

PERSPECTIVES 2025

Ceci n'est pas un atterrissage

Sommaire

1. Introduction	3
2. Trois scénarios	6
3. Perspectives pour les marchés financiers	13
4. Signaux 2025	22
5. Investissement durable : une vision de long terme	24
6. Bras grand ouverts à l'investissement dans la transition	28

Les perspectives d'investissement pour 2025 ont été rédigées par Peter van der Welle (stratégiste multi-actifs), Rachel Whittaker (responsable de la recherche en investissement durable), Colin Graham (responsable des stratégies multi-actifs durables) et Alik Rouffiac (gérante de portefeuille pour les solutions multi-actifs).

Destiné aux investisseurs professionnels. Distribution interdite.
Novembre 2024

1. Introduction

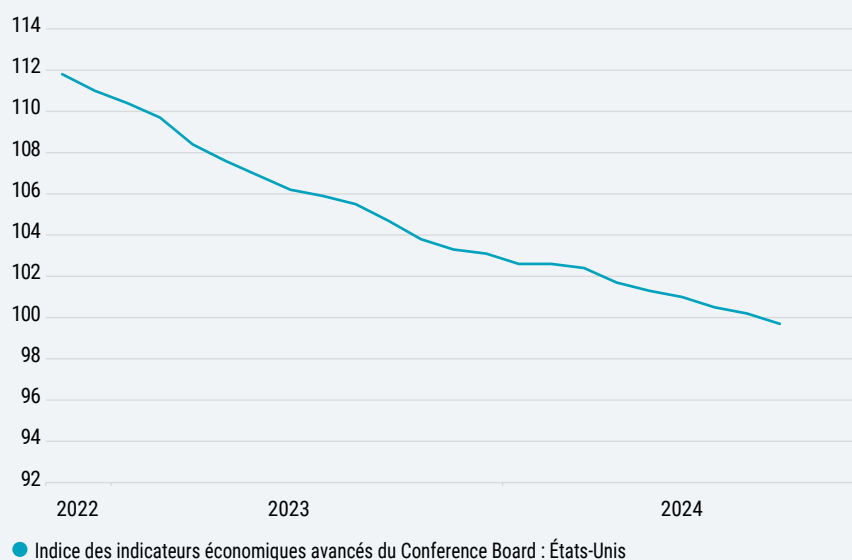
→ L'œuvre emblématique du peintre surréaliste René Magritte en 1929, « La trahison des images », représente une pipe en bois portant l'inscription « ceci n'est pas une pipe ». Cette œuvre d'art met en lumière la distinction très nette entre un objet et sa représentation. Sa peinture n'est que l'image d'une pipe, et non l'objet lui-même.



Dans le même ordre d'idées, le cycle actuel qui a suivi la pandémie est parsemé d'« images traîtresses ». Tous les signes d'un atterrissage cyclique sont présents : une courbe des taux inversée (et sa repentification ultérieure en 2024), le déclenchement de la règle de Sahm¹ et le marasme persistant de l'industrie manufacturière mondiale. Cependant, chez Robeco, nous ne pensons pas avoir affaire à un atterrissage.

Au lieu de sombrer dans la récession, l'économie américaine ne cesse de se consolider en 2024, affichant un taux de croissance de 2,8 % au troisième trimestre, alors que l'Allemagne et la Chine ont toutes les peines du monde à relancer la machine. Et au lieu de vagues de licenciement (comme c'est généralement le cas au début d'une récession), des niveaux d'immigration inhabituellement élevés ont dynamisé l'offre de main-d'œuvre et, partant, faussé les chiffres du chômage pour 2024. Claudia Sahm a elle-même déclaré que si sa règle venait encore un jour à ne pas se vérifier (la seule occurrence précédente étant 1959), ce serait maintenant.

Graphique 1 : « Ceci n'est pas un atterrissage »



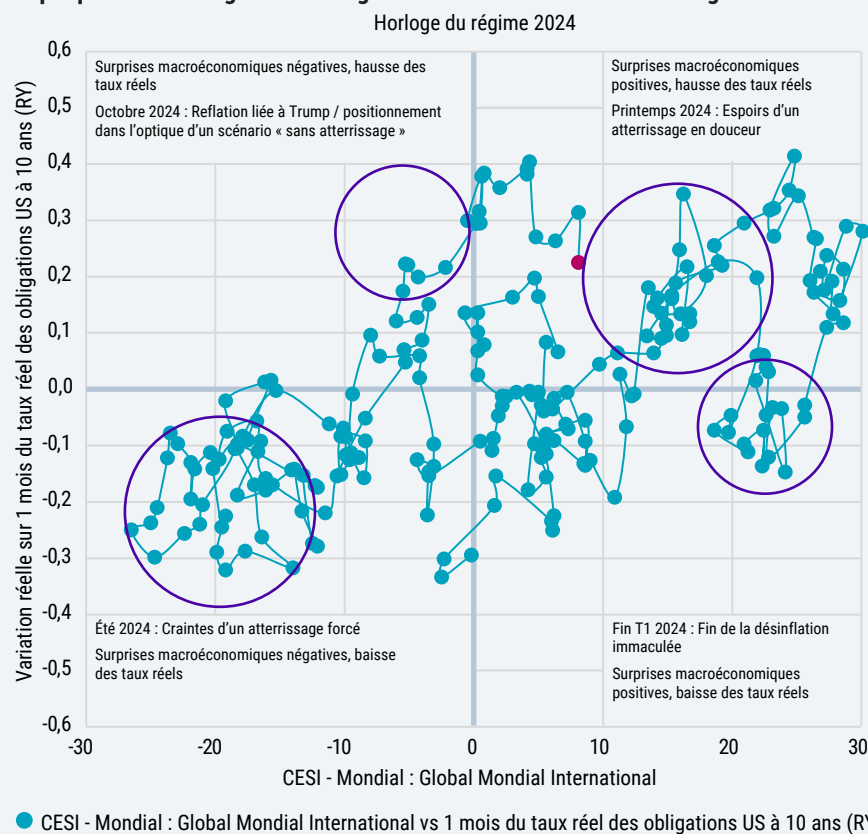
Source : LSEG Datastream, Robeco.

¹ La règle de Sahm est un indicateur de récession qui identifie les premiers stades d'un ralentissement économique. Cet indicateur signale l'imminence d'une récession lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage aux États-Unis est de 0,5 point de pourcentage ou plus au-dessus de son niveau le plus bas des douze mois précédents.

Le changement de régime économique est une constante

Si les États-Unis, contrairement à l'Allemagne, ont réussi à échapper à la récession, les chiffres de la forte croissance du PIB américain masquent d'importantes révisions à la baisse. Les baisses respectives notables des offres d'emploi par chômeur aux États-Unis, de la croissance de l'emploi à temps plein dans le secteur privé, des taux de démission dus à la baisse de la prime salariale pour les personnes qui changent d'emploi et de la hausse des défauts de paiement des ménages sont autant de facteurs qui montrent que les hausses de taux de la Fed ont fait reculer la demande agrégée. Le président de la Fed, Jerome Powell, a confirmé cette tendance dans son allocution à Jackson Hole en août dernier : « Nous ne cherchons pas et n'accueillons pas favorablement un nouveau refroidissement des conditions du marché du travail. » Dans les autres pays du G7, les taux de chômage semblent également avoir atteint un creux, à l'exception notable du Japon et de son contexte macroéconomique particulier. En outre, la récession prolongée du secteur manufacturier, qui a débuté en novembre 2022, montre que le cycle de resserrement agressif des banques centrales du G7 a engendré des décalages plutôt courts en termes d'impact sur les secteurs les plus sensibles aux taux d'intérêt.

Graphique 2 : Le changement de régime est une constante tout au long de 2024



Source : LSEG Datastream, Robeco.

Où en est-on dans ce processus d'ajustement après le pic des taux directeurs ? Les marchés du travail des pays du G7 vont-ils être entraînés dans une nouvelle et peut-être brutale spirale baissière à mesure que le rétrécissement des marges bénéficiaires provoquera des licenciements ? Ou alors, avons-nous déjà largement dépassé les pics de douleur dans les économies développées, comme le suggère l'indicateur de confiance de l'OCDE, la référence à l'échelle mondiale. Les risques sont-ils

orientés à la hausse grâce à un financement à taux fixe abondant pour les ménages et les entreprises, et à l'amélioration des salaires réels ? Le manque de visibilité des observateurs du marché sur notre position dans le cycle a entraîné un revirement quasi-systématique dans le discours économique au cours de l'année. Non seulement le scénario dépeint dans notre publication « Une sortie de scène opportune pour Boucle d'or », mais aussi les trois scénarios (atterrissage en douceur/atterrissage forcé/pas d'atterrissage) envisagés dans nos perspectives 2024 ont montré le bout de leur nez, bien que de manière aléatoire et éphémère.

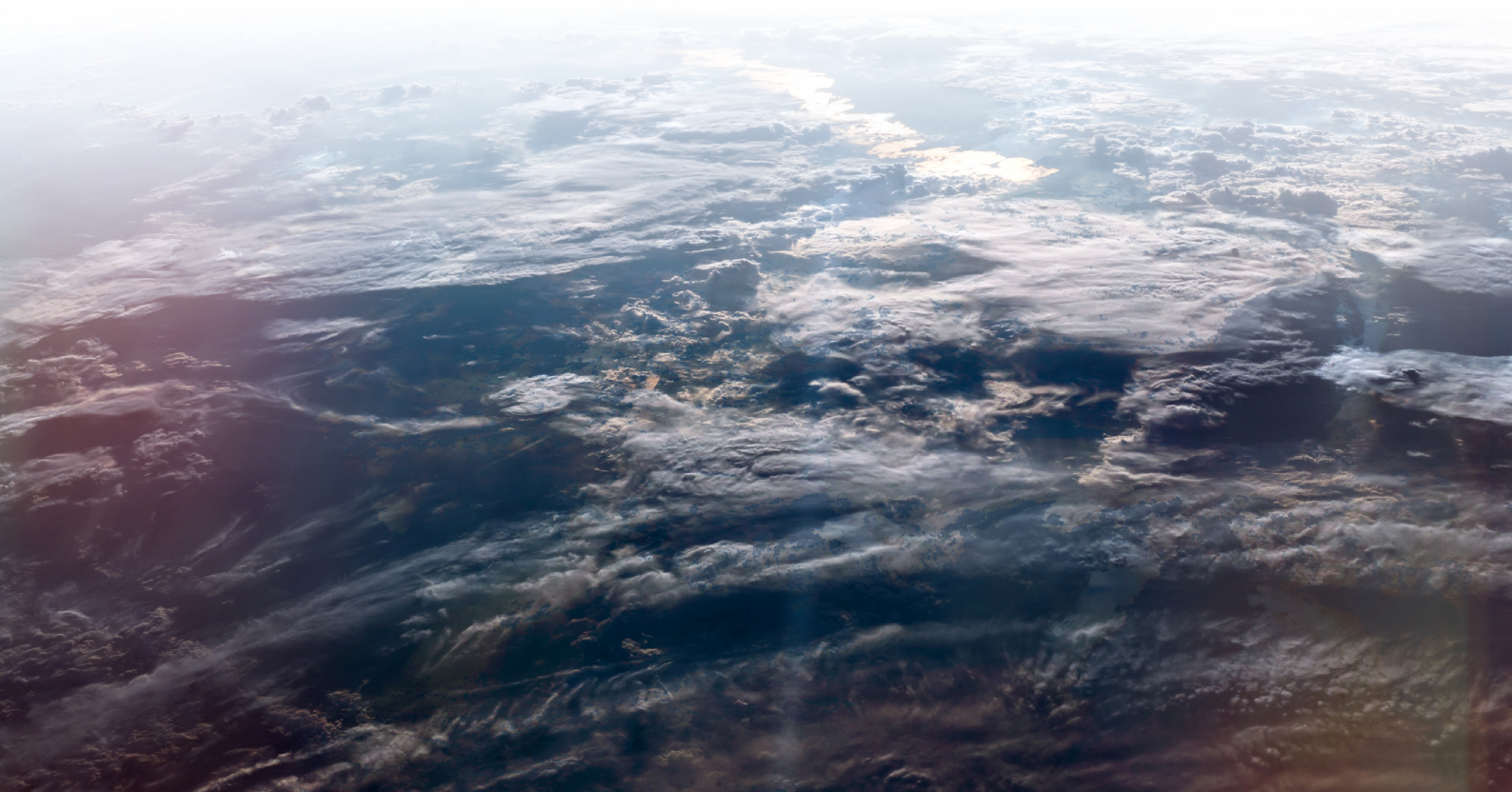
Ajustement des lentilles

Se fourvoyer quant à la nature de l'atterrissage en adoptant une mauvaise perspective peut constituer un risque majeur pour les observateurs du marché et les banquiers centraux en 2025. La question de savoir si l'atterrissage aura bel et bien lieu et la forme qu'il prendra est probablement davantage liée à la qualité de la piste (croissance de la productivité/de la main-d'œuvre) qu'aux compétences des pilotes d'avion (banquiers centraux et responsables politiques).

