

*métagram,*  
*Gestion Privée*



Valeurs & Conseils  
Groupe

**Mars 2025**

présenté par **Xavier Biharé**

Achévé de rédiger le 13/03/2025

# Croissance : Brouillard trumpiste



A l'heure des bilans définitifs pour 2024 et des prévisions de croissance pour 2025, l'incertitude augmente sur les perspectives d'évolution du commerce mondial au gré des annonces tarifaires de l'administration Trump.

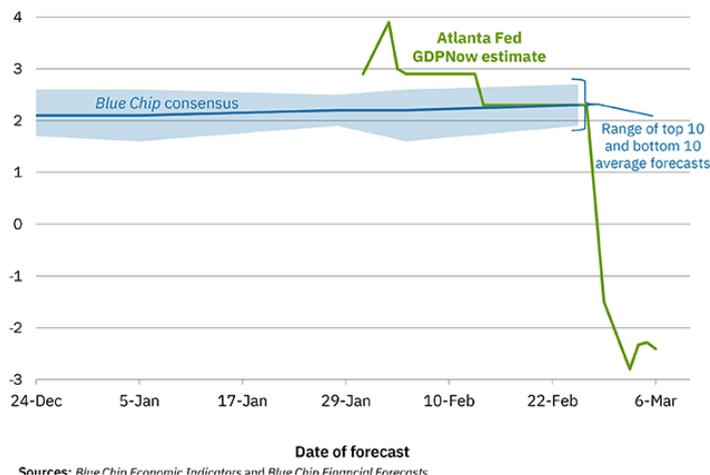
Croissance du PIB (en %)	Croissance 2024	Prévision 2025
Monde	3,2	3,3
Zone Euro	0,7	0,9
Etats-Unis	2,8	2,2
Chine	5,0	4,5
Japon	0,1	1,1
Grande Bretagne	0,9	1,1

**L'économie américaine** a encore démontré en 2024 sa résilience avec la consommation des ménages comme principal moteur. L'ensemble des analystes anticipe un ralentissement en 2025. Ce ralentissement s'annonçait modéré mais une accumulation de nuages semble se dessiner au cours des dernières semaines.

Parmi les signaux d'alerte récents, les publications des FED régionales pointent une dégradation du climat des affaires, notamment sur les indices manufacturiers. Plus largement, ces indications se combinent avec les résultats des enquêtes nationales auprès des directeurs d'achats qui pointent une dégradation des PMI dans les services. Au niveau de l'emploi, les annonces de licenciements ont atteint en février leur plus haut niveau depuis juillet 2020. Enfin, la consommation elle-même montre des fragilités inhabituelles avec un important repli des ventes au détail (plus forte baisse depuis 2 ans).

L'estimation de « croissance flash » publiée par la FED d'Atlanta début mars montre un effondrement inédit du PIB depuis la crise Covid. A noter cependant que, si cet indicateur est très volatil, ces estimations GDPNow sont historiquement plutôt fiables sur les tendances économiques.

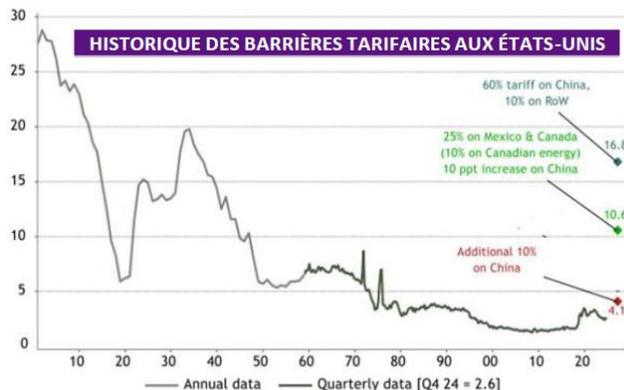
Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q1  
Quarterly percent change (SAAR)



Source: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Il ressort de tout cela que les annonces erratiques du président Trump, notamment sur le sujet des taxes douanières pèsent d'ores et déjà sur le moral des ménages et des entreprises. Ceci milite pour une accentuation du ralentissement de la croissance américaine au cours des prochains trimestres.

