touchées par les droits de douane (par exemple, les petites entreprises dotées d'un modèle économique plus local) et (c) qui sont mieux placées pour faire face aux fluctuations des changes (certaines entreprises bénéficieront de la dépréciation de l'euro grâce à des prix à l'exportation plus compétitifs).

QUELQUES MOTS SUR LES VALEURS LIÉES À LA DÉFENSE

Que ce soit pour s'exposer à un potentiel de revenus croissants à mesure que les dépenses de défense augmentent, ou comme couverture face aux chocs géopolitiques, les investisseurs ne peuvent pas ignorer les actions du secteur de la défense.

Depuis la fin de la Guerre froide et le net recul des budgets de défense, de nombreuses nations européennes peinent à atteindre l'objectif de 2 % du PIB fixé par l'OTAN, comme l'a d'ailleurs souligné le président Donald Trump. Après des années de sous-investissement, les stocks de matériel militaire sont réduits à peau de chagrin en Europe, ce qui laisse augurer une nette augmentation des budgets de défense sur le continent.

En outre, sur les 392 milliards d'Euros de fonds de cohésion de l'UE alloués pour la période 2021-2027, seuls 5 % ont été utilisés. Si la réglementation actuelle empêche toute utilisation de ces fonds à des fins de financement militaire ou d'équipements de défense, Bruxelles est sur le point de changer les règles, une décision qui pourrait potentiellement réorienter des dizaines de milliards d'euros vers le secteur de la défense et de la sécurité.

Aux États-Unis, les dépenses militaires continuent d'augmenter, notamment en raison du conflit entre la Russie et l'Ukraine. L'importance grandissante de la cybersécurité constitue un autre sous-thème clé, avec une croissance à deux chiffres prévue sur les dix prochaines années.

MARCHÉ OBLIGATAIRE

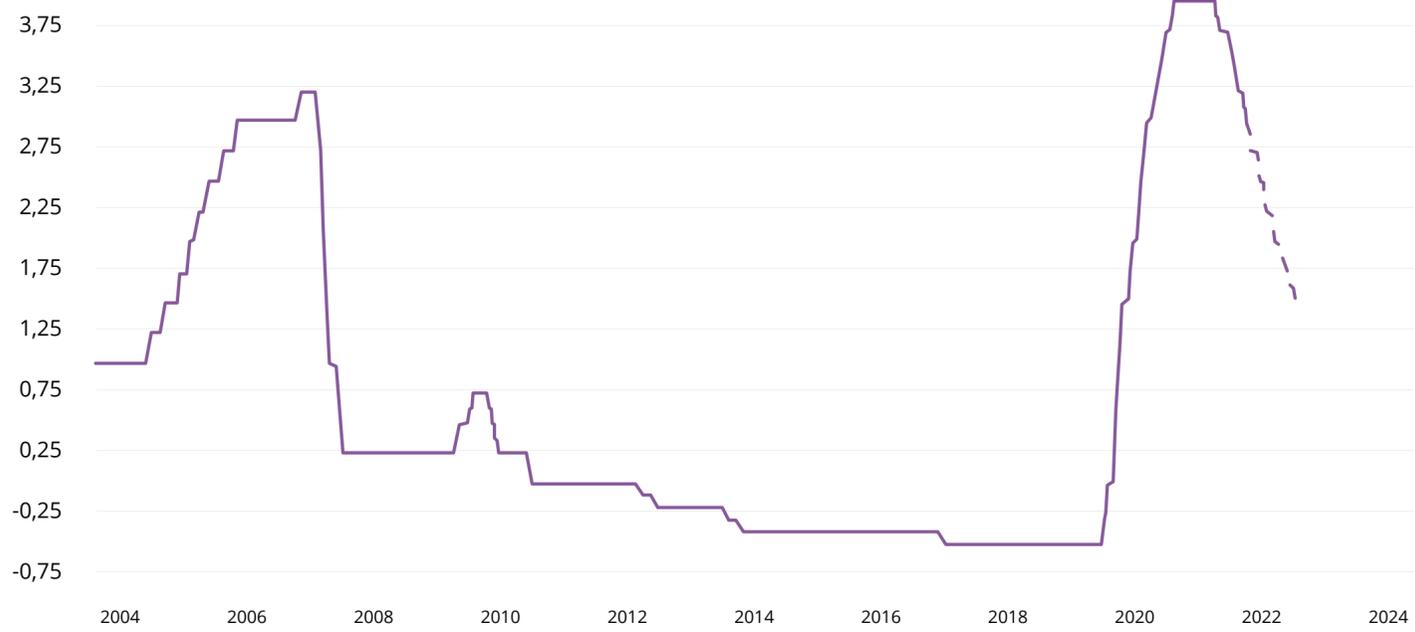
La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne devraient selon nous continuer à assouplir leur politique, mais à un rythme plus progressif et de plus en plus décorrélé à mesure que l'année avance.

En 2025, la politique monétaire restera un moteur essentiel des marchés obligataires. La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne devraient selon nous continuer à assouplir leur politique, mais à un rythme plus progressif et de plus en plus décorrélé à mesure que l'année avance.

L'inflation s'est avérée un peu plus tenace que prévu aux États-Unis et d'importantes incertitudes subsistent quant au timing et à l'ampleur de l'impact qu'auront les politiques de Donald Trump. Voilà qui suggère un large éventail d'issues possibles, notamment en ce qui concerne la réponse monétaire, puisque la Fed a déjà confirmé qu'elle se garderait d'anticiper tout changement dans les perspectives budgétaires. Une réaccélération de l'activité économique limiterait la marge de baisse des taux, ouvrant la voie à une nouvelle ère de « taux durablement plus élevés ». Face à cela, et aux nouvelles inquiétudes concernant le déficit américain, certaines pressions haussières s'exercent d'ores et déjà sur la courbe des rendements américains.

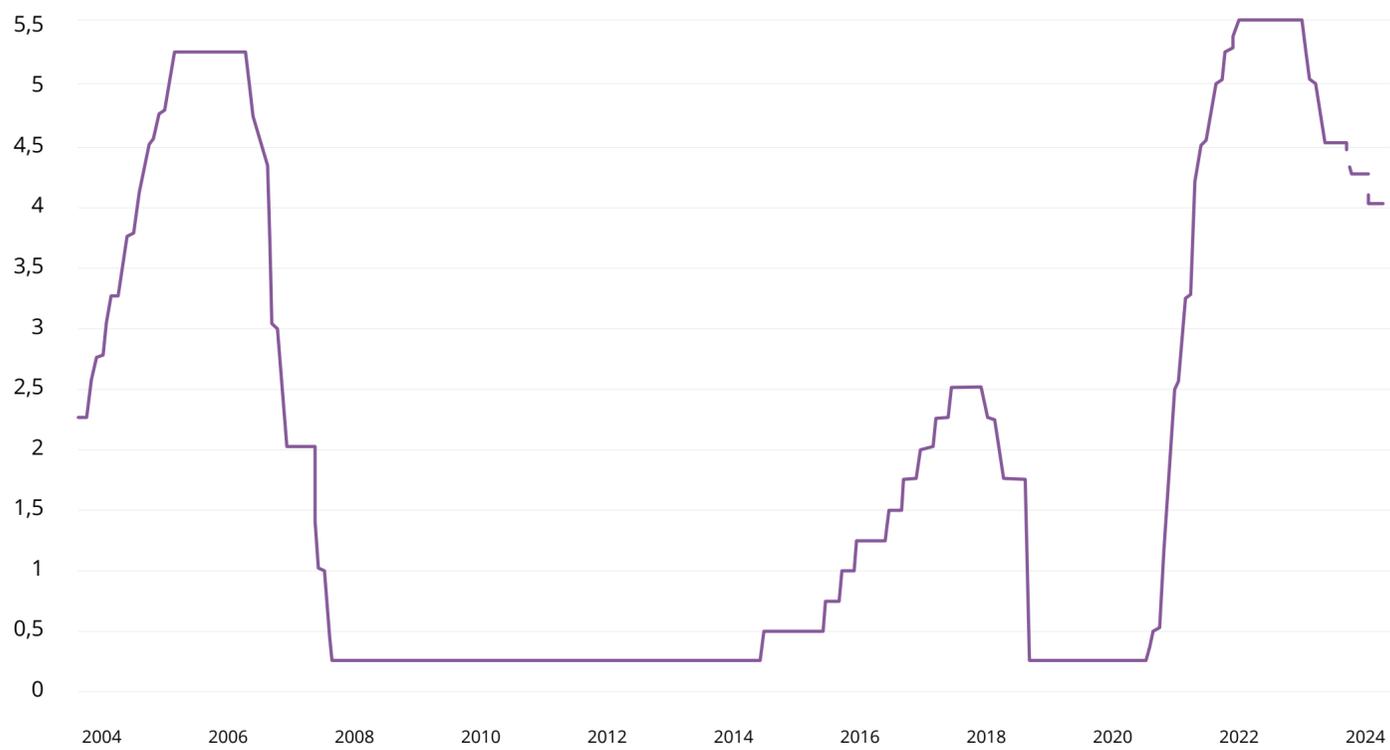
Les responsables monétaires européens ont ramené leur attention sur la croissance au détriment de l'inflation, la reprise économique attendue n'ayant pu s'installer durablement. La perspective de droits de douane sur les exportations vers les États-Unis inquiète, dès lors qu'ils pourraient augmenter considérablement le risque de récession dans la zone euro. Dans ce contexte, les marchés prévoient un taux terminal beaucoup plus bas pour la BCE que pour la Fed, et cela nous semble tout à fait justifié.

Taux de dépôt de la BCE et prévisions (%)



Source : Bloomberg, BIL, au 12 décembre 2024

Taux cible des fonds fédéraux - limite supérieure et prévisions (%)



Source : Bloomberg, BIL, au 12 décembre 2024

LES OBLIGATIONS SOUVERAINES COMME ANCRAGE DES PORTEFEUILLES

Si les obligations souveraines ont toute leur place dans un portefeuille diversifié, le positionnement sur la courbe doit être envisagé de manière flexible, notamment entre les régions, car les politiques des banques centrales et les perspectives de croissance divergent.

Si les **obligations souveraines** ont toute leur place dans un portefeuille diversifié, le positionnement sur la courbe doit être envisagé de manière flexible, notamment entre les régions, car les politiques des banques centrales et les perspectives de croissance divergent. Pour l'heure, il est conseillé aux investisseurs de renforcer la duration dans le segment des emprunts d'État européens, dès lors que l'agenda politique incertain de Donald Trump, le flou entourant l'inflation et les craintes budgétaires risquent d'exercer des pressions à la hausse sur la partie longue de la courbe des taux américaine. Pour ceux qui recherchent une exposition aux marchés américains, les bons du Trésor d'échéance courte semblent la meilleure option pour bénéficier d'un portage intéressant et de plus-values potentielles dans le cadre d'un cycle d'assouplissement modéré de la part de la Fed (lorsque les rendements baissent, les prix augmentent).

DES FLUX DE REVENUS GRÂCE AUX OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

En 2024, les spreads des obligations d'entreprises se sont sensiblement resserrés, profitant d'un environnement idéal alimenté par une croissance modérée, un recul de l'inflation et les premières mesures d'assouplissement monétaire. Si ces niveaux peuvent sembler élevés, ils sont justifiés par l'amélioration des fondamentaux dans un contexte macroéconomique favorable : à moins d'un choc de croissance, les États-Unis sont en passe de maintenir une trajectoire de croissance robuste, tandis que la zone euro semble encore en mesure d'échapper à une contraction. Les taux de défaut sont restés faibles, et la proportion d'obligations en difficulté (qui est historiquement un indicateur fiable des défauts à venir) a progressivement diminué.

Des facteurs techniques favorables et une quête de rendement toujours prégnante devraient permettre au crédit de continuer à faire bonne figure.

En 2025, des facteurs techniques favorables et une quête de rendement toujours prégnante devraient permettre au crédit de continuer à faire bonne figure. La classe d'actifs profitera également des baisses de taux qui s'inscrivent non plus comme des mesures d'urgence destinées à contrer une récession imminente mais comme de véritables outils de normalisation des politiques.

À noter toutefois que les rendements excédentaires seront sans doute moins prononcés qu'en 2024, étant donné les niveaux de spreads déjà serrés, en particulier pour les obligations en dollars. Par conséquent, le **crédit en euros** pourrait constituer une option plus intéressante, malgré un environnement macroéconomique plus fragile. Quoi qu'il en soit, nous ne pensons pas que les fondamentaux se détérioreront suffisamment pour entraîner un élargissement significatif des spreads au premier semestre de l'année. En outre, **les spreads par unité de duration au sein du crédit en euros offrent un coussin de sécurité plus important face à tout élargissement potentiel pour les obligations investment grade et à haut rendement.**

Les investisseurs qui cherchent à accroître leurs revenus peuvent également envisager une exposition à certaines obligations à haut rendement.

Le crédit peut encore offrir des rendements excédentaires dans un environnement où les défauts ne devraient pas constituer un frein majeur et où le portage reste élevé.

Le déséquilibre qui caractérise les marchés pétroliers devrait se confirmer l'année prochaine, avec une offre toujours supérieure à la demande.

Les investisseurs qui cherchent à accroître leurs revenus peuvent également envisager une exposition à certaines obligations à haut rendement, dont les valorisations ne sont pas aussi extrêmes que celles ayant cours dans l'investment grade. La compression des spreads devrait constituer un moteur moins important en 2025, et le **portage plus élevé offert par la dette moins bien notée sera déterminant pour les rendements**. Dans le secteur des prêts, nous privilégions l'exposition en dollars. Les valorisations disponibles pour les **prêts américains** sont beaucoup moins tendues que dans d'autres segments, d'où un potentiel de rendements excédentaires supérieur. En tant qu'instruments à taux flottant, les prêts devraient également faire preuve d'une certaine résilience dans un scénario de taux durablement plus élevés et profiter d'un meilleur portage dès le début de l'année.

Globalement, le **crédit** peut encore offrir des **rendements excédentaires** dans un environnement où les défauts ne devraient pas constituer un **frein majeur** et où le **portage reste élevé**. Cela étant dit, dès lors que les valorisations sont **élevées**, il sera important de **détecter rapidement les problèmes** qui se profilent et de rester **suffisamment agile pour exploiter les opportunités croisées entre régions ou classes d'actifs**.

PÉTROLE

Le déséquilibre qui caractérise les marchés pétroliers devrait se confirmer l'année prochaine, avec une offre toujours supérieure à la demande. Cette situation est largement influencée par la croissance atone de la Chine, le plus grand importateur de pétrole au monde, et par les possibles répercussions négatives liées à l'introduction de nouveaux droits de douane. Parallèlement, la production des pays non membres de l'OPEP est en hausse, une tendance appelée à se renforcer compte tenu des politiques envisagées par un Donald Trump largement en faveur d'une augmentation de l'activité de forage.

Les facteurs géopolitiques joueront toutefois un rôle crucial dans l'évolution des conditions de marché, et toute escalade des conflits au Moyen-Orient pourrait altérer la trajectoire des prix en influant sur la dynamique de l'offre.

À moyen et long terme, nous restons optimistes à l'égard du métal jaune.

OR

L'or constitue une couche de protection supplémentaire pour les portefeuilles en cela qu'il peut agir comme un stabilisateur lorsque les actifs à risque se retrouvent pris dans la tourmente, ce qui ne manquera pas d'arriver selon nous.

La consolidation, qui a débuté après l'élection de Donald Trump, peut constituer une excellente opportunité d'achat pour les investisseurs. À moyen et long terme, nous restons optimistes à l'égard du métal jaune et la barre des 3.000 USD ne nous semble pas être un lointain mirage, la faiblesse des taux d'intérêt et les achats des banques centrales représentant un solide facteur de soutien.

L'or gagne près de 30 % en 2024 et enregistre plusieurs records historiques



ACTIFS NON COTÉS

Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique, de baisse des taux d'intérêt et de volatilité boursière accrue, les marchés non cotés méritent toute notre attention à l'aube de 2025.

Dans le domaine du **capital-investissement**, les transactions sont reparties à la hausse au second semestre 2024, après une accalmie de deux ans. Nous pensons que les baisses des taux directeurs et l'augmentation de la liquidité renforceront l'attrait de nombreux projets, dopperont les flux de transaction et favoriseront à terme les opérations de middle-market et les stratégies de sortie, ce qui pourrait faire de 2025 un bon millésime.

Le sous-thème des **infrastructures** semble particulièrement prometteur à l'heure où les taux d'intérêt reculent. Le secteur est soutenu par des forces structurelles telles que la numérisation, la décarbonation et la défense. En Europe, Mario Draghi a demandé à ce que 800 milliards EUR supplémentaires soient consacrés chaque année à ces trois activités et, dans la mesure où les finances publiques sont déjà exsangues, les capitaux privés joueront un rôle important dans le mix de financement. Autant d'éventuelles opportunités pour les investisseurs de faire travailler leur argent dans le futur.

La **dette non cotée** offre des avantages en termes de diversification (la classe d'actifs entretient généralement une faible corrélation avec les marchés actions), et des rendements potentiellement supérieurs à ceux des actifs obligataires traditionnels. Les investisseurs en dette non cotée ont accès à un large éventail d'emprunteurs et d'opportunités d'investissement dans différents secteurs, y compris l'investissement d'impact. Il est toutefois important de noter que les investissements dans le non coté impliquent généralement une liquidité moindre et une plus grande opacité, ce qui impose l'exercice d'une diligence raisonnable avant toute décision d'engager des capitaux.

Le sous-thème des infrastructures semble particulièrement prometteur à l'heure où les taux d'intérêt reculent.

La dette non cotée offre des avantages en termes de diversification et des rendements potentiellement supérieurs à ceux des actifs obligataires traditionnels.



CONCLUSION

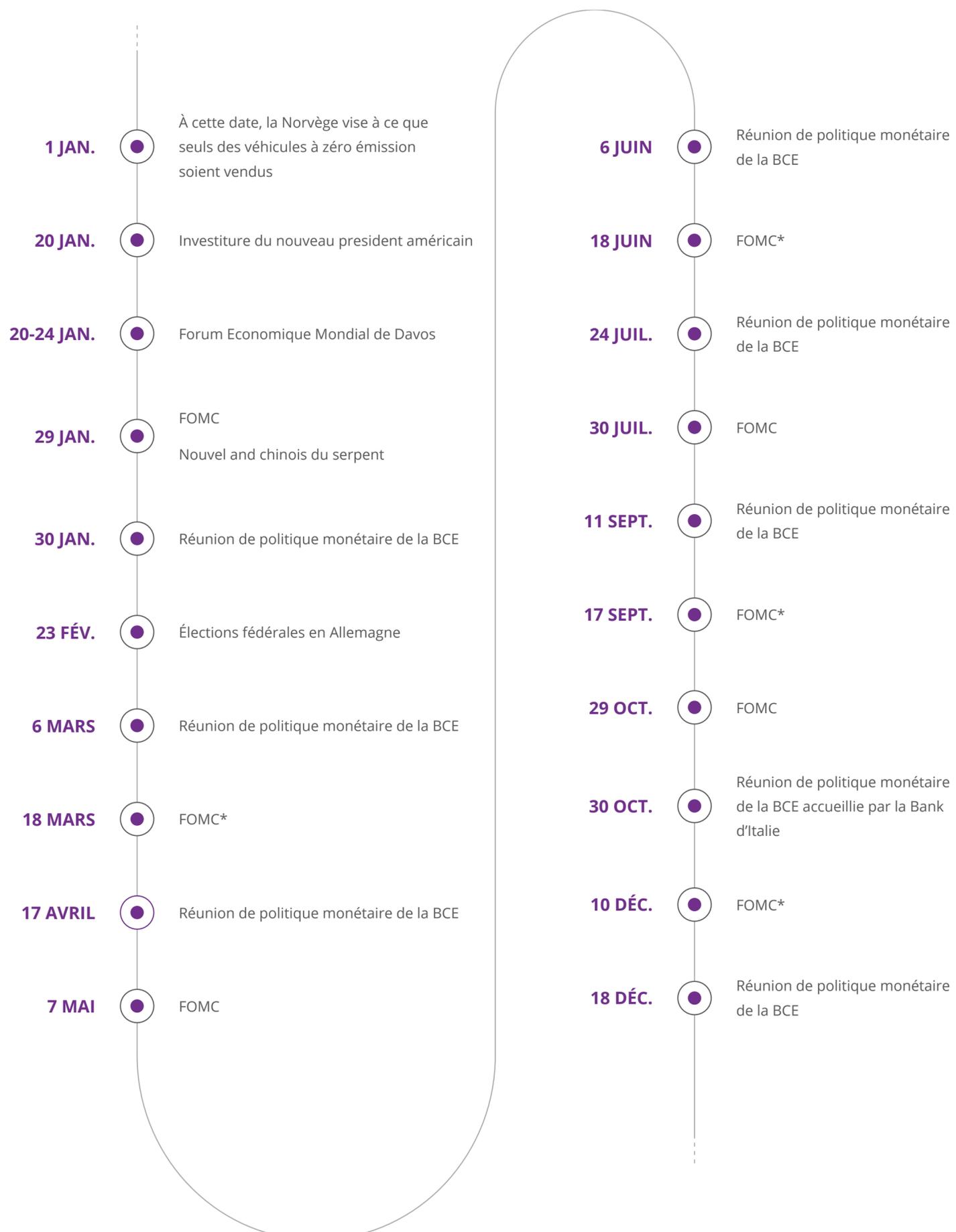
Fondée en 1856, la Banque Internationale à Luxembourg est la plus ancienne banque privée du Grand-Duché. Nous sommes aux côtés de nos clients depuis des générations, et nous savons que les grandes choses se construisent au fil du temps. En matière d'investissement, nous pensons également à long terme et notre objectif est d'aider nos clients à récolter les fruits d'un investissement dans la durée (BIL, **B**eing **I**nvested **L**ong-term) afin d'exploiter toute la force de l'effet de capitalisation.

À l'aube de 2025, dans un contexte de plus en plus complexe et en présence de valorisations tendues, il peut être tentant pour les investisseurs de barboter à la surface ou d'essayer d'anticiper une sortie avant l'arrivée d'une correction. Cela étant, tenter de prédire les fluctuations du marché tient de la spéculation et peut lourdement peser sur les rendements à long terme : le simple fait de rater quelques-uns des meilleurs jours de bourse peut sensiblement influencer le résultat d'investissement. C'est pourquoi nous souhaitons aider nos clients à rester investis tout en procédant aux changements tactiques nécessaires pour gérer les aléas du marché : le retour de la volatilité structurelle pourrait en fait être l'occasion pour les gestionnaires d'actifs professionnels de prouver leurs compétences.

Dans cet esprit, nous plaidons en faveur d'une gestion active à l'aube de cette nouvelle année. Si les États-Unis restent notre segment de prédilection sur le marché actions, nous tournons également notre regard vers des secteurs moins prisés ainsi que vers les petites capitalisations. Nous ajoutons à notre arsenal des obligations souveraines et de l'or, tout en recherchant des flux de revenus dans les segments investment grade et à haut rendement du marché du crédit. Nos clients peuvent compter sur nous pour analyser l'environnement de manière proactive, et anticiper tout changement de vitesse ou de direction si le vent venait à tourner.

APPENDIX

2025 - DATES IMPORTANTES



CONTRIBUTEURS



Lionel De Broux

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER



Jade Bajai

MACRO STRATEGIST / INVESTMENT
COMMUNICATION MANAGER



Lieven De Witte

HEAD OF RESEARCH



Koen De Vos

SENIOR EQUITY STRATEGIST



Tom Kremer

SENIOR PORTFOLIO MANAGER

NOTICE LÉGALE

Toutes les données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document (le « Document ») ; (les « Données » ou les « Données financières et/ou informations économiques ») sont fournies uniquement à titre d'information et ne font l'objet d'aucune garantie, y compris, mais sans s'y limiter, les garanties de valeur marchande, l'adéquation à un usage particulier ou les garanties et clauses de non-violation de brevets, de propriété intellectuelle ou de droits de propriété d'un tiers, et elles ne sont pas fournies à des fins de négociation. Banque Internationale à Luxembourg SA (la « Banque ») ne donne aucune garantie implicite ou explicite quant à la séquence, l'exactitude, l'adéquation, la légalité, l'exhaustivité, la fiabilité, l'utilité ou l'actualité des Données. Toutes les Données financières et/ou informations économiques fournies peuvent être différées ou contenir des erreurs ou des omissions. La présente notice légale s'applique à la fois aux utilisations individuelles et collectives des Données. Toutes les Données sont fournies en l'état. Aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue une sollicitation, une offre, une opinion ou une recommandation, une garantie de résultat ni une sollicitation par la Banque à l'égard de la vente ou de l'achat des titres, produits et services qui y sont mentionnés ou encore une invitation à procéder à une quelconque forme d'investissement. Par ailleurs, aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue un conseil ou un service juridique, fiscal, comptable, financier ou d'investissement concernant la rentabilité ou la pertinence d'un quelconque titre ou investissement. Ce Document n'a nullement pour objectif de prendre en considération les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur donné. Il revient à l'investisseur de juger de la pertinence des Données contenues dans ce Document en fonction de sa situation financière ainsi que de ses besoins et objectifs personnels et de se faire conseiller par un professionnel indépendant avant de prendre une quelconque décision d'investissement sur la base desdites Données. Aucune décision d'investissement ne doit être prise uniquement sur la base de la lecture de ce document. Afin de lire et comprendre les Données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document, vous devez posséder des connaissances et une expérience des marchés financiers. Dans le cas contraire, veuillez contacter votre responsable de relation. Ce

Document est préparé par la Banque sur la base de données accessibles au public et d'informations provenant de sources qu'elle estime fiables et précises, obtenues auprès de bourses de valeurs et de tiers. La Banque, en ce compris ses entités mères, filiales ou entités affiliées et ses agents, administrateurs, employés, représentants ou fournisseurs, ne pourra en aucun cas être tenue pour responsable, de manière directe ou indirecte d'une quelconque : inexactitude, erreur ou omission dans les Données financières et/ou informations économiques, y compris, sans s'y limiter, les données financières quel qu'en soit le motif ou pour toute prise de décision d'investissement, mesure prise ou non, qu'elle qu'en soit la nature, en s'appuyant sur les Données figurant dans les présentes, ni d'une quelconque perte ou d'un quelconque dommage (direct ou indirect, particulier ou consécutif) découlant de l'utilisation de ce Document ou de son contenu. Ce Document n'est valide qu'au moment de sa rédaction, sauf indication contraire. Toutes les Données financières et/ou informations économiques contenues dans les présentes peuvent également devenir rapidement obsolètes. Toutes les Données sont sujettes à modification sans notification préalable et peuvent ne pas être intégrées à une version ultérieure de ce Document. La Banque n'est pas tenue de mettre à jour ce Document en fonction de la disponibilité de nouvelles données, de la survenue de nouveaux événements et/ou d'autres évolutions. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, l'investisseur doit lire attentivement les modalités décrites dans la documentation afférente aux produits ou services spécifiques. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les produits ou services décrits dans ce Document peuvent ne pas être disponibles dans tous les pays et être réservés à certaines personnes ou soumis à des restrictions dans certains pays. Aucune partie de ce Document ne peut être reproduite, distribuée, modifiée, associée à ou utilisée dans le cadre d'un quelconque objectif public ou commercial sans l'accord écrit préalable de la Banque. Les Données financières et/ou informations économiques contenues dans le présent Document ne sont en aucun cas destinées à être distribuées à ou utilisées par une quelconque personne ou entité d'une juridiction ou d'un pays dans lequel/laquelle une telle distribution ou utilisation serait contraire à la loi et/ou à la réglementation. Si vous avez obtenu ce Document d'une source autre que le site Internet de la Banque, veuillez noter que les documents électroniques peuvent être modifiés après leur distribution initiale.

**BANQUE
INTERNATIONALE
À LUXEMBOURG SA**

69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg
RCS Luxembourg B-6307

T. (+352) 4590-1
F. (+352) 4590-2010

contact@bil.com
www.bil.com