Le résultat de l'élection américaine ne fait qu'exacerber le manque de clarté du cycle, l'administration Trump prévoyant de formuler de nombreuses propositions politiques. Le triomphe des républicains et l'assurance d'une harmonieuse transition du pouvoir viennent dissiper l'incertitude électorale. Cependant, l'incertitude politique élevée concernant les échanges commerciaux et les réductions d'impôts, et la manière dont celle-ci sera distillée, continueront d'avoir une incidence sur la croissance économique et la volatilité des marchés en dehors des États-Unis, notamment en Chine et en Europe.



Le brouillard de surface qui entoure 2025 apporte un indice important aux investisseurs : le court-termisme, un faible degré d'orientation des banques centrales et un marché résolument axé sur les données et l'issue des réunions devraient rester d'actualité. De ce fait, le risque est grand de perdre de vue le signal sous-jacent et la trajectoire macroéconomique à moyen terme.



2. Trois scénarios

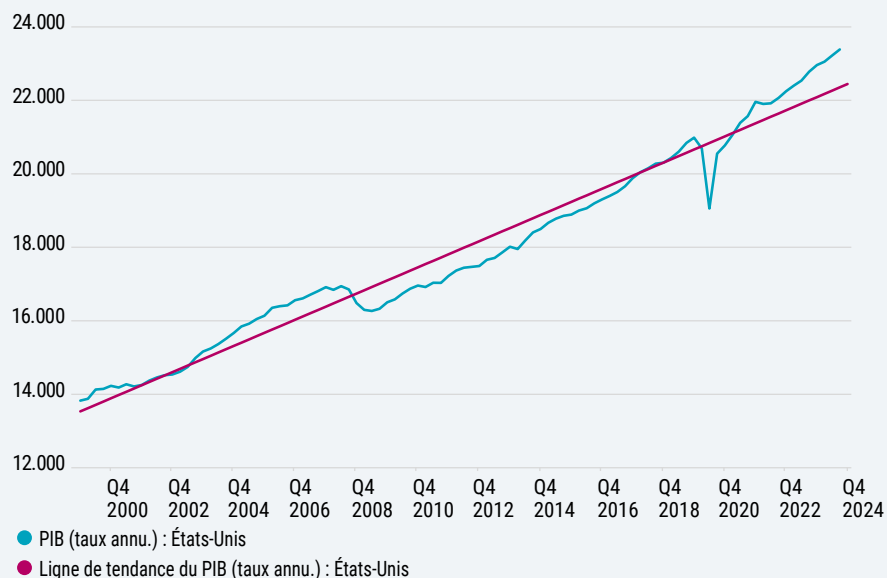
→ Scénario de base : ceci n'est pas un atterrissage

Nous prévoyons que 2025 sera une nouvelle année caractérisée par un climat macroéconomique périlleux balayé par de nombreux vents transversaux idiosyncratiques. En signalant ci et là une certaine faiblesse de l'économie, les données masqueront la résilience de l'économie dans son ensemble. Notre position reste inchangée : ceci n'est pas un atterrissage.

Les banquiers centraux doivent agir avec circonspection. En sous-estimant les risques d'inflation en 2025 par rapport aux risques de croissance, ils pourraient provoquer un assouplissement excessif (baisse du taux directeur en dessous du taux naturel), ce qui entraînerait un point d'inflexion inflationniste sur fond de politique budgétaire procyclique revigorée et d'inflation poussée par les coûts plus élevée en raison des droits de douane.

Aux États-Unis en particulier, la marge de manœuvre pour une croissance non inflationniste est limitée. Tout d'abord, si l'on analyse des paramètres tels que les estimations du NAIRU² (approximativement 4,5 %) et le nombre de postes vacants par chômeur, force est de constater que le marché du travail américain a encore très peu de marge de manœuvre. Deuxièmement, le fait que l'économie américaine continue d'afficher une croissance insolente supérieure à son taux tendanciel sur 25 ans est difficilement conciliable avec une position de resserrement net de la part de la Fed.

Graphique 3 : L'économie américaine connaît-elle vraiment un resserrement net ?

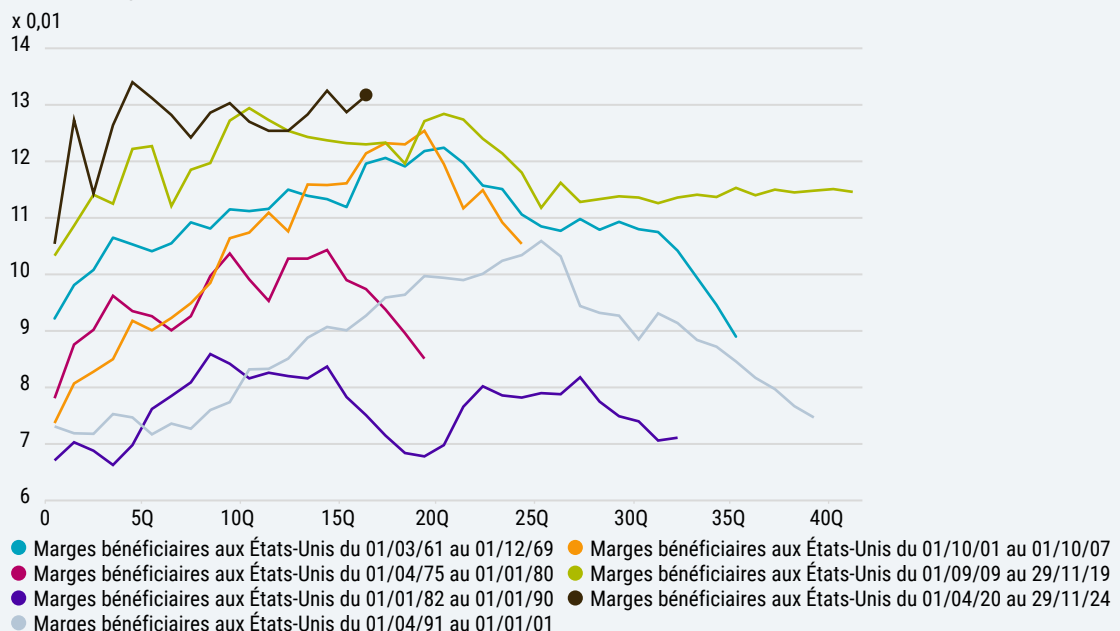


Source : LSEG Datastream, Robeco.

² NAIRU est l'acronyme de « non Accelerating Inflation Rate of Unemployment » ou « taux de chômage non accélérateur d'inflation », c'est-à-dire un scénario dans lequel l'inflation ne ralentit pas ou n'accélère pas.

Le pic de misère lié au cycle de resserrement mondial est derrière nous, en particulier en Europe. Nous pensons qu'après avoir atteint un pic de misère, un rebond cyclique de la consommation européenne devrait se profiler à l'horizon et s'accélérer en 2025. Aux États-Unis, la politique monétaire procyclique s'ajoute à la politique budgétaire expansionniste procyclique, ce qui donne un puissant dosage politique qui sous-tend l'exceptionnalisme américain. Nous pensons également que les réductions de l'impôt sur les sociétés prônées par Donald Trump favoriseront la création d'emplois et la croissance.

Graphique 4 : Les marges bénéficiaires du NIPA aux États-Unis ne donnent aucun signe d'atterrissage



L'exceptionnalisme américain³ ne doit toutefois pas être tenu pour acquis. Premièrement, les resserrements de la Fed ont toujours eu un impact décalé sur la demande agrégée, qui se manifeste par le ralentissement de la croissance de la consommation américaine, une phase initiale de désinflation et une nouvelle hausse modérée du chômage aux États-Unis.

Deuxièmement, les droits de douane, pierre angulaire du programme MAGA 2.0., feront l'objet de débats intenses en 2025. Nous pensons que Donald Trump brandira la menace des droits de douane principalement comme monnaie d'échange et que ces derniers seront moins élevés dans la pratique. Pourtant, une fois mis en œuvre, ces droits de douane représentent toujours une taxe pour le consommateur national (en freinant la consommation par rapport à des niveaux supérieurs à la tendance). En outre, la restriction de l'immigration (nous n'envisageons pas d'expulsions de masse) pourrait également faire repartir l'inflation à la hausse.

Troisièmement, si tous les regards sont tournés sur les politiques de Donald Trump, il ne faut pas perdre de vue l'impact de l'héritage de Joe Biden sur l'économie américaine. Les préoccupations

³ Nous donnons une définition grossière de l'« exceptionnalisme américain » comme un écart de croissance du PIB réel de 2,5 % par rapport aux autres pays.

économiques immédiates ont joué un rôle clé dans la victoire de Donald Trump, signe que les effets à retardement d'une inflation élevée et d'un resserrement de la politique monétaire se feront sentir jusqu'en 2025. L'année qui suit une élection présidentielle connaît généralement un taux de croissance inférieur de 54 points de base à la tendance moyenne de la croissance du PIB aux États-Unis depuis la Seconde Guerre mondiale, allant même jusqu'à 0,87 % si le parti au pouvoir sort perdant. Alors que nos perspectives de croissance nominale aux États-Unis restent optimistes, notre estimation de la croissance du PIB réel à 1,7 % (inférieure aux prévisions) et de l'inflation à 2,75 % (supérieure aux prévisions) donne une tournure stagflationniste aux surprises macroéconomiques que nous réserve 2025.

Tableau 1 : L'héritage de Joe Biden pourrait encore se faire sentir en 2025

	En cas de défaite du parti au pouvoir	En cas de victoire du parti au pouvoir	Moyenne sur l'année suivant les élections	Moyenne entre 1947 et 2023
Croissance du PIB américain 1 an après l'élection présidentielle	2,23 %	2,97 %	2,56 %	3,10 %
Croissance par rapport à la moyenne à long terme	-0,87 %	-0,13 %	-0,54 %	
Rendement du SPX au cours de l'année civile suivant les élections	4,20 %	16,30 %	9,40 %	7,70 %
Rendement du SPX au cours de l'année civile suivant les élections par rapport à la moyenne à long terme	-3,50 %	8,60 %	1,70 %	

L'Europe est indéniablement confrontée à des défis structurels et se doit de mettre en œuvre des changements radicaux pour stimuler la croissance de la productivité, exacerbée par la menace de Donald Trump d'imposer de nouveaux droits de douane. Mais malgré la vision baissière de plus en plus d'analystes et un manque de dynamisme budgétaire, l'Europe n'est pas encore hors course. L'impulsion budgétaire en zone euro s'améliore dans un contexte de grande hétérogénéité entre les économies de l'UE quant à l'orientation budgétaire à privilégier. Un accent renouvelé pour une plus grande autonomie (poussé par Donald Trump) pourrait conférer aux pays une plus grande marge de manœuvre budgétaire par rapport à Bruxelles. Le rapport Draghi peut servir de « livre de recettes » pour optimiser les dépenses fiscales.

D'un point de vue cyclique, l'assouplissement des conditions financières et de crédit, la chute de 17 % des prix du pétrole depuis le début de l'année 2024, la croissance convenable du revenu disponible réel, la hausse des prix de l'immobilier et des taux d'épargne à leur plus haut niveau sont autant de facteurs qui permettront aux consommateurs européens de rattraper leur retard sur leurs homologues américains. Le chômage dans la zone euro se maintient à un niveau proche de son plancher historique, même si les difficultés des secteurs industriel et automobile allemands pourraient engendrer une hausse du chômage. Les réformes politiques qui suivront les élections anticipées en Allemagne l'année prochaine pourraient renforcer la confiance des producteurs. Notre scénario de base prévoit une croissance de la consommation en zone euro de 1,7 % en 2025 contre un ralentissement de la croissance de la consommation aux États-Unis, qui devrait s'établir à 1,6 %, marquée par des droits de douane plus élevés, un essoufflement de la croissance de l'emploi et un épuisement de l'excédent d'épargne du consommateur américain marginal. Aussi, une croissance européenne nominale plus élevée permettrait de soulager les efforts de stabilisation budgétaire des économies italienne et française, menacées d'une procédure pour déficit excessif. Le budget national de Keir Starmer représente un assouplissement budgétaire important et inefficace qui perturbera le processus de désinflation en 2025. En outre, le marché immobilier britannique devrait

retrouver des couleurs, ce qui renforcera la confiance des consommateurs et l'inflation tirée par la demande.

Le dosage politique de la Chine devient anticycliquement expansionniste après un pivot politique en septembre 2024, les décideurs politiques prenant à bras-le-corps le défi de la stagnation séculaire, confrontés à des pressions grandissantes sur le marché national du travail et à la menace croissante de l'imposition de droits de douane par les États-Unis. Une combinaison de mesures de relance monétaire et budgétaire ne fait que ramener la croissance dans son ornière de croissance tendancielle (à la baisse), en éliminant les risques baissiers sans toutefois faire disparaître les pressions désinflationnistes en raison d'écarts de production toujours négatifs. Une tendance persistante à la baisse des ventes de logements et des prix de l'immobilier mine la confiance des consommateurs et empêche une reprise durable de la consommation intérieure d'ici à la fin de 2025. Les entreprises japonaises continuent de répercuter la hausse des prix de l'IPP sur les consommateurs nationaux ; la BoJ relève ses taux directeurs.

Tableau 2 : Prévisions macroéconomiques pour 2025

2025	PIB selon le consensus	IPC selon le consensus	PIB selon Robeco	IPC selon Robeco
États-Unis	1,9 %	2,2 %	1,7 %	2,75 %
Chine	4,5 %	1,4 %	4,75 %	0,9 %
Zone euro	1,2 %	2,0 %	1,5 %	2,2 %
Japon	1,0 %	1,8 %	0,8 %	2,0 %
Royaume-Uni	1,3 %	2,3 %	1,6 %	2,6 %

Source : Robeco

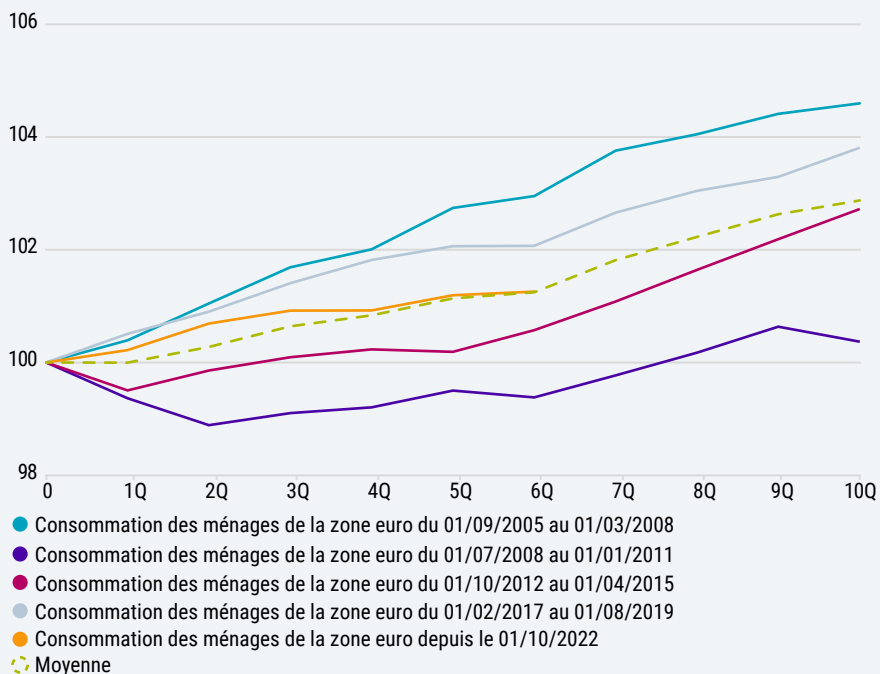
Scénario optimiste : une ascension surréaliste

Dans notre scénario optimiste, nous envisageons un cycle d'assouplissement synchronisé favorisé par une poursuite de la désinflation synchronisée. Comme l'a déclaré le président élu Donald Trump, les États-Unis entrent véritablement dans « un âge d'or », faisant écho aux réalisations de l'Allemagne dans les années 1950 ou du Japon dans les années 1960. Le principal moteur de la croissance mondiale continue de vrombir : Le taux de chômage aux États-Unis repasse juste sous la barre des 4 %, ce qui maintient la croissance de la consommation aux États-Unis au-dessus de sa tendance à long terme de 2 % tout au long de l'année 2025. Pourtant, la désinflation immaculée se poursuit à la faveur d'une productivité en hausse et de marchés pétroliers bien approvisionnés qui permettent de maîtriser les coûts unitaires de la main-d'œuvre et les prix de l'énergie, respectivement.

Nous prévoyons un effet boule de neige : La vague de mesures de déréglementation de Donald Trump facilite le déploiement de l'infrastructure de l'IA et l'industrie des puces. La bonne performance des marchés de l'énergie, conjuguée à la poursuite de l'assouplissement de la Fed dans le cadre d'une reprise cyclique fait renaître de ses cendres l'industrie manufacturière mondiale. L'inflation tombe dans la fourchette de 1,75 à 2,25 %, ce qui permet aux banques centrales de réduire leurs taux par choix et non par nécessité. Convaincu que les États-Unis conserveront leur suprématie technologique, Donald Trump met sa rhétorique vicieuse de guerre commerciale au placard et adopte un ton plus accommodant à l'égard de la Chine, ce qui ouvre la voie à un apaisement et à une réduction du risque en lieu et place du découplage.

Les primes de risque géopolitique et les obstacles à la (re)entrée des investisseurs étrangers sur les marchés chinois sont tous deux réduits. La Chine parvient à relancer durablement son économie en stimulant la consommation intérieure à grand renfort de mesures de relance budgétaire. La baisse du dollar et l'augmentation des afflux de capitaux dans les marchés émergents laissent entrevoir un cycle d'assouplissement prolongé dans les marchés émergents grâce à la baisse de l'inflation importée. Tous les secteurs mondiaux publient des bénéfices positifs grâce à une croissance des ventes qui repart à la hausse et à un pouvoir de fixation des prix des entreprises américaines qui se maintient à des niveaux historiquement élevés, reflétant la vigueur du consommateur américain. Les spreads mondiaux diminuent encore, alors que les multiples des actions américaines deviennent exubérants.

Graphique 5 : Consommation des ménages de la zone euro après le « pic de misère »



Source : LSEG Datastream, Robeco.

Scénario pessimiste : du rêve à la dure réalité

Dans notre scénario pessimiste, les espoirs d'un atterrissage en douceur intégrés dans les attentes des analystes ne sont rien d'autre qu'une chimère. L'envenimement des conflits parrainés par les États (59 actuellement, soit le nombre le plus élevé depuis la Seconde Guerre mondiale) oblige les gouvernements à accroître leurs dépenses militaires bien au-delà des 2 % du PIB exigés par l'OTAN. Ces dépenses budgétaires inconsidérées exacerbent l'inflation, ce qui vient perturber le marché obligataire.

Le terme fétiche de Donald Trump, les « droits de douane », ravive des craintes vieilles de près d'un siècle : la loi Smoot-Hawley sur les droits de douane (1930). Cette loi a considérablement augmenté les droits de douane américains sur des milliers de marchandises importées, ce qui a poussé les autres pays à imposer leurs propres droits de douane sur les marchandises américaines en représailles, pénalisant ainsi fortement les exportations américaines. Cette loi a durement affecté le commerce international pendant une bonne partie des années 1930 et a fini par exacerber la Grande Dépression. L'histoire est-elle sur le point de se répéter ?

En 2025, la guerre commerciale, caractérisée par l'imposition de droits de douane réciproques, s'intensifie, exacerbant les pressions stagflationnistes, car les droits de douane à l'importation augmentent les prix intérieurs et pèsent sur le consommateur américain, tandis que l'incertitude commerciale réduit les investissements des entreprises. L'inflation par les coûts augmente en raison des nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales causées par les guerres hybrides, les conflits « chauds » et les tensions croissantes entre la Chine et Taïwan. La Chine est confrontée à une accélération du chômage des jeunes, à des droits de douane faramineux imposés par les États-Unis et à la déstabilisation sociale qui s'ensuit. Afin de stimuler son économie, la Chine sort l'artillerie lourde et intensifie sa rhétorique belliqueuse à l'égard de Taïwan dans le but de détourner l'attention de la misère croissante sur son sol, tout en laissant le yuan se déprécier face au dollar.

Les taux d'intérêt à long terme augmentent plus rapidement que les taux à court terme dans les économies développées, les investisseurs en obligations craignant l'inflation à venir et exigeant dès lors une plus grande compensation pour le risque d'inflation future. Pendant ce temps, Donald Trump fait pression sur la Fed pour qu'elle maintienne les taux d'intérêt à court terme à des niveaux faibles. Cette décision engendre des attentes changeantes sur le plan de l'inflation, ce qui inquiète les banques centrales. Afin d'agir en tant que mesure d'atténuation, la désinflation exige désormais un chômage plus élevé. Le marché obligataire fait le gros du travail pour la Fed en poussant les taux à long terme à la hausse.

Une flambée temporaire des prix du pétrole et des taux réels fait plonger l'économie mondiale dans une véritable récession. Les bénéfices des entreprises reculent de 20 %, les spreads du High Yield s'élargissent et les marchés actions entrent dans un nouveau marché baissier. Face à ce ralentissement économique, la Fed décide d'assouplir sa politique monétaire alors que le taux de chômage dépasse la barre des 4,5 %.

Tableau 3 : Proposition de Donald Trump selon l'estimation médiane du CRFB, économies/coûts (-) (en milliards, 2026-2035)

		PIB réel	Inflation
Prolonger et modifier certaines parties de la loi sur les réductions d'impôt et les emplois	-5,35	▲	▲
Réduire l'impôt sur le revenu des personnes physiques et élargir les allègements fiscaux	-3,75	▲	▲
Réduire l'impôt sur les sociétés et élargir les allègements fiscaux	-0,25	▲	▲
Augmenter les ressources pour la santé et les soins de longue durée	-0,15	▲	▲
Augmenter les dépenses de défense	-0,4	▼	▲
Soutenir les congés payés, l'enseignement préscolaire, les services de garde d'enfants et l'éducation	0		
Restreindre l'immigration et renforcer la sécurité aux frontières	-0,35	▼	▲
Accroître les dépenses liées au logement et les avantages fiscaux	-0,15	▲	▲
Sous-total : politiques qui creusent le déficit budgétaire	-10,4		
Augmenter les impôts sur les sociétés et les hauts salaires	0		
Augmenter les droits de douanes	2,7	▼	▲
Réduire les autres dépenses et les avantages fiscaux	1	▼	▼
Sous-total : politiques qui réduisent le déficit budgétaire	3,7		
Intérêt net	-1,05	▼	▼
Impact total sur le déficit net	-7,75	Neutre à négatif	Positif sur l'inflation

Source : CRFB, Robeco

3. Perspectives pour les marchés financiers

→ S'il est un facteur qui a tiré son épingle du jeu sur les marchés financiers cette année, c'est bien le momentum (concentré). Les gagnants d'hier se sont révélés être les gagnants de demain. Le S&P 500 a mis en exergue la longue période d'exceptionnalisme américain après avoir enregistré, depuis le début de l'année, l'un des plus forts rallies de ces dernières décennies. De son côté, l'indicateur de valorisation CAPE du S&P 500, surveillé de près, a atteint des niveaux observés uniquement à deux reprises ces 125 dernières années (1998/2021).

Cela dit, nous avons aussi constaté que le momentum peut changer en un tournemain si le contexte macroéconomique vient à changer, vu les niveaux de valorisation élevés actuels. Prenons deux exemples, celui de la correction qu'ont subi les marchés développés au début du mois d'août ou, à l'inverse, celui du rally fulgurant des marchés actions chinois en septembre depuis un multiple d'actions à un chiffre historiquement bas. Ces exemples soulignent la nécessité pour les responsables des allocations multi-actifs d'évaluer en permanence l'évolution du paysage des marchés sous différents angles. Les facteurs momentum/techniques, macroéconomiques, valorisation et conditions de liquidité doivent tous être pris en compte.



Les fluctuations continues des régimes commerciaux, mises en évidence plus haut dans cette publication, ainsi que le court-termisme inhérent au facteur momentum, le plus influent de tous, indiquent quelque chose de latent en arrière-plan en 2024 et que le marché cherche à se fixer une orientation pour 2025. De nombreux actifs présentent des primes de risque attractives mais il leur manque un catalyseur pour débloquent de la valeur pour les investisseurs.

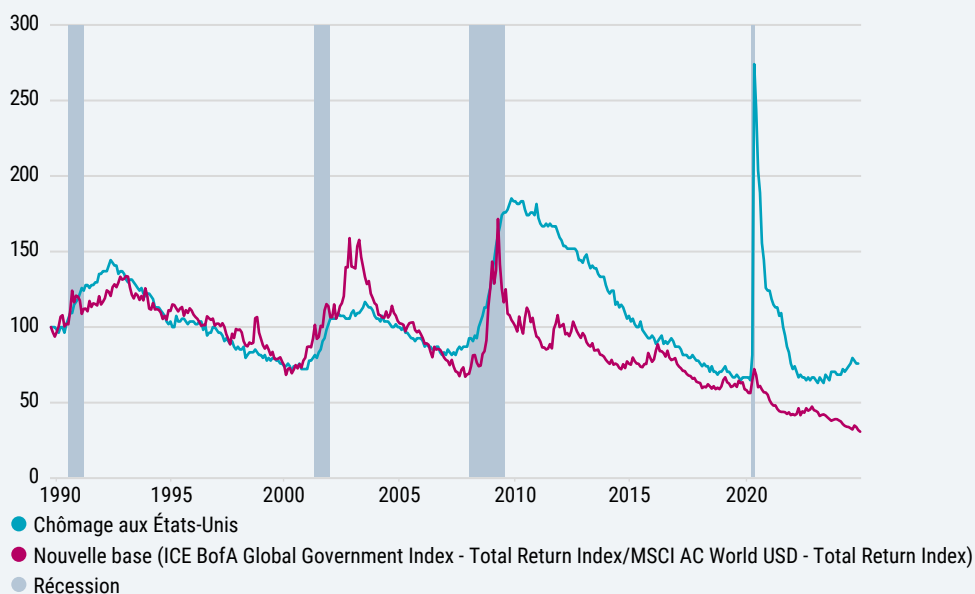
Le programme politique de Donald Trump, l'évolution plus large du contexte macroéconomique et les conditions de liquidité mondiales seront des facteurs importants qui imprimeront une orientation au marché. Tout d'abord, le « Trump Trade » bat son plein à l'heure où nous écrivons ces lignes, ce qui prouve que nous en sommes à la phase des espoirs portés par le programme MAGA 2.0. Les actions ont bondi après que la « déferlante rouge » a balayé les incertitudes liées à la transition du pouvoir et la vraisemblable prolongation de la loi sur les réductions d'impôt et les emplois de 2017. La courbe des taux s'est pentifiée, anticipant des déficits budgétaires plus importants et une inflation par les coûts, et le dollar s'est apprécié à l'annonce d'une hausse des droits de douane et de réductions d'impôts. Selon nous, le programme politique de Donald Trump devrait, en fin de compte, prendre une tournure stagflationniste. Après une première phase porteuse d'espoirs, les actions pourraient être confrontées à des turbulences à mesure que les conséquences d'une vague de droits de douane deviennent plus palpables.

Deuxièmement, le consommateur américain est un acteur capital pour les marchés financiers mondiaux, puisqu'il représente 70 % de la valeur de l'économie américaine. Cet optimisme pourrait toutefois vaciller si, comme nous le prévoyons, la consommation américaine s'essouffle au cours du premier semestre 2025. Troisièmement, le marché est convaincu que le chômage aux États-Unis, bien qu'il semble avoir atteint le creux de la vague en 2024, restera maîtrisé, comme en témoigne la solide surperformance des actions mondiales par rapport aux obligations souveraines. La performance des obligations souveraines mondiales par rapport aux actions mondiales a reflété fidèlement l'évolution

du chômage américain au cours des trois dernières décennies (voir Graphique 6). Quatrièmement, l'amélioration de la liquidité mondiale grâce à une politique fiscale et monétaire procyclique favorable augure d'une nouvelle année de surperformance des actifs à risque face aux obligations souveraines.

Enfin, le chemin des actions sera sans doute semé d'embûches, car les nouvelles données macroéconomiques pourront parfois brosser le tableau d'un atterrissage forcé. Les niveaux de valorisation historiquement élevés aux États-Unis dans un contexte de risque géopolitique élevé rendent le marché vulnérable à des (fortes) corrections et justifient une protection contre le risque de baisse. Nos recherches sur les niveaux CAPEY montrent que, vu le niveau de valorisation actuel du secteur technologique américain, il existe une probabilité de 30 % que le marché subisse une correction de 30 %⁴.

Graphique 6 : Les obligations souveraines mondiales ne surperforment les actions mondiales de manière durable que lorsque le chômage américain suit une tendance haussière récessive



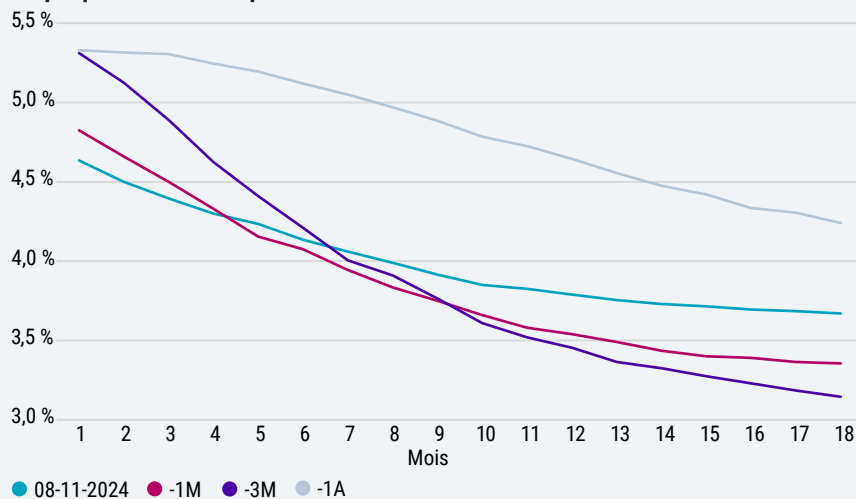
Source : LSEG Datastream, Robeco

Perspectives en matière d'obligations et de taux

Avec l'élection de Donald Trump, les incertitudes du marché quant à poursuite de l'assouplissement ont grandi, ce que nous interprétons par une orientation à la hausse de 50 points de base de la courbe future des Fed funds par rapport à septembre 2024.

En général, l'orientation de cette courbe a changé constamment tout au long de l'année 2024 face à l'évolution des régimes d'échanges économiques envisagés. Le taux final de la Fed intégré par le marché, qui s'établit à 3,5 %, semble se situer dans le bas de la fourchette, compte tenu de la résilience de l'économie américaine, des taux positifs d'utilisation des capacités industrielles, de l'absence de marge de manœuvre significative sur les marchés du travail aux États-Unis et des signes d'amélioration de la productivité économique. En Europe, la BCE cherchera à abaisser ses taux d'intérêt plus rapidement que la Fed, car l'Europe se prépare à encaisser l'impact des droits de douane voulus par Donald Trump.

⁴ Perspectives à cinq ans 2025-2029, p. 57

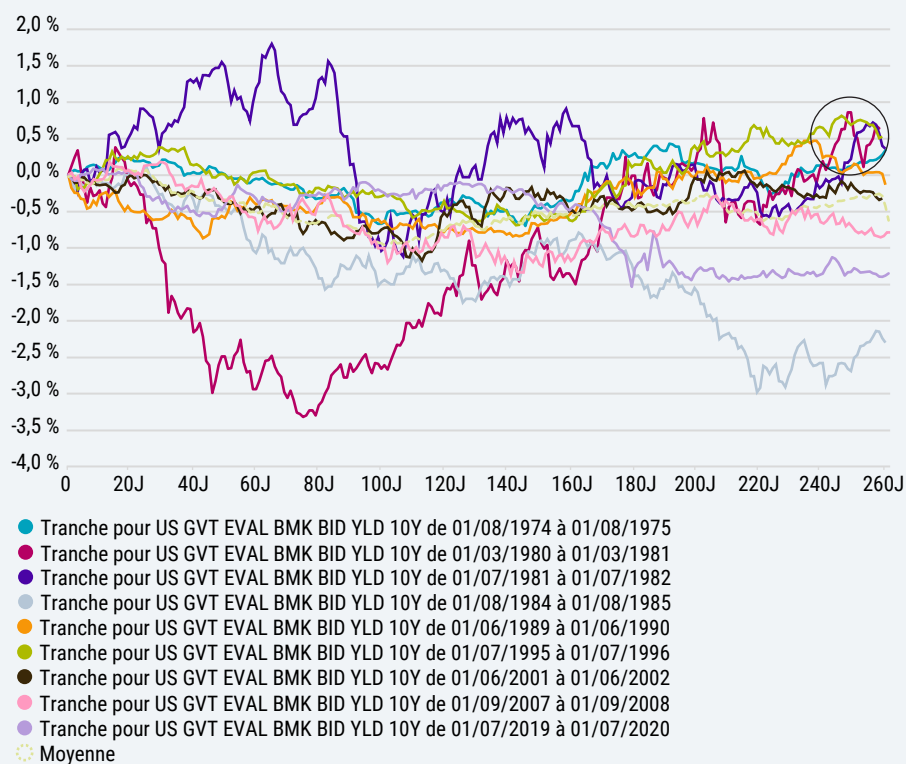
Graphique 7 : Le « Trump trade » a entraîné une hausse des taux finaux

Source : LSEG Datastream, Robeco

Notre modèle de juste valeur actuel indique que le taux US à 10 ans devrait évoluer autour des 4,25 %. Nous nous attendons généralement à des surprises macroéconomiques négatives aux États-Unis, car notre estimation du PIB américain pour 2025 est inférieure aux prévisions, et à une inflation qui surprendra à la hausse au second semestre 2025. Nous jugeons le risque reflationniste bien réel compte tenu des fortes contraintes qui pèsent sur l'économie américaine. Par conséquent, les taux obligataires américains devraient atteindre un pic compris dans la fourchette de 4,50 à 5 %, reflétant un taux de croissance nominal moyen aux États-Unis supérieur à 4 % en 2025.

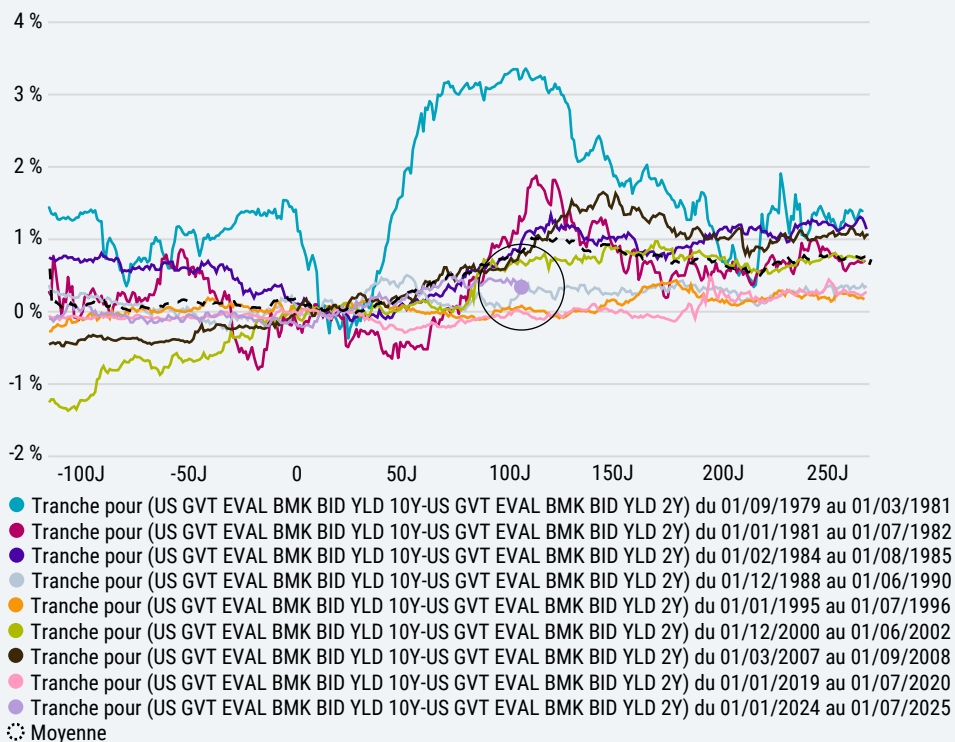
Historiquement, les taux des obligations à 10 ans ont en moyenne reculé au cours de l'année qui a suivi le début de la baisse des taux d'intérêt par la Fed. À l'exception notable de l'atterrissage en douceur de 1995 où les taux à 10 ans ont terminé 50 points de base au-dessus des taux en vigueur au début du cycle d'assouplissement. Notre scénario optimiste accorde plus de place à une croissance non inflationniste, ce qui donne à la Fed une plus grande marge de manœuvre pour abaisser les taux, la partie la plus longue de la courbe étant susceptible de rebondir. Dans le cadre de notre scénario pessimiste, les taux des obligations à 10 ans dépasseront la barre des 5 % sur fond d'inquiétudes liées à la pérennité du budget public.

Graphique 8 : Les taux des obligations à 10 ans terminent en hausse 12 mois après le début du cycle d'assouplissement dans un scénario d'atterrissage en douceur



Source : LSEG Datastream, Robeco

Le potentiel des opérations sur la pentification de la courbe (steepener trade) pourrait s'avérer limité dans le scénario de base dans le cadre duquel les États-Unis ne connaissent pas de ralentissement important. Cette situation ressemblerait à celle de 1995, lorsque la courbe 10-2 s'est pentifiée moins que la moyenne historique au cours de l'année qui a suivi le début du cycle d'assouplissement de la Fed. En outre, les bonnes surprises sur le front de l'inflation favorisées par un dosage politique procyclique en 2025 empêcheront probablement une pentification baissière de la courbe. Les taux réels pourraient diminuer en 2025, car nous nous attendons dans un premier temps à des surprises négatives en termes de croissance et à des surprises positives en matière d'inflation.

Graphique 9 : Moins de marge de manœuvre dans les opérations sur la pentification de la courbe ?

Source : LSEG Datastream, Robeco

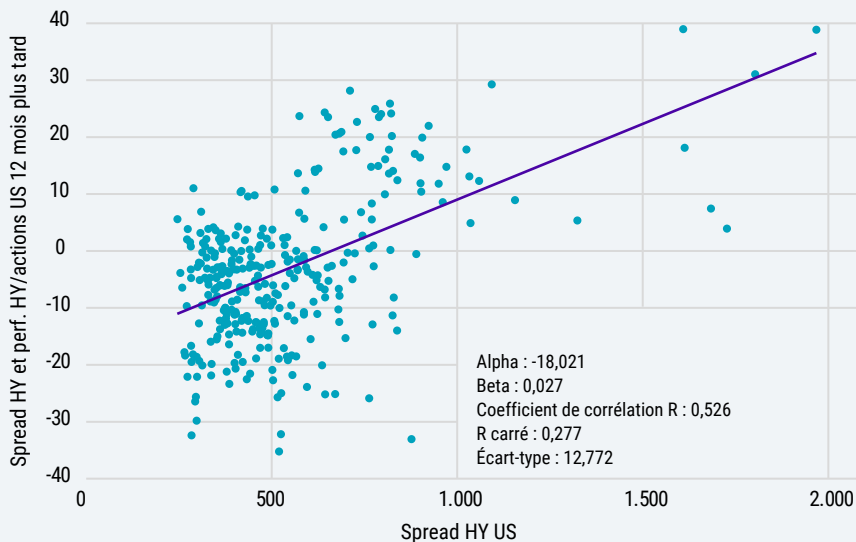
Crédit et High Yield

Pour les classes d'actifs obligataires risquées, Investment Grade et High Yield, nous observons que les spreads ont atteint le décile le plus bas. Notre modèle de juste valeur High Yield indique que le marché actuel devrait se négocier autour de 470 pb ; cependant, à 300,⁵ les obligations High Yield mondiales envoient des signaux clairs de valorisations tendues. Un écart de valorisation similaire avec notre modèle de juste valeur est apparu en novembre 2006. À l'époque, il a fallu attendre sept mois pour que les spreads atteignent un creux cyclique et commencent à s'élargir vers des niveaux de juste valeur. Si les conditions financières s'améliorent et que le cycle manufacturier mondial se redresse, ne serait-ce que modestement, les spreads pourraient rester à ces niveaux du point de vue des liquidités et de la macroéconomie.

Comme notre scénario de base le prévoit, les banques centrales réduiront leurs taux par choix et non par contrainte, ce qui signifie que les facteurs techniques devraient rester robustes et favorables. Nous anticipons de nouvelles baisses des taux sans risque, ce qui favorisera l'afflux de capitaux vers le High Yield, malgré son faible spread. En tant que principal marché du High Yield, les États-Unis connaîtront une croissance inférieure aux prévisions, ce qui accroît le risque d'élargissement des spreads. Un éventuel accroissement des spreads pourrait dépasser sa contribution positive aux performances qui pourrait provenir d'une baisse du taux sans risque en cas de surprises macroéconomiques négatives.

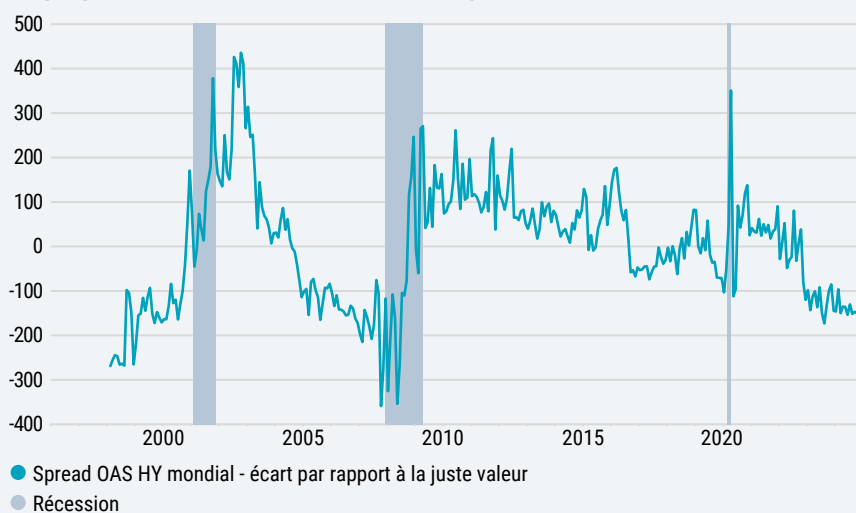
L'année prochaine, un encours de crédit équivalant à 9 % du PIB américain devra être refinancé. Un élargissement de 100 à 200 pb du spread en 2025 pour les obligations HY mondiales vers sa juste valeur serait globalement compatible avec une augmentation du risque de refinancement. Les obligations High Yield surperforment généralement les actions sur un horizon de 12 mois une fois que les spreads sont supérieurs à 700 pb. Ce niveau étant hors de portée dans notre scénario de base, nous préférons prendre un risque sur les actions en 2025.

⁵ 300 pb, soit le spread le plus faible jamais observé depuis 2007.

Graphique 10 : Le High Yield a tendance à surperformer les actions après l'élargissement des spreads

Source : LSEG Datastream, Robeco

Le crédit Investment Grade américain en particulier se distingue par des spreads exceptionnellement serrés. En revanche, le crédit Investment Grade européen semble plus attractif en comparaison, les spreads se situant juste en dessous de la médiane sur 20 ans. Au sein du crédit Investment Grade américain, le segment à long terme de la courbe est particulièrement onéreux. En outre, la compression des spreads entre les obligations notées A et notées BBB est proche de ses plus bas niveaux historiques, tant en Europe qu'aux États-Unis. Même s'il est cher, l'Investment Grade reste relativement moins cher que le High Yield. Aussi, nous avons remarqué que l'Investment Grade a surperformé le High Yield au cours des trois derniers cycles d'assouplissement.⁶ Dans l'ensemble, l'écart de performance entre le High Yield et l'Investment Grade pourrait se résorber en 2025.

Graphique 11 : Le HY mondial est aussi cher qu'avant la crise financière mondiale

Source : LSEG Datastream, Robeco

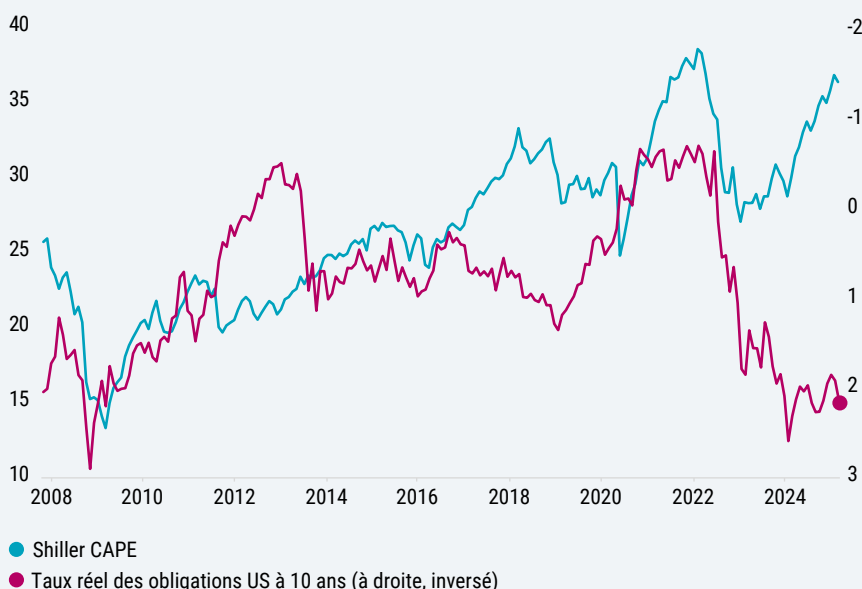
⁶ Toutefois, la Fed a été contrainte d'assouplir sa politique lors de ces cycles.

Perspectives sur les marchés actions

Un marché de fin de cycle est généralement caractérisé par une combinaison de compression des multiples et de bénéfices positifs aux États-Unis. Dans notre scénario de base, nous prévoyons une performance d'environ 5 % le S&P 500 et une croissance de 9 % du BPA, mais des taux réels plus élevés réduiront probablement les multiples élevés des actions américaines tout au long de l'année 2025. En revanche, l'Europe accuse un certain retard dans ce cycle par rapport aux États-Unis. Nous prévoyons une augmentation des multiples en Europe, à la faveur de bonnes surprises en matière de résultats sur le continent et de taux de décote relativement faibles qui créent une expansion des multiples, réduisant ainsi la décote actuelle et historiquement importante, en termes de ratio C/B, de l'Europe par rapport aux États-Unis.

Dans le scénario optimiste, nous nous attendons à ce que l'exubérance prenne le dessus grâce à une amélioration du BPA favorisée par une reprise cyclique synchronisée. Les multiples augmentent alors que le BPA surprend à la hausse par rapport aux prévisions actuelles de l'ordre de 10-70 %, tant pour les marchés développés que pour les marchés émergents. Notre scénario pessimiste prévoit une baisse des bénéfices de 20 %, la stagflation entraînant à la fois une hausse des coûts et une contraction de la demande agrégée. Dans un premier temps, les multiples se comprimeront sous l'effet de la baisse plus rapide du cours des titres par rapport à la contraction continue du BPA. Toutefois, les multiples augmenteront à nouveau vers 2026, en perspective d'une reprise après de nouvelles baisses des taux d'urgence de la Fed.

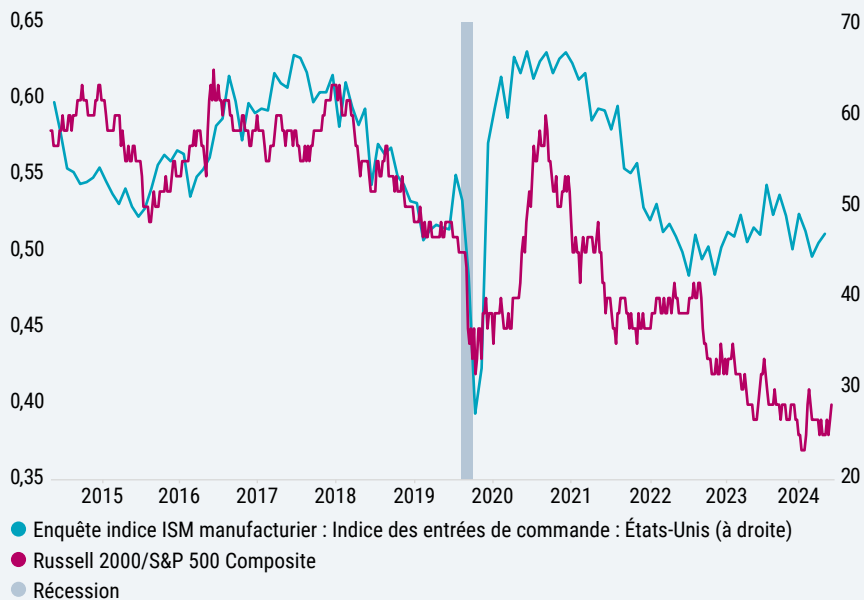
Graphique 12 : Écart important entre la valorisation des actions américaines et les taux réels



Source : LSEG Datastream, Robeco

Du côté des actions, les petites capitalisations et les titres « Value » américains devraient tirer leur épingle du jeu, car les droits de douane profiteront aux entreprises nationales, ce qui va dans le sens d'une présidence anti-mondialiste. La baisse du taux d'imposition des sociétés américaines à 15 % pourrait être particulièrement avantageuse pour les petites entreprises. Dans le même temps, les petites capitalisations et les titres « Value » ont été exclus d'un rally tiré par les titres « Growth », restent bon marché et ont aussi enregistré des performances honorables au début du premier mandat de Donald Trump.

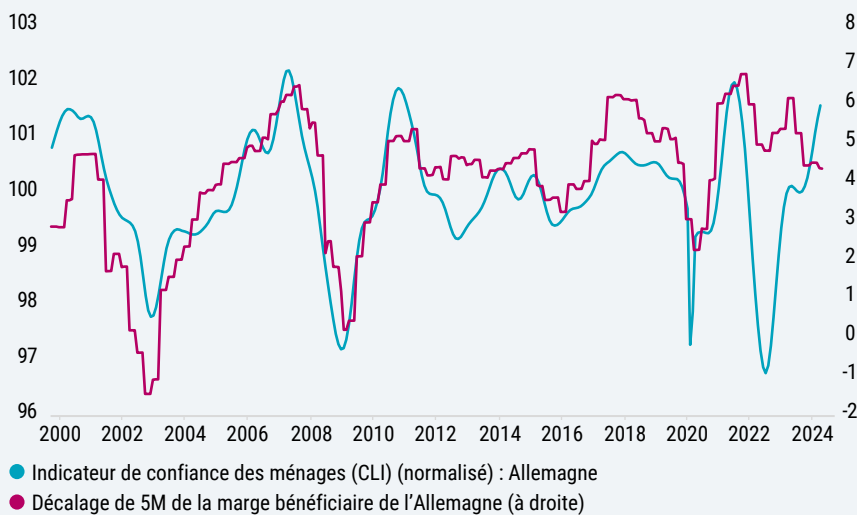
Graphique 13 : Malgré le rally des petites capitalisations, il existe un écart important avec les indicateurs avancés



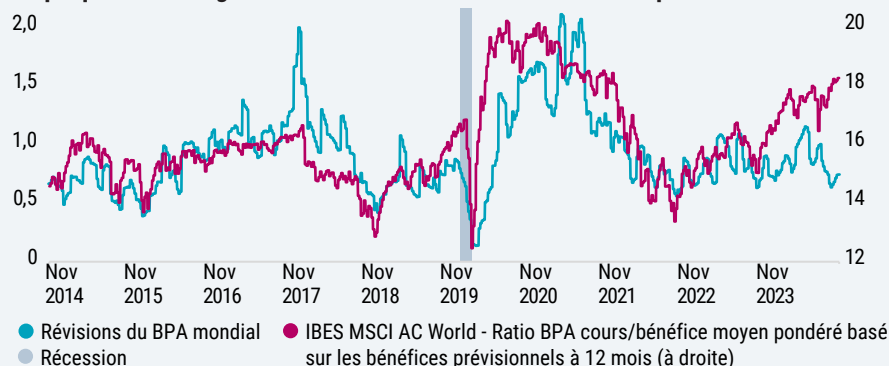
Source : LSEG Datastream, Robeco

Le marché a réservé un accueil tonitruant à la déferlante républicaine. Le rally des actions pourrait toutefois s'enliser lorsque les aspects les plus défavorables à la croissance de la politique de Donald Trump, notamment les droits de douane, entreront en vigueur et entameront l'optimisme en matière de bénéfices. Sous la première présidence Trump, les prévisions de BPA pour 2019 ont fortement chuté au cours de l'année 2018, car la guerre commerciale s'est intensifiée après une période initiale favorable marquée par l'annonce de réductions d'impôts. Nos prévisions de BPA pour le S&P 500 sont inférieures aux attentes générales.

Graphique 14 : Amélioration des perspectives pour les marges des entreprises allemandes en 2025



Source : LSEG Datastream, Robeco

Graphique 15 : Divergence entre les révisions du BPA et le multiple mondial

Source : LSEG Datastream, Robeco

Perspectives en matière de devises

Nous estimons que le dollar américain est survalorisé, tandis que le yen est sous-valorisé. Le dollar américain se négocie à un niveau plus élevé que sa parité de pouvoir d'achat relative (avec une prime de 18 %). Alors que le dollar, pondéré en fonction des échanges, se renforce généralement après un niveau d'incertitude politique à son paroxysme, la hausse du prix de l'or montre que le statut de valeur refuge du dollar s'affaiblit. Dans notre scénario optimiste, nous nous attendons à une hausse du billet vert si la Fed continue d'abaisser ses taux d'intérêt en raison d'une désinflation bénigne. Dans notre scénario de base, le dollar pourrait connaître des accès de vigueur, en particulier si la Fed ralentit la cadence de son cycle d'assouplissement et si l'économie américaine fait preuve de résilience au second semestre de 2025 par rapport au reste du monde.

Par ailleurs, la négociation de la paire dollar-yen suscite notre intérêt, car la décote du yen par rapport à sa parité de pouvoir d'achat relative est historique. Sur le plan international, le yen pourrait s'apprécier si la Fed poursuit sa baisse des taux directeurs ou si les turbulences géopolitiques font revenir les investisseurs vers leurs valeurs refuges. Sur le plan national, la Banque du Japon pourrait relever ses taux en 2025 en réponse à la répercussion de la hausse des coûts des produits sur le consommateur.

Synthèse

William McChesney Martin, le président de la Fed détenant le record de longévité à ce poste (1951-1970), a souvent été représenté fumant une pipe. Lui qui devait négocier les complexités des cycles économiques aurait indéniablement aimé l'œuvre emblématique du peintre surréaliste René Magritte de 1929, « La trahison des images ». En 2025, les données macroéconomiques et les grands titres politiques de l'administration Trump brosseront parfois un tableau différent de la réalité, déstabilisant ainsi le marché : ceci n'est pas un atterrissage.

Nous nous attendons donc à une nouvelle année de fluctuation des régimes de négociation sur les marchés, en particulier une fois que Donald Trump aura commencé à mettre en œuvre les droits de douane envisagés. De nombreux actifs présentent des primes de risque attractives, mais il leur manque un catalyseur pour débloquer de la valeur, comme un affaiblissement du dollar américain pour les actifs des marchés émergents. Tout au long de 2025, les investisseurs connaîtront un parcours d'investissement moins cahoteux s'ils investissent dans des fonds flexibles capables de saisir les opportunités offertes par les catalyseurs et d'éviter les pertes lorsque le marché intègre des scénarios différents.

4. Signaux 2025

	Liste de contrôle	Aujourd'hui	Anticipations à 12 mois
<p>→ Les valorisations des actions américaines ont atteint des niveaux historiques. Les taux réels doivent baisser pour justifier les niveaux actuels, même pour un S&P 500 équilibré. Compression modérée des multiples aux États-Unis attendue sur le marché de fin de cycle. Les multiples en Europe pourraient augmenter et entraîner une baisse de la décote des valorisations par rapport aux États-Unis. La probabilité croissante que la Chine dégage son « bazooka » budgétaire augmente les multiples dans les pays émergents à mesure que les BPA s'améliorent.</p>	Valorisations	● ● ●	● ● ●
<p>Les bénéfices des entreprises peuvent s'améliorer par rapport aux niveaux de croissance de 2024, mais il est peu probable qu'ils dépassent les estimations consensuelles de 14 % du BPA à 12 mois pour les États-Unis. Une fois que les baisses d'impôts prévues auront stimulé le BPA, les politiques de Trump défavorables à la croissance (droits de douane) engendreront un risque de baisse de BPA en 2025. Pourtant, le BPA aux États-Unis devrait surperformer celui en Europe (même si l'Europe rattrape son retard grâce à un affaiblissement de l'euro, un essoufflement du cycle manufacturier et une consommation intérieure plus soutenue).</p>	Bénéfices	● ● ●	● ● ●
<p>L'expansion budgétaire procyclique aux États-Unis et au Japon devrait se poursuivre. L'impulsion budgétaire en Europe s'améliorera à mesure que Donald Trump poussera à une plus grande autonomie, même si le continent sera toujours marqué par une hétérogénéité entre les pays. Risque : le nouveau gouvernement allemand prône des politiques favorables à la croissance et soutient une expansion budgétaire anticyclique.</p>	Politique budgétaire	● ● ●	● ● ●
<p>Les risques pour le double mandat pourraient s'avérer moins équilibrés que ce à quoi la Fed s'attend. Face à l'absence quasi-totale de marge de manœuvre sur les marchés du travail, les risques d'inflation sont orientés à la hausse par rapport aux risques de croissance. La probabilité d'une croissance non inflationniste dans une économie américaine résiliente qui s'attend à une nouvelle inflation par les coûts induite par les droits de douane est maigre. La BCE dispose d'une plus grande marge de manœuvre, vu le passage à vide que connaît l'ancienne puissance industrielle allemande.</p>	Politique monétaire	● ● ●	● ● ●

	Liste de contrôle	Aujourd'hui	Anticipations à 12 mois
La marge de manœuvre pour une nouvelle pentification aux États-Unis dans un scénario d'atterrissage en douceur est limitée à l'approche d'un point d'inflexion de l'inflation. L'Europe dispose d'une plus grande marge de manœuvre. Risque : nouvelle pentification baissière aux États-Unis à la suite du regain d'inquiétudes sur le plan budgétaire, avec des retombées mondiales.	Pente de la courbe des taux ↑	● ● ●	● ● ●
Les obligations HY mondiales se négocient à 150 pb, un niveau plus élevé bien que validé par le momentum de l'économie américaine. Risque : le refinancement et une série de surprises macroéconomiques négatives pourraient être les catalyseurs d'un élargissement des spreads.	Spreads ↑	● ● ●	● ● ●
L'exceptionnalisme américain et les droits de douane renforcent l'USD malgré les niveaux de valorisation tendus. Risque : Donald Trump préfère un dollar plus faible. Le prix élevé de l'or érode le statut de valeur refuge du dollar. Corruption fiscale en hausse sous MAGA 2.0.	USD ↓	● ● ●	● ● ●
Le marché de l'énergie compte de nombreux acteurs. Les États-Unis, en tant que fournisseur mondial de moindre importance, sont avantagés par la déréglementation et l'augmentation de la production sous Donald Trump. Risque : la politique étrangère de Donald Trump, qui suit une logique de « paix par la force », pourrait accroître les primes de risque géopolitique sur les marchés des matières premières.	Prix du pétrole/ de l'énergie ↑	● ● ●	● ● ●
Les conditions financières favorables qui règnent aux États-Unis et en Europe se poursuivent en 2025. Les réserves des banques américaines sont toujours abondantes. Risque : augmentation des émissions nettes de bons du Trésor sur fond d'extension de la loi sur les réductions d'impôt et les emplois et de valorisations tendues des valeurs américaines.	Conditions financières ↓	● ● ●	● ● ●
Les marchés du logement sont confrontés à des contraintes d'offre (sauf en Chine). L'assouplissement des conditions financières et la stabilisation de la croissance des salaires nominaux améliorent l'accessibilité au logement.	Marché de l'immobilier résidentiel	● ● ●	● ● ●
Les marchés du travail américain et allemand devraient connaître un nouveau léger ralentissement. Le taux de chômage dans les pays du G7 atteindra max. 0,4-0,5 % d'ici la fin de 2025.	Marché du travail	● ● ●	● ● ●

5. Investissement durable : une vision de long terme

→ À l'approche de 2025, notre scénario de base d'incertitude économique et d'imprévisibilité des marchés financiers pourrait conduire certaines entreprises et certains investisseurs à reléguer la durabilité au second plan à court terme. Néanmoins, la tendance à long terme vers la durabilité et la décarbonation de l'économie mondiale est solidement établie et, bien qu'elle aurait eu des retombées plus favorables dans le contexte de notre scénario optimiste, nous estimons que sa trajectoire globale sera maintenue. Les investisseurs durables qui se sont fixé un horizon à plus long terme sont donc bien positionnés pour voir au-delà des défis que nous réservent les 12 prochains mois.



Du point de vue de l'impact, il est à prévoir que le prochain leadership américain se retirera de l'Accord de Paris et réduira son soutien aux industries vertes, ce qui freinera le progrès vers les objectifs mondiaux de durabilité mais ne l'enlèvera pas.

En Europe, malgré les défis structurels, une reprise de la croissance, un rebond des dépenses de consommation et un faible taux de chômage profiteraient globalement aux investisseurs durables. Les entreprises européennes tendent à surperformer leurs homologues américaines et asiatiques en matière d'évaluation de la durabilité, une tendance qui devrait s'accroître en 2025, l'Europe durcissant ses réglementations relatives au reporting sur l'ESG. Aux États-Unis, une administration républicaine pourrait réduire les incitations à la transparence des entreprises ou les engagements en matière de durabilité. En Europe, les perspectives à moyen terme pour les industries vertes sont également positives, grâce à l'élan et au soutien politique en faveur de la décarbonation et au solide positionnement de la région dans les énergies propres.

Aux États-Unis, les perspectives macroéconomiques étant enveloppées d'un épais brouillard, la question la plus importante pour les investisseurs durables est de savoir à quelle enseigne la nouvelle administration logera les industries vertes et la finance durable en général. Les États républicains ont bénéficié de manière disproportionnée du financement de la Loi sur la réduction de l'inflation. Nous nous attendons donc à ce que cette tendance se poursuive dans une large mesure, au même titre même que le soutien politique bipartisan aux industries clés telles que les infrastructures et les réseaux électriques. Dans notre scénario pessimiste, l'attention portée à la durabilité pourrait se réduire comme une peau de chagrin et les chaînes d'approvisionnement mondiales des grandes industries vertes pourraient subir des dommages dans le cadre d'une guerre des tarifs douaniers entre la Chine et les États-Unis.

Actions durables

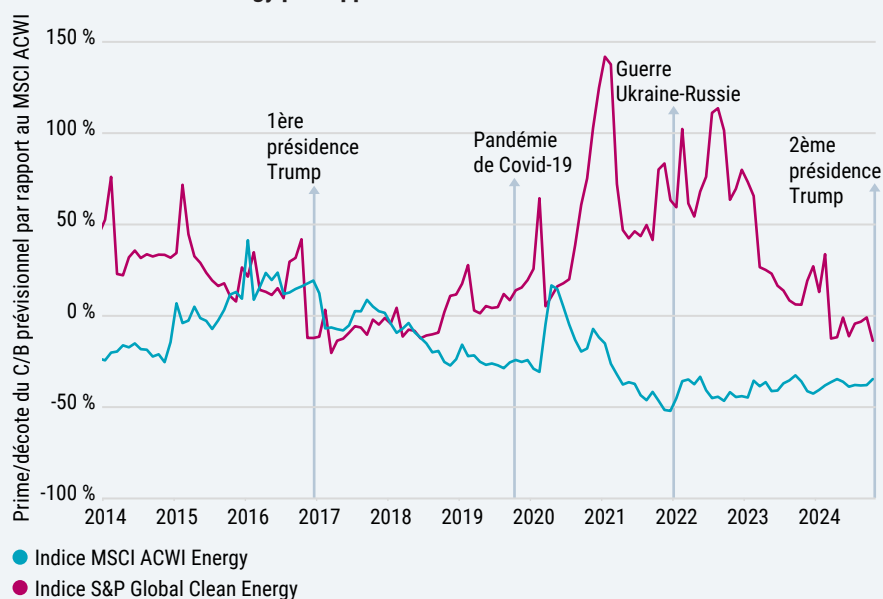
Depuis le début de l'année 2024, les indices liés aux critères ESG ont légèrement sous-performé les indices de référence traditionnels (bien que la situation soit contrastée selon la région et l'approche de l'investissement durable), signant une performance quelque peu inférieure à celle de 2023. Néanmoins, la performance ESG s'est améliorée depuis 2022, à la faveur de la surperformance des secteurs des technologies, des communications et de la finance, ainsi qu'à la sous-performance relative du secteur de l'énergie cette année.

Depuis 2023, les primes de valorisation des indices d'actions labellisés ESG et ISR par rapport aux indices de référence traditionnels ont en moyenne diminué sur les marchés développés. Cette baisse est en partie due à des forces régionales, telles que la concentration du marché dans l'indice d'actions américain, où les sept premiers titres ont eu un impact sur la valorisation relative de l'ESG par rapport aux indices traditionnels.

C'est un aspect à surveiller au cours des 12 prochains mois : si les performances des indices traditionnels continuent de s'élargir, les approches actives de la durabilité qui affichent une plus faible concentration des sept premiers titres pourraient se révéler plus payantes que les approches passives. Dans les marchés émergents (ME), la baisse de l'allocation à la Chine, par exemple dans l'indice EM SRI, a probablement aussi joué un rôle à cet égard, la Chine se négociant à une décote par rapport aux autres ME.

Dans le domaine des énergies renouvelables, l'environnement macroéconomique difficile, caractérisé par une inflation et des taux d'intérêt plus élevés que prévu et par la volatilité qu'ils ont entraînée en 2024, a constitué un obstacle. Les titres du secteur des énergies propres ont été considérablement revalorisés par rapport au secteur de l'énergie traditionnel et évoluent aujourd'hui à un plancher historique.

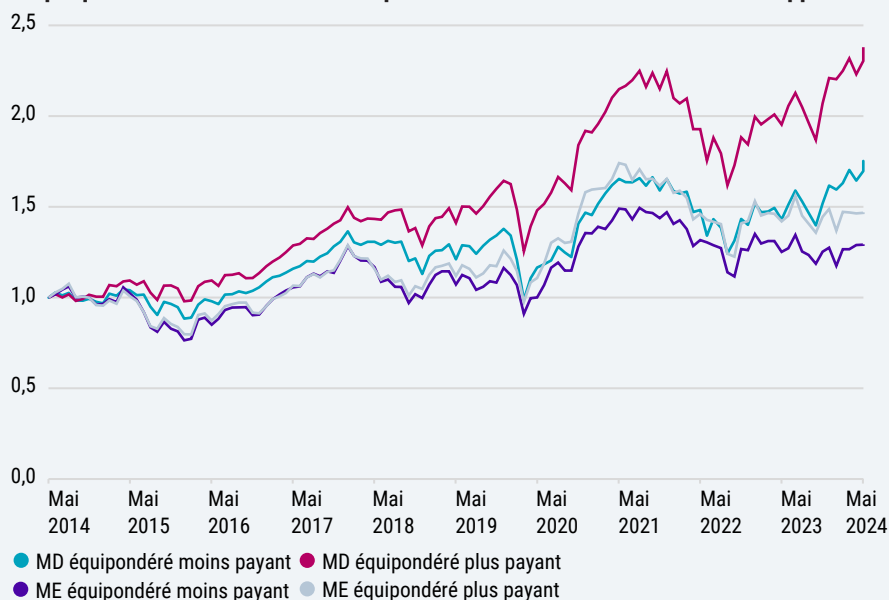
Graphique 16 : Valorisation prévisionnelle des actions des secteurs des énergies propres et de l'indice ACWI Energy par rapport aux actions mondiales



Source : Bloomberg. Données au 30 octobre 2024.

Les changements apportés aux orientations sur la dénomination des fonds en Europe en 2025 accentueront la différenciation entre les opportunités, car certains indices et fonds délaisseront les termes « ESG » et « durable » au profit de « transition », et offriront des opportunités d'investissement plus flexibles. Historiquement, les entreprises cheffes de file de la transition climatique⁷ ont surperformé celles en queue de peloton, dans les marchés développés et émergents, ainsi que dans les secteurs à faibles et à fortes émissions.

⁷ Nous désignons comme « cheffes de file de la transition climatique » les entreprises qui se sont fixé des objectifs de décarbonation crédibles et qui sont alignées sur l'Accord de Paris ou en cours d'alignement.

Graphique 17 : Performances historiques similaires dans les marchés développés et émergents

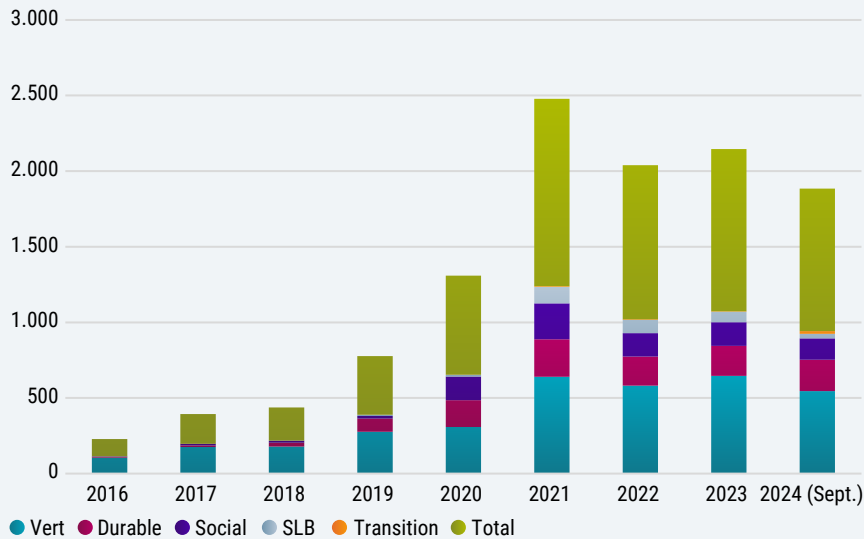
La décrue de l'inflation se poursuivant au cours du premier semestre 2025, un environnement de taux d'intérêt et d'inflation plus faibles serait favorable aux approches thématiques axées sur la croissance. Toutefois, le second semestre de l'année pourrait nous réserver davantage de surprises positives en matière d'inflation, car nous nous rapprocherons d'un point d'inflexion de l'inflation. Le cycle d'assouplissement s'en verra perturbé et cela aura probablement une incidence sur les valorisations relatives des indices ESG par rapport aux indices non-ESG ainsi que sur les approches thématiques. Dans l'ensemble, les perspectives ne sont pas claires et dépendent de l'environnement macroéconomique et politique, alors que l'incertitude entourant les futures politiques américaines est susceptible d'entraîner des divergences régionales.

Obligations durables

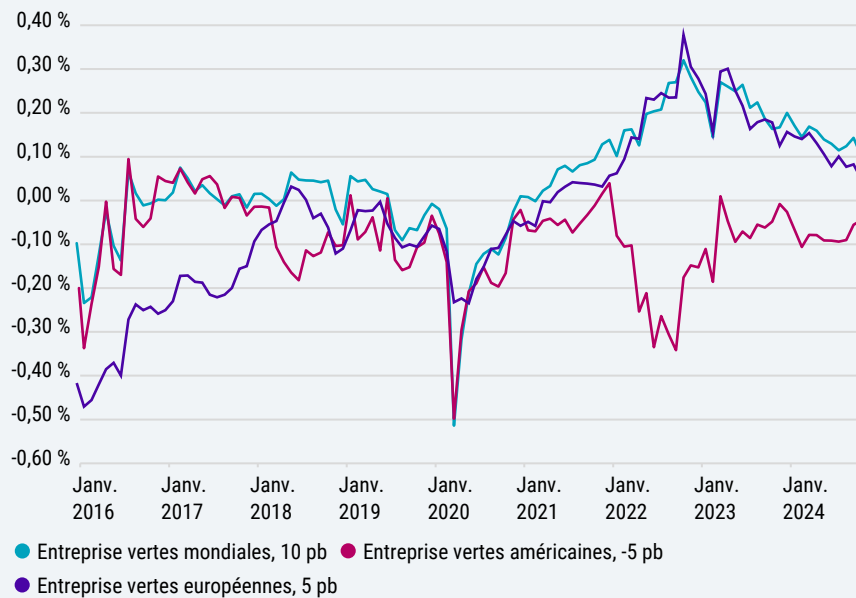
Le marché des obligations vertes, sociales, durables et liées à la durabilité (GSS+) est resté vigoureux en 2024, alimenté par une forte demande des investisseurs pour les obligations vertes, ce qui joue un rôle crucial dans le financement de la transition vers un avenir durable. Les émissions ont atteint 942 milliards de dollars à la fin du mois de septembre, les ventes d'obligations battant des records. L'Europe reste en première ligne des émissions et la maturité du marché s'est améliorée à la faveur d'une plus grande diversification des types d'émetteurs, qu'il s'agisse d'entreprises ou du segment SSA (supranationales, souveraines et d'agences). Cette tendance à la diversification devrait se poursuivre en 2025, favorisée tout particulièrement par les émetteurs des marchés émergents et les secteurs difficiles à maîtriser. Les obligations de transition devraient également gagner en popularité, en particulier en Asie.

Le « greenium » (prime des obligations vertes) a diminué en 2024, les obligations vertes étant désormais attractives en termes de prix par rapport à leurs niveaux historiques. La baisse du « greenium » est largement attribuée à l'abondance de l'offre observée jusqu'à présent en 2024. Cela ne reflète toutefois pas une perte d'appétit de la part des investisseurs en obligations vertes. Nous pensons que le « greenium » se maintiendra à ses niveaux actuels, bien qu'il puisse augmenter si l'appétit des investisseurs pour les obligations certifiées EU Green Bond Standard, qui entreront en vigueur en décembre 2024, augmente lui aussi.

Graphique 18 : Émission de dette durable



Graphique 19 : Différentiel de spread : indices d'obligations d'entreprise vertes vs. traditionnelles



6. Bras grand ouverts à l'investissement dans la transition

→ Paysage de l'investissement durable

En 2025, le paysage de l'investissement durable continuera d'être façonné par l'évolution des réglementations, qui prévoiront des exigences plus strictes en matière de publication d'informations et de normalisation. En Europe, la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD) exige des grandes entreprises publiques qu'elles publient des informations ESG en 2025. Les investisseurs devront rendre compte de l'alignement de leurs portefeuilles d'investissement sur la taxonomie durable de l'UE. D'autres pays, dont le Royaume-Uni, Singapour, le Canada et la Chine, prévoient de rendre obligatoire la publication d'informations sur la durabilité dans les prochaines années. Tout en favorisant la transparence et des décisions d'investissement avisées, le coût et l'effort sont non négligeables, et le non-respect des normes pourrait avoir des conséquences financières, opérationnelles et de réputation.

En Europe, les régulateurs ont renforcé l'examen de la conformité des gérants d'actifs avec les réglementations relatives à la finance durable. En revanche, dans l'environnement politique en pleine effervescence des États-Unis, les investisseurs et les gérants d'actifs pourraient être poussés à se concentrer uniquement sur les performances financières. Du côté des entreprises, les chefs d'entreprise pourraient reléguer les initiatives de durabilité au second plan par manque de motivation ou par crainte de retour de flamme.



L'une des grandes tendances en 2025 sera l'investissement dans la transition. Celui-ci étant de plus en plus reconnu par les régulateurs comme une catégorie de l'investissement durable, nous nous attendons à une croissance rapide des fonds d'investissement dans la transition. Les investisseurs doivent faire preuve de circonspection, car les définitions de la transition sont plurielles, certaines se concentrant sur la transition vers une économie bas carbone alors que d'autres adoptent une approche plus large de la transition durable.

Climat, nature et action sociale

À l'heure où nous écrivons ces lignes, le sommet sur le climat de la COP29 est en cours et cherche à obtenir un nouvel engagement financier pour remplacer l'engagement de 100 milliards de dollars pris lors de la COP15 en 2009. En 2025, la COP30 revêtira une importance capitale puisque les pays devront présenter de nouveaux plans d'action en faveur du climat et des objectifs d'émissions fondés sur le « bilan mondial » de 2023. Une question clé est de savoir si la Chine a atteint son pic d'émissions en 2023 ou si elle aura développé de nouvelles capacités de production de charbon.

Les discussions tenues ces deux dernières années ont porté sur le financement et tout particulièrement sur la notion que les fonds devraient émaner des pays riches qui ont alimenté le réchauffement climatique vers les pays pauvres qui n'y ont pas contribué. Alors que les ambitions en matière d'atténuation sont mises sur pause dans l'attente de décisions de financement, l'opinion largement majoritaire est que l'adaptation et la résilience nécessiteront des investissements importants. Il est peu probable que les États-Unis contribuent aux discussions sur le climat au cours des prochaines années, mais, comme la dernière fois, leur retrait n'empêchera pas les autres pays de prendre de nouveaux engagements et de progresser.

L'action pour la nature gagnera en importance en 2025. Le sommet sur la biodiversité de la COP16, organisé en octobre 2024, a permis d'intensifier les efforts de conservation au niveau mondial. Ses résultats les plus marquants comprennent la création d'un organe subsidiaire permanent pour les peuples autochtones et l'importance d'intégrer la biodiversité dans tous les secteurs. Toutefois, la mobilisation des ressources demeure problématique, ce qui met en exergue la nécessité d'accroître le soutien financier et les engagements en matière de conservation.

Dans les mois à venir, entreprises et investisseurs devraient fixer des objectifs et élaborer des plans d'action étayés par une meilleure analyse des données. Les fournisseurs ont récemment publié de nouvelles données en collaboration avec des organisations de protection de la nature et, bien que la « panacée » reposant sur des données n'existe pas, de nouveaux progrès devraient être réalisés. Les données géospatiales devraient également permettre de se faire une idée plus précise de la situation en 2025, grâce aux investissements considérables consentis à l'échelle du secteur ces dernières années.



Les thèmes liés à l'environnement resteront en tête de liste de l'ordre du jour en 2025, mais des progrès sur les thèmes sociaux seront réalisés. La taskforce sur les inégalités et les informations financières à caractère social, récemment créée, formera des groupes de travail l'année prochaine afin d'élaborer un cadre mondial permettant aux entreprises et aux institutions financières d'améliorer la publication d'informations sur les impacts sociaux, les dépendances, les risques et les opportunités.

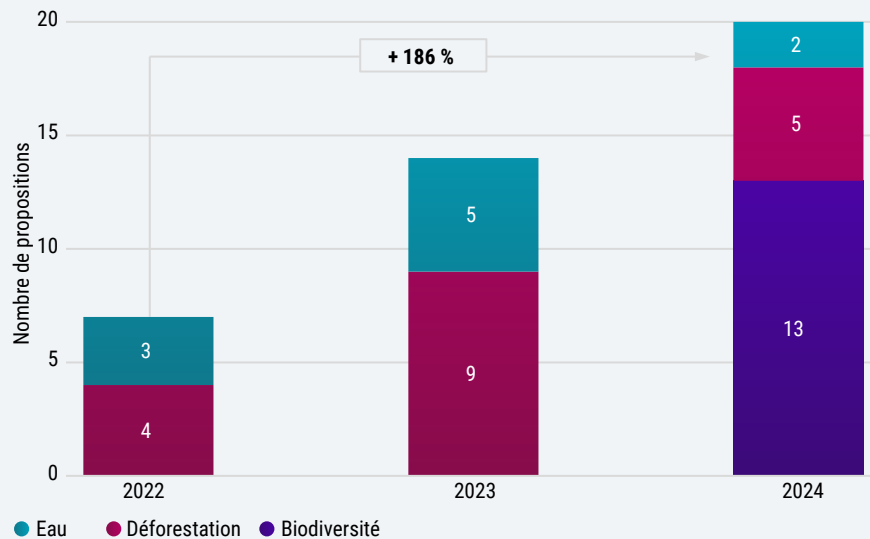
L'actionnariat actif

Concernant la saison des votes par procuration de 2025, nous nous attendons à un accent mis sur la responsabilité des administrateurs, l'action climatique, la diversité, l'équité et l'inclusion, l'intelligence artificielle et la nature. En 2024, un événement inattendu majeur a été le procès intenté par Exxon à deux actionnaires, Follow This et Arjuna Capital afin d'empêcher que leur proposition appelant à des objectifs climatiques plus ambitieux ne soit soumise au vote. Ce procès a contourné la procédure d'exclusion des propositions d'actionnaires habituelle de la SEC, créant ainsi un précédent qui pourrait avoir une incidence sur la saison des votes par procuration de 2025 et dissuader les actionnaires de soumettre des propositions.

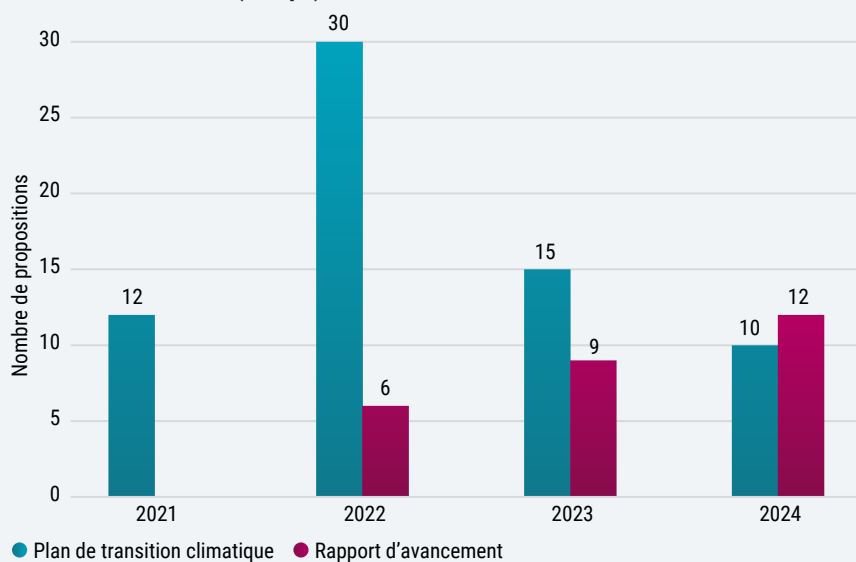
Aux États-Unis, la rhétorique anti-ESG s'est aussi traduite par une augmentation du nombre de propositions anti-ESG en 2024, bien qu'elles n'aient engrangé qu'un soutien limité. Nous nous attendons à une nouvelle augmentation de leur nombre en 2025. Néanmoins, des signes indiquent que les propositions d'actionnaires liées à la nature commencent à se multiplier en 2024, et les actionnaires actifs engagés qui se sont fixé des priorités durables répondront toujours présents.

En Europe, la rémunération des dirigeants était au centre de l'attention en 2024 et devrait le rester. Si le nombre de résolutions liées au « Say on Climate » a diminué, celui des entreprises qui soumettent au vote leurs plans de transition climatique est en hausse.

Graphique 20 : Propositions relatives à la nature introduites par année



Graphique 21 : Nombre de plans de transition climatique et de rapports d'avancement soumis au vote des actionnaires (Europe)



L'engagement en faveur du climat devrait s'intensifier en 2025 et être marqué par une dissonance croissante entre les entreprises en transition et celles qui défendent leurs business models traditionnels, en particulier dans le secteur de l'énergie aux États-Unis. La collaboration des investisseurs pourrait temporairement diminuer, les investisseurs américains étant susceptibles de se retirer de l'initiative Climate Action 100+, bien que d'autres investisseurs mondiaux la rejoignent. L'engagement en faveur de la biodiversité et des thèmes liés à la nature est amené à se développer, stimulé par l'initiative Nature Action 100 lancée en 2024.

Conclusion

Pour les investisseurs durables, l'année 2025 pourrait être placée sous le signe de l'attente. À l'instar de tout cycle économique, des opportunités existent toujours, mais les investisseurs durables doivent les dénicher dans les secteurs les plus résilients face aux conditions macroéconomiques. Pour ce faire, il s'avèrera crucial de combiner les objectifs d'impact avec une discipline d'investissement rigoureuse. Malgré les revers que le nouveau leadership américain fait subir à l'investissement durable, l'engagement mondial en faveur de l'action pour le climat et la nature reste solide, ce qui garantit la poursuite des progrès.



Pour en savoir plus, consultez le site web de Robeco

Important information

Ces informations se réfèrent uniquement à des informations générales sur Robeco Holding B.V. et/ou ses sociétés liées, affiliées et filiales, (« Robeco »), l'approche, les stratégies et les capacités de Robeco. Ce document est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels, au sens d'investisseurs considérés comme clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme tels ou qui ont été autorisés à recevoir ce type d'informations conformément à toute loi applicable. Sauf indication contraire, les données et informations rapportées proviennent de Robeco, sont, à la connaissance de Robeco, exactes au moment de la publication et sont fournies sans garantie d'aucune sorte. Toute opinion exprimée est uniquement celle de Robeco. Elle ne constitue pas une déclaration factuelle, elle est susceptible d'être modifiée et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement. Ce document a pour seul but de donner un aperçu de l'approche et des stratégies de Robeco. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document juridique concernant un instrument financier spécifique. Les données, informations et opinions contenues dans le présent document ne constituent pas et ne peuvent en aucun cas être interprétées comme une offre, une invitation ou une recommandation d'effectuer des investissements ou des désinvestissements ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription à des instruments financiers ou comme des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de recherche en matière d'investissement ou comme une invitation à en faire tout autre usage. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Le présent document ne peut pas être reproduit ni distribué au public. Aucune partie du présent document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit sans la permission préalable et écrite de Robeco.

Robeco Institutional Asset Management BV (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et autorisée à la libre prestation de service en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe aux investisseurs professionnels en France. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement, il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur www.robeco.com/fr.