Plus globalement, si une guerre commerciale venait à s'installer, il est difficilement envisageable que cela n'impacte pas négativement les échanges commerciaux mondiaux. Rappelons qu'en 6 semaines, des tarifs douaniers ont été annoncés envers les principaux partenaires commerciaux américains. Certes, ce sont pour partie des menaces destinées à négocier de manière bilatérale. Il n'en demeure pas moins que ces perspectives amèneraient les taxations des importations au plus haut depuis le début du 20<sup>ème</sup> siècle.



Source : ASR Ltd. / LSEG Datastream.

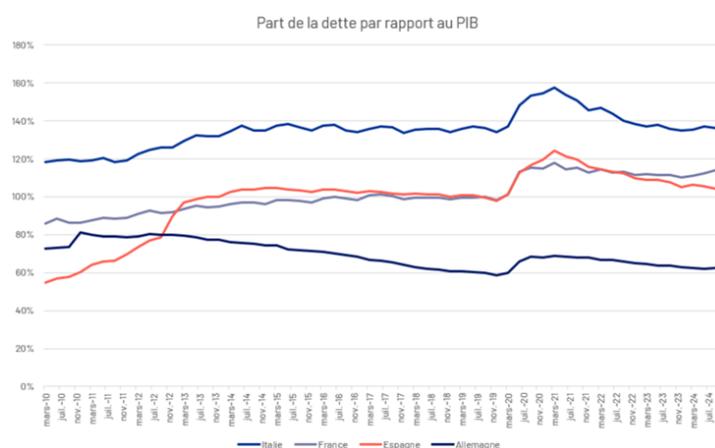
## Croissance : Sursaut européen ?



En **zone Euro**, la croissance a stagné au T4 2024. La croissance de l'année 2024 se limite à 0,7% avec de fortes disparités selon les Etats membres. Les Etats du sud s'en sortent sensiblement mieux que la France et l'Allemagne.

Les marges de progression pour 2025 seront limitées par le virage protectionniste aux Etats-Unis et des difficultés persistantes dans l'industrie soulignées par les niveaux actuellement faibles des indices PMI.

Sur ce point néanmoins, les développements géopolitiques récents liés aux modifications éventuelles de soutien militaire entre Américains et européens, pourraient changer la donne. Impensable encore fin février, l'Allemagne a en effet décidé de mettre de côté son dogmatisme budgétaire et de se lancer dans un programme d'investissement en dépenses militaires de 500 mds€ ! La situation financière de l'Etat allemand lui offre en effet une marge de manœuvre confortable.

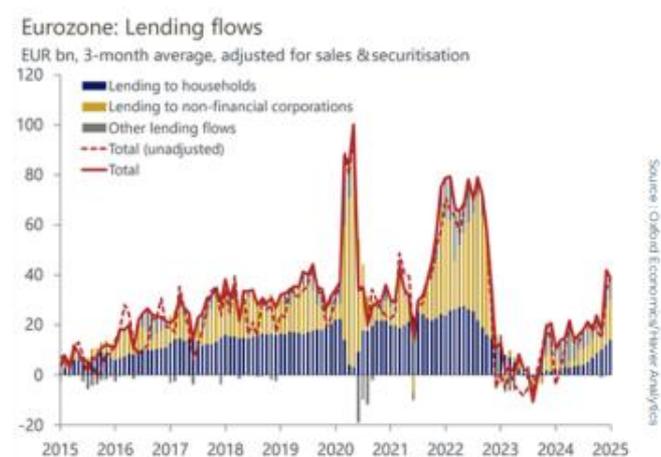


En dehors de raisons géopolitiques, cette décision du chancelier Merz s'explique également par une situation économique difficile depuis 2 ans.

Ce programme devrait soutenir la croissance allemande et plus largement se diffuser en Europe si le programme de 800 mds€ d'investissement de défense se concrétise au cours des prochaines années.

En revanche, l'amélioration du marché du crédit bancaire qui semblait se dessiner depuis quelques mois pourrait connaître un coup d'arrêt. En effet, la décision allemande a provoqué des hausses sensibles des taux longs gouvernementaux européens. Ceci pourrait impacter négativement les taux de crédit si la situation venait à perdurer.

### Evolution des volumes de crédit accordés en Europe



En **Chine**, la croissance 2024 a tiré profit des mesures d'assouplissement monétaire, de soutien au secteur immobilier et de relance budgétaire mises en œuvre depuis fin septembre. La hausse des exportations a également porté l'activité. Pour 2025, le secteur exportateur devrait faire face aux barrières protectionnistes et peser négativement sur la croissance.

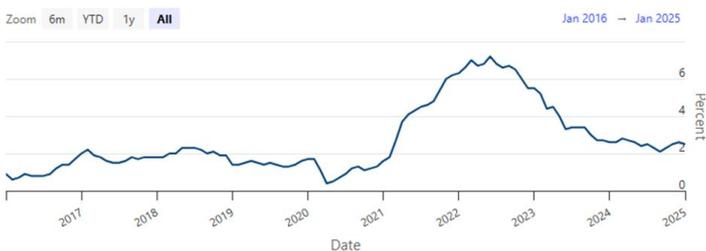
# Inflation : toujours des incertitudes

L'inflation a légèrement progressé en janvier aux **USA**, avant même que les barrières douanières du président Donald Trump ne soient mises en place. De janvier 2024 à janvier 2025, les prix à la consommation ont augmenté de 3 % (après 2,9 % en rythme annuel en décembre). Elle accélère pour le quatrième mois consécutif d'après l'indice CPI publié par le département du Travail.

L'inflation «PCE», indicateur privilégié de la FED, s'affiche à 2,5% en janvier. Le « core-PCE » qui exclut les éléments volatils que sont l'énergie et les produits alimentaires, s'est inscrit à 2,6%, soit son plus bas niveau depuis mars 2021.

## Inflation PCE US

Personal Consumption Expenditures Price Index: Percent Change from Year Earlier



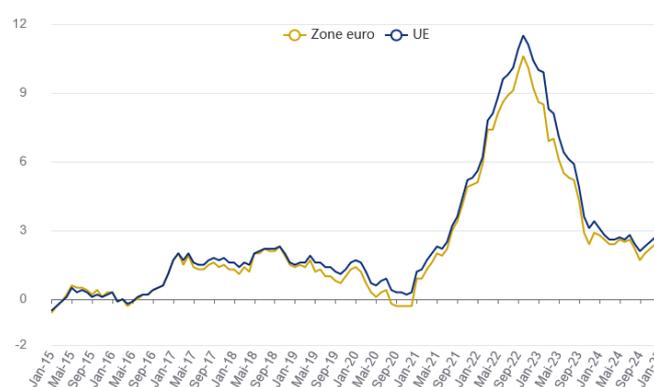
Unités : Pourcentage  
Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis , données : « NIPA Tableau 2.8.11. Dépenses réelles de consommation personnelle par type de produit principal : variation en pourcentage par rapport au mois précédent »  
Fréquence : Mensuelle  
Avis de non-responsabilité concernant l'API

Même s'ils ne montrent pas de repli de l'inflation, ces chiffres sont plutôt de nature à rassurer la FED. Ils symbolisent globalement une stabilisation cohérente avec l'attentisme de la Banque Centrale (cf page suivante). Néanmoins, la politique protectionniste annoncée par l'administration Trump continuera de susciter une étroite surveillance des autorités monétaires afin de déceler un éventuel redémarrage de l'inflation.

En **zone Euro**, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,4% en février, impacté notamment par la composante services par les prix alimentaires. En excluant les éléments volatils, l'inflation atteint 2,7%, comme attendu par le consensus.

## Inflation européenne

Taux d'inflation annuels (%)



eurostat

Le repli est notable en France en lien avec la baisse du tarif réglementé de l'électricité. L'inflation se replie également en Allemagne mais rebondit dans les pays du sud.

De son côté, la BCE indique que l'inflation est attendue à 2,3% pour cette année contre 2,1% précédemment en intégrant une dynamique plus soutenue des prix à l'énergie.

# Banques Centrales - Découplage confirmé

## 1 - FED

Comme le laissé présager les dernières évolutions de l'inflation et les déclarations de J. Powell en fin d'année 2024, la FED a laissé ses taux inchangés lors de son premier comité de l'année 2025. Ceci malgré les pressions de D. Trump. Les taux directeurs américains se situent toujours à **4,25-4,50%**.

La Banque Centrale a estimé que l'économie était résiliente, que le marché du travail restait solide et que l'inflation se situait à des niveaux un peu trop élevés pour poursuivre un assouplissement monétaire. A l'issue de sa précédente réunion, l'autorité monétaire américaine avait clairement indiqué qu'elle était «sur le point de ralentir le rythme».

Les membres du comité préfèrent attendre la mise en place des premières mesures de l'administration Trump et juger de leurs incidences sur l'économie avant de décider des prochains mouvements sur les taux directeurs.

La prochaine réunion se tiendra les 18 et 19 mars. A ce stade, le consensus de marché anticipe un statu quo sur les taux à 97%. Pour l'année 2025, à l'heure actuelle, ce même consensus n'anticipe que une à deux baisses de taux.

### Probabilités de niveaux de taux directeurs lors des prochains comités de la FED

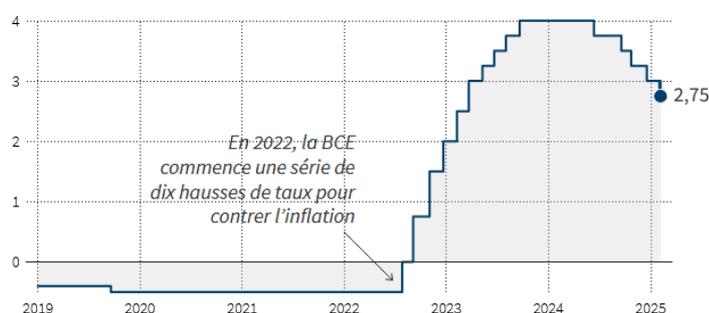
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
19/03/2025					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	97,0%	0,0%
07/05/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	46,0%	52,7%	0,0%
18/06/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	39,6%	51,7%	7,5%	0,0%
30/07/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	19,8%	45,5%	30,2%	3,9%	0,0%
17/09/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	13,6%	37,2%	35,2%	12,4%	1,3%	0,0%
29/10/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	5,2%	22,2%	36,5%	26,9%	8,3%	0,8%	0,0%
10/12/2025	0,0%	0,0%	0,1%	2,2%	12,1%	28,0%	32,6%	19,3%	5,3%	0,5%	0,0%
28/01/2026	0,0%	0,0%	0,3%	3,5%	14,2%	28,6%	30,8%	17,5%	4,6%	0,4%	0,0%
18/03/2026	0,0%	0,1%	1,0%	5,8%	17,3%	29,1%	27,9%	14,7%	3,7%	0,3%	0,0%
29/04/2026	0,0%	0,2%	1,5%	7,0%	18,5%	29,0%	26,6%	13,6%	3,4%	0,3%	0,0%
17/06/2026	0,0%	0,3%	1,9%	7,9%	19,3%	28,8%	25,6%	12,8%	3,1%	0,3%	0,0%
29/07/2026	0,1%	0,6%	3,2%	10,3%	21,4%	28,1%	22,8%	10,7%	2,5%	0,2%	0,0%
16/09/2026	0,1%	0,5%	2,7%	8,8%	19,0%	26,7%	23,9%	13,3%	4,3%	0,7%	0,0%
28/10/2026	0,1%	0,5%	2,5%	8,3%	18,1%	26,0%	24,2%	14,2%	5,1%	1,0%	0,1%
09/12/2026	0,5%	2,5%	8,2%	18,0%	25,9%	24,2%	14,4%	5,2%	1,1%	0,1%	0,0%

## 2 - BCE

La BCE poursuit son mouvement de baisse des taux directeurs. Elle a annoncé une nouvelle baisse de 0,25% le 6 mars dernier. Les taux directeurs de la zone Euro se situent aujourd'hui à **2,50%-3,00%**.

### Une 5e baisse de taux depuis juin 2024

Taux de dépôt de la Banque Centrale Européenne, en pourcentage



Dans son communiqué, C. Lagarde indique que « le processus de désinflation est en bonne voie ». Elle mentionne également que « la politique monétaire devient sensiblement moins restrictive ». Il s'agit d'un changement notable de terminologie qui suggère qu'une nouvelle baisse de taux en avril prochain n'est pas certaine. L'approche est dorénavant qualifiée « d'évolutive » en raison notamment des incertitudes élevées liées à une éventuelle guerre commerciale avec les Etats-Unis.

Concernant le plan de « réarmement » de 800 mds€ présenté par la Commission Européenne, la BCE indique que cette éventualité pourrait avoir des répercussions positives sur la croissance et la productivité mais négatives sur l'inflation.

D'ici fin juin, il est vraisemblable que la BCE décide une à deux nouvelles baisses de taux de 0,25%.

# Evolution des marchés de taux

## Tensions sur les obligations d'Etat européennes

Alors que les taux monétaires ont poursuivi leurs baisses en Europe, les taux longs connaissent un accès de fièvre soudain depuis début mars (+40 bp). Le mouvement est inverse aux Etats-Unis.

### Taux gouvernementaux à 10 ans (USA-France-Allemagne)



Cette brusque tension sur les taux longs européens traduit la révolution budgétaire en cours en Allemagne consécutive au sentiment de rapprochement entre Trump et Poutine au dépend des alliés européens.

Le nouveau chancelier Merz a repris le «quoi qu'il en coûte» de M. Draghi en proposant une sortie partielle des dépenses de défense du calcul du déficit et la création d'un fonds spécial de 500 mds€ sur 10 ans pour l'investissement en infrastructures, notamment militaires. Cet accroissement de dettes à terme se traduit par une hausse des rendements exigés par les créanciers.

En conséquence, la pente des courbes de taux européennes s'est considérablement accentuée. L'écart entre les taux courts (2 ans) et les taux longs (10 ans) dépasse les 0,50%. Il pourrait atteindre les 1,00%.

## Belle résistance des obligations privées

Les premiers mois de l'année sont positifs pour le marché européen des obligations crédit. Les progressions s'inscrivent dans la lignée de 2024.

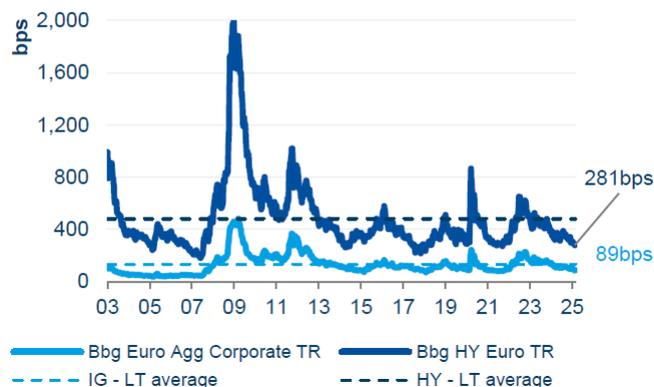
PERFORMANCES indices*	1M	YTD	1 an
Investment Grade (ICE Bofa Merrill Euro Coporate Index)	0,61%	1,09%	6,25%
High Yield (ICE Bofa Merrill Euro BB-B Index)	0,92%	1,42%	8,91%

\*Données au 28/02/2025 - Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Ce beau parcours s'explique notamment par la poursuite du mouvement de resserrement des spreads de crédit. Au sein de ce marché, le niveau atteint par les spreads fin février montre clairement que le spread des obligations high yield était passé bien en-dessous de la moyenne de long terme. Ceci incitait à la prudence quant au potentiel futur et au risque de correction.

### EUR IG credit more reasonably valued vs High Yield

Bloomberg Euro Aggregate Corporate and High Yield spread to government bond (in bps)



Depuis début mars, même si la classe d'actif subit un léger repli en raison des tensions apparues sur les taux longs gouvernementaux, elle amortit globalement plutôt bien le mouvement. Sans surprise, les obligations de maturité les plus courtes et disposant la meilleure qualité de crédit s'en sortent le mieux. Face aux incertitudes actuelles, nous maintenons notre préférence pour la détention d'obligations crédit de durée courte.

# Evolution des marchés actions

## L'Europe se distingue

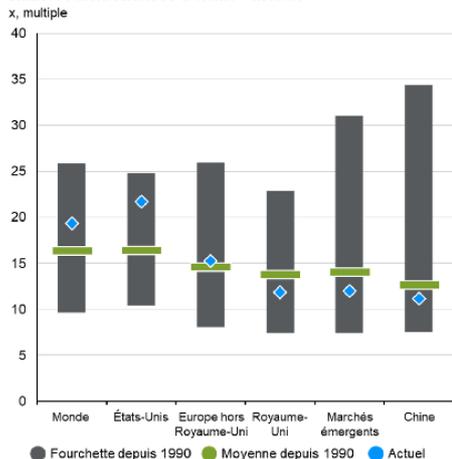
Depuis le début d'année, les marchés actions proposent un scénario inverse à celui de 2024. L'Europe, à la traîne l'an dernier, rattrape une partie de son retard sur les marchés américains ou asiatiques.



Côté américain, les marchés, notamment les valeurs technologiques, pâtissent du manque de visibilité sur la stratégie économique de D. Trump. Les annonces erratiques en termes de tarifs douaniers troublent les processus de prises de décisions des chefs d'entreprises. Du côté des ménages, elles impactent déjà la consommation. Les conséquences concernent également les flux d'investissements. En effet, un certain nombre d'allocataires à travers le monde font le choix de prendre leur profit pour investir dans des zones géographiques jugées plus sûres à terme. Cela se traduit dans la **baisse du dollar face à l'€uro**.

Les marchés européens, pour le moment du moins, bénéficient de ces flux de capitaux entrants. Les gérants internationaux y voient un marché aux valorisations encore accessibles.

Ratio cours/bénéfices à terme - Monde



## Quelles perspectives?

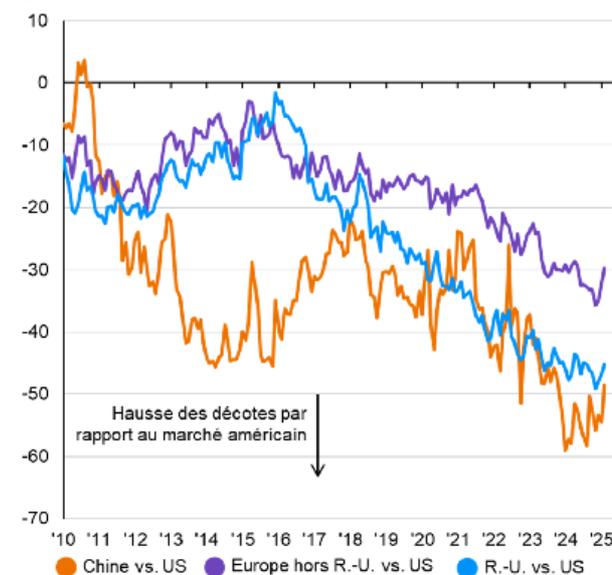
La volatilité devrait restée élevée sur les marchés au cours des prochains mois. A plus long terme, aux **USA**, les sociétés bénéficiant des barrières douanières (thématiques de relocalisations, infrastructures, valeurs moyennes) devraient s'apprécier. Il faut néanmoins garder à l'esprit que la valorisation des grandes capitalisations américaines reste élevée.

En **Europe**, même si la croissance économique globale s'annonce faible, des flux acheteurs extérieurs pourraient soutenir les marchés. Par ailleurs, certains secteurs devraient bénéficier des plans de relance sur les infrastructures et la défense. Idem pour les valeurs à l'activité principalement domestique (banques, services aux collectivités),

La **Chine**, dont les marchés sont toujours très décotés, pourraient également poursuivre le rebond entamé depuis l'automne 2024 en bénéficiant d'un rééquilibrage

## Valorisations relatives des actions

%, décote/prime relative basée sur les ratios cours/bénéfices anticipés à 12 mois



# Allocation d'actifs

Globalement, notre vision de l'allocation reste inchangée pour les semaines à venir. Nous avons indiqué en début d'année que tous les actifs se payaient cher. Les déclarations agressives et changeantes de D. Trump ne font qu'accroître l'incertitude et la volatilité des marchés. Dans cet environnement, nous préconisons de **renforcer les stratégies d'arbitrages (long/short actions, taux, dette privée...)**.

Sur les **marchés obligataires**, la reptification des courbes de taux s'est mise en marche en Europe et devrait se poursuivre. Il convient donc d'éviter de se positionner sur la partie longue de la courbe. Dans un environnement de faible croissance économique en Europe et de baisse des taux directeurs, la détention d'obligations crédit « investment grade » de durée courte continue à offrir des opportunités dans une optique de rendement. Idem pour les dettes subordonnées financières.

Sur les **marchés actions**, en raison des niveaux de valorisation, le positionnement doit être sélectif. Dans un environnement plus protectionniste, