



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Le thème de la semaine : 3 risques majeurs pour 2025**

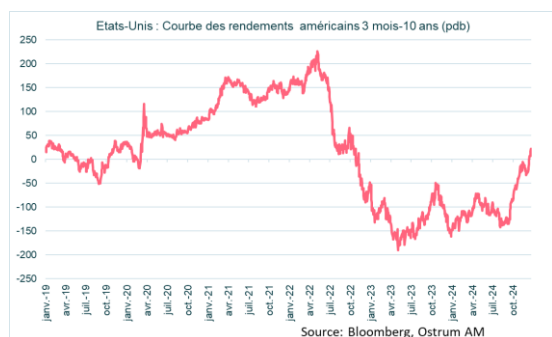
par Axel Botte, Zouhoure Bousbih & Aline Goupil-Raguénès

- En 2024, le marché boursier américain vient d'enregistrer sa quatrième année de rendement supérieur à 20 % au cours des six dernières années. Une poignée d'actions, surnommées les "7 Magnifiques", représente désormais environ un tiers de la capitalisation boursière du S&P 500.
- Cette situation d'extrême concentration rappelle la bulle des technologies de l'information et des télécommunications (TMT), qui a éclaté en 2000, entraînant d'importantes pertes pour les prêteurs, une crise de crédit et plongeant l'économie dans une récession.
- L'objectif de Donald Trump d'affaiblir le dollar pour réduire le déficit commercial américain tout en maintenant le privilège du billet vert semble très compliqué à atteindre. Cependant, la question importante pour 2025 portera sur le choix de la Chine.
- En France, le risque pour 2025 est une aggravation de la crise politique amenant le Président Emmanuel Macron à démissionner. Cela créerait une véritable onde de choc sur les marchés financiers avec un risque élevé de récession et une intervention de la BCE pour assurer la transmission de la politique monétaire.

● **La revue des marchés : La revue des marchés reprendra la semaine prochaine**
par Axel Botte

- La revue des marchés reprendra la semaine prochaine
-
-
-

● **Le graphique de la semaine**



L'un des indicateurs financiers les plus suivis est la courbe des taux américains. L'écart préfigure en général les variations du cycle économique et les risques d'inflation.

Si les marchés financiers regardent davantage le 2-10 ans, les économistes ont longtemps privilégié le spread 3 mois – 10 ans plus représentatif de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Ce spread est redevenu positif pour la première fois depuis 2022. Une pentification rapide est en général associée à une récession.

● **Le chiffre de la semaine**

827

827 milliards de dollars : cela représente la contraction du bilan de la Réserve fédérale en 2024. Les actifs de la Réserve fédérale ont diminué pour atteindre 6,89 billions de dollars à la fin de l'année dernière.

Source : Réserve fédérale

- **Le thème de la semaine**

3 risques majeurs pour 2025

Notre scénario principal prévoit une croissance mondiale modérée, une poursuite de la désinflation et un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire. Cependant, des risques pèsent sur ce scénario central, susceptibles d'affecter les perspectives de croissance et de modifier significativement les perspectives pour les marchés financiers. Nous avons identifié trois risques majeurs pour 2025. Dans cet article, nous analysons les conséquences d'un potentiel « Minsky Moment » sur les marchés boursiers américains, d'une baisse significative du dollar américain, ainsi que de la démission du président français Emmanuel Macron.

S&P 500 : Un « Minsky moment » en 2025 ?

Les valorisations élevées ne préfigurent pas nécessairement un retournement du marché, mais le risque à la baisse est plus important avec des multiples élevés.

Il est clair que l'orientation de l'indice S&P 500, référence clé de Wall Street et baromètre mondial de la prise de risque, dépendra des politiques de Donald Trump. Prévoir les rendements boursiers n'est jamais facile. Les analystes anticipent le plus souvent des performances annuelles dans une fourchette de 0 à 10 %, avec une concentration des prévisions entre 5 et 10 %. Cependant, la distribution observée des rendements annuels depuis 2000 est beaucoup plus uniforme que la distribution en cloche prévue par les analystes. Les variations extrêmes du marché boursier sont bien plus prononcées que ce que l'on imagine habituellement. Le S&P 500 a enregistré des performances supérieures à 25 % à cinq reprises au cours des 25 dernières années, tandis qu'il a perdu 15 % ou plus à trois occasions. Les prévisions de Wall Street se sont aussi révélées trop pessimistes dans quatre des cinq dernières années. En résumé, les analystes peuvent prédire la direction du marché, mais l'ampleur des variations de prix est souvent sous-estimée.

À première vue, les perspectives de bénéfices pour le S&P 500 en 2025 sont prometteuses. Les analystes adoptant une approche top-down projettent une croissance des bénéfices par action (BpA) d'environ 12,3 % en moyenne. L'analyste le plus pessimiste anticipe un niveau de profits étales pour l'année prochaine (+0,5 %), tandis que le pronostic le plus optimiste indique une croissance des BpA de 19,4 %. Ces prévisions permettent d'établir un objectif de prix consensuel de 6 508 pour le S&P 500 d'ici la fin de l'année 2025, bien que l'intervalle des prévisions de prix soit beaucoup plus large que celui des BpA, oscillant de -25 % à 19 %. Cette disparité découle de l'hypothèse de multiple de valorisation.

Pour 2025, le point de départ des valorisations est l'objet de débats. Le ratio cours/bénéfice du S&P 500 a considérablement augmenté en 2024, atteignant 24,8 fois les bénéfices enregistrés sur les douze derniers mois. Le niveau de valorisation est donc très élevé, et rend plus difficile toute progression supplémentaire du marché. De surcroît, cette survalorisation est concentrée sur une poignée de méga-capitalisations qui représentent désormais environ un tiers de la capitalisation boursière totale. Par exemple, Tesla se négocie à des multiples exorbitants de 150 fois. Cela rappelle la bulle des technologies de l'information et des télécommunications (TMT) de la fin des années 1990, que l'ancien président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, avait qualifiée d'« exubérance irrationnelle »... quatre ans avant que la bulle n'éclate. Les valorisations ne constituent pas nécessairement un indicateur fiable de faiblesse à court terme. Des ratios cours/bénéfice élevés s'accompagnent souvent d'un sentiment haussier qui se retrouve dans les enquêtes menées auprès des investisseurs particuliers, ainsi que dans la position actuelle des investisseurs institutionnels. En d'autres termes, les investisseurs sont disposés à payer un prix élevé pour les actions, en projetant la poursuite du marché haussier.

Il est essentiel de garder à l'esprit que ces multiples élevés peuvent potentiellement amplifier le retournement de marché si un choc défavorable perturbe le cycle économique. De plus, la causalité macroéconomique pourrait fonctionner dans le sens inverse. Un moment « Minsky », soit une chute

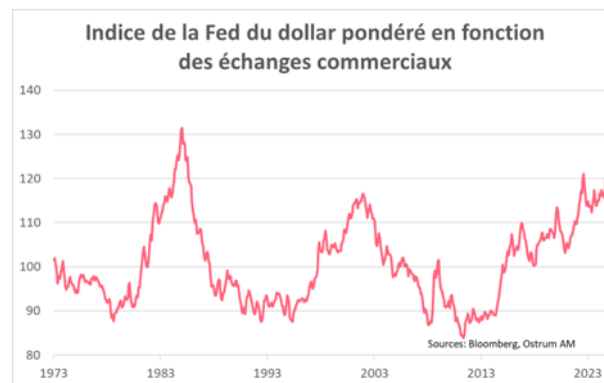
soudaine des marchés boursiers, est toujours envisageable. Étant donné la taille du marché boursier américain, les investisseurs subiraient des pertes conséquentes, compromettant leur santé financière. Un cycle de désendettement s'ensuivrait, accompagné de ventes forcées d'actifs à prix réduits, créant ainsi les conditions d'une panique de marché auto-réalisatrice.

Le krach boursier des années 2000 est intervenu alors que l'économie américaine était robuste et l'avait précipitée dans une récession, certes de courte durée, mais aux conséquences économiques profondes et durables. La récession « bilancielle » (liée aux pertes financières) a contraint la capacité des institutions financières à accorder des crédits. La crise du crédit qui s'est ensuivie avait engendré son lot de restructurations des entreprises, une vague de défauts de paiement avec des taux de recouvrement très faibles (les ventes forcées dépréciant rapidement la valeur des actifs) et une montée du chômage, malgré la stabilisation rapide de l'activité économique.

Le dollar et la Chine

Donald Trump a été élu 47^{ème} Président des Etats-Unis d'Amérique. Son second mandat devrait être plus radical que le premier. Les Républicains ont gagné les deux Chambres, ce qui lui confère la latitude nécessaire pour mettre en œuvre son programme. Si ses tarifs douaniers ont fait couler beaucoup d'encre depuis sa réélection, l'affaiblissement du dollar est également un élément important de son agenda économique, et pourrait être la seconde étape de sa politique industrielle. Le Président a souvent indiqué durant sa campagne que la force du dollar pénalisait la compétitivité des entreprises américaines plaidant par conséquent pour un affaiblissement du billet vert. Cependant, les politiques qu'il souhaite mettre en œuvre devraient produire l'effet inverse en renforçant le dollar. Sa politique de tarifs douaniers crée de l'incertitude et paradoxalement renforce l'attrait du dollar comme valeur refuge. Les baisses d'impôts pour les entreprises américaines qu'il souhaite mettre en œuvre ont également pour effet d'attirer les capitaux étrangers vers les Etats-Unis en renforçant la valeur du billet vert.

Depuis sa réélection au mois de novembre, l'indice ICE dollar a progressé de 4,5 %, dans la perspective de la mise en place de son programme électoral. L'indice dollar de la Fed pondéré en fonction des échanges commerciaux a augmenté de 41% depuis son plus bas d'août 2011.



facteurs expliquent le renforcement du billet vert depuis cette date comme la crise de la dette souveraine européenne et le ralentissement structurel de l'économie chinoise. Cependant, cela paraît paradoxal pour la devise d'un pays ayant un important déficit commercial de 865 milliards de dollars (donnée à fin octobre). C'est le privilège du dollar comme monnaie de réserve internationale qui attire les

flux de capitaux à travers le globe entraînant son appréciation. Le dollar représente 57 % des réserves de change mondiales, contre 20 % pour la monnaie unique, 5,8 % pour le yen et 2,17 % pour le yuan.

Donald Trump ne souhaite pas remettre en cause le privilège du billet vert, car sa perte serait synonyme de la fin du pouvoir hégémonique des Etats-Unis. Robert Lighthizer, l'investigateur des tarifs douaniers lors du premier mandat de Donald Trump, souhaite, à l'image de Reagan en 1985, imposer ou menacer de tarifs douaniers les partenaires commerciaux des Etats-Unis s'ils ne prenaient pas des initiatives pour apprécier leurs devises contre le dollar. Les accords de Plaza de 1985 étaient un ultimatum de Washington lancé au Japon. Les Etats-Unis avaient négocié avec la France, le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne, d'intervenir sur le marché des changes pour affaiblir le billet vert ce qui avait fonctionné sauf pour le Japon. L'appréciation du yen contre dollar avait pénalisé la compétitivité des exportations nippones plongeant l'économie japonaise dans la déflation dont elle a eu beaucoup de mal à en sortir. (C'est sous cet angle qu'il faut comprendre la réticence actuelle de la BoJ à relever fortement ses taux d'intérêt afin de ne pas apprécier le yen). La Chine n'acceptera jamais un nouvel accord de Plaza car la Chine n'est pas le Japon. Les autorités chinoises n'accepteront jamais une forte appréciation du yuan dans le but de réduire le déficit commercial américain.

L'objectif de Donald Trump d'affaiblir le dollar pour réduire le déficit commercial américain tout en maintenant le privilège du dollar semble très compliqué à atteindre. Cependant, la question importante pour 2025 portera sur le choix de la Chine. Est-ce que les autorités chinoises essayeront de gagner du temps en laissant Donald Trump dans ses contradictions ? Ou bien décideront-ils de créer une sorte de nouveau Bretton Woods avec les BRICS, tout comme Bretton Woods avait le dollar au cœur de son système, le yuan se substituerait au billet vert dans la zone BRICS. Une telle initiative marquerait de manière irréversible la fin de l'hégémonie du dollar. Donald Trump l'a bien compris à l'image de son avertissement lancé via son réseau social Truth Social à destination des BRICS, s'ils envisageaient une monnaie alternative au dollar. La Chine n'a pas encore pris cette décision, mais qui sait...

Onde de choc en France en cas de démission d'Emmanuel Macron

L'année 2024 a été marquée par l'éclatement d'une crise politique en France donnant lieu à la nomination de quatre Premiers ministres en l'espace d'un an. En 2025, le risque est une intensification significative de celle-ci avec une situation politique devenant ingérable, conduisant à la démission du Président, Emmanuel Macron. Cela serait de nature à créer une véritable onde de choc sur les marchés financiers et de déclencher une crise économique.

Après 4 Premiers ministres en un an, le nouveau gouvernement reste soumis au risque d'une nouvelle motion de censure.

La probabilité d'une nouvelle dissolution de l'Assemblée nationale en juillet est élevée.

L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale et les résultats des élections législatives anticipées ont donné lieu à la formation d'un Parlement très divisé : trois grands blocs dont aucun ne dispose de la majorité. Lors des discussions sur le budget 2025, aucun bloc n'a dévié de ses lignes rouges ce qui s'est traduit par la chute du gouvernement de Michel Barnier. Ce dernier visait une réduction du déficit à 5 % du PIB cette année, après un fort dérapage fiscal en 2024 : 6,1 % du PIB, le plus important des pays de la zone euro. Alors que les discussions sur le budget 2025 reprennent cette semaine, il sera tout aussi difficile pour le gouvernement de François Bayrou de parvenir à réaliser des compromis pour voter le budget. Ce dernier vise un déficit entre 5 et 5,5 % du PIB, basé sur 50 Mds d'euros d'économies, contre 60 Mds pour le précédent gouvernement. Ce nouveau gouvernement reste en effet soumis au risque d'une motion de censure comme l'a été celui de Michel Barnier. Dans ce contexte, la probabilité d'une nouvelle dissolution de l'Assemblée nationale,

en juillet 2025, est fort probable. Les élections législatives anticipées qui s'en suivront risquent de conduire à nouveau à un Parlement très morcelé et, en conséquence, à une paralysie politique prolongée.

**La démission du
Président génèrerait
de fortes tensions
sur le spread
français et un risque
élevé de récession**

Le 5 décembre dernier, en raison des appels à sa démission devenus plus nombreux, le Président de la République a déclaré qu'il poursuivrait l'exercice de son mandat jusqu'à son terme. Mais, si la situation politique devenait ingérable, Emmanuel Macron pourrait prendre la décision de démissionner. Cela augmenterait significativement l'incertitude, qui est devenue plus importante depuis l'annonce de la dissolution. Le risque politique s'est en effet traduit par un net écartement du spread français vis-à-vis de l'Allemagne (écart entre le taux 10 ans français et allemand), ce dernier passant de 48 points de base (pb) avant l'annonce, le 9 juin, à 82 pb, le 27 juin, et s'établir à 83 pb ce lundi. En cas de démission du Président, les craintes de l'arrivée au pouvoir d'un parti de nature à mener une politique économique aggravant le déséquilibre des finances publiques augmenteraient significativement les tensions sur le spread français et l'emmèneraient probablement bien au-delà des 100 pb. Cette hausse de l'incertitude et des taux d'intérêt affecterait davantage la confiance des ménages et des chefs d'entreprises ce qui pèserait sur la consommation et l'investissement avec un risque élevé de récession.

**La BCE interviendrait
pour assurer la
transmission de la
politique monétaire
à l'ensemble des
pays de la zone
euro.**

Afin d'assurer la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro en cas de « dynamique de marché injustifiée et désordonnée », la BCE devrait utiliser son Instrument de Protection de la Transmission (IPT). Jamais utilisé et d'un montant illimité, il permettra à la Banque centrale d'acheter des obligations de la France sur le marché secondaire, afin de réduire les tensions sur le spread français, à la condition que celle-ci respecte quatre critères dont notamment ses engagements budgétaires vis-à-vis de la commission européenne.

Axel Botte, Zouhoure Bousbih & Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

La revue des marchés reprendra la semaine prochaine

● **Marchés financiers**

| Emprunts d'Etats | 6-janv.-25 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2025 (pb) |
|---------------------------------|------------|------------|---------|-----------|
| EUR Bunds 2a | 2.19% | +11 | +19 | +11 |
| EUR Bunds 10a | 2.44% | +7 | +33 | +7 |
| EUR Bunds 2s10s | 24.9 bp | -3 | +15 | -3 |
| USD Treasuries 2a | 4.25% | +1 | +15 | +1 |
| USD Treasuries 10a | 4.58% | +5 | +44 | +2 |
| USD Treasuries 2s10s | 33.4 bp | +4 | +29 | +1 |
| GBP Gilt 10a | 4.6% | -1 | +32 | +3 |
| JPY JGB 10a | 1.14% | +4 | -36 | -8 |
| EUR Spreads Souverains (10a) | 6-janv.-25 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2025 (pb) |
| France | 83 bp | 0 | 0 | 0 |
| Italie | 113 bp | -2 | -2 | -2 |
| Espagne | 66 bp | -3 | -3 | -3 |
| Inflation Points-morts (10a) | 6-janv.-25 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2025 (pb) |
| EUR 10a Inflation Swap | 2.01% | +8 | +10 | +8 |
| USD 10a Inflation Swap | 2.46% | +1 | +4 | 0 |
| GBP 10y Inflation Swap | 3.56% | +6 | +12 | +4 |
| EUR Indices Crédit | 6-janv.-25 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2025 (pb) |
| EUR Credit IG OAS | 102 bp | +1 | -4 | +0 |
| EUR Agences OAS | 63 bp | +2 | -3 | +1 |
| EUR Obligations sécurisées OAS | 57 bp | +0 | -1 | +0 |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 312 bp | -5 | -22 | -6 |
| EUR/USD Indices CDS 5a | 6-janv.-25 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2025 (pb) |
| iTraxx IG | 55 bp | -3 | +2 | -2 |
| iTraxx Crossover | 298 bp | -16 | +9 | -15 |
| CDX IG | 48 bp | -2 | +1 | -2 |
| CDX High Yield | 301 bp | -11 | +13 | -11 |
| Marchés émergents | 6-janv.-25 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2025 (pb) |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 320 bp | -9 | -12 | -5 |
| Devises | 6-janv.-25 | -1sem (%) | -1m(%) | 2025 (%) |
| EUR/USD | \$1.041 | 0.106 | -1.542 | 0.5 |
| GBP/USD | \$1.254 | -0.080 | -1.640 | 0.1 |
| USD/JPY | JPY 157 | 0.064 | -4.489 | 0.2 |
| Matières Premières | 6-janv.-25 | -1sem (\$) | -1m(\$) | 2025 (%) |
| Brent | \$76.9 | \$3.1 | \$6.1 | 3.1 |
| Or | \$2 644.4 | \$39.2 | \$11.0 | 0.8 |
| Indices Actions | 6-janv.-25 | -1sem (%) | -1m(%) | 2025 (%) |
| S&P 500 | 5 942 | -1.58 | -2.43 | 1.0 |
| EuroStoxx 50 | 4 971 | 1.47 | -0.14 | 1.5 |
| CAC 40 | 7 437 | 1.11 | 0.14 | 0.8 |
| Nikkei 225 | 39 307 | 0.69 | 0.55 | -1.5 |
| Shanghai Composite | 3 207 | -5.68 | -5.79 | -4.3 |
| VIX - Volatilité implicite | 16.50 | 3.45 | 29.21 | -4.9 |

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...06/01/2025

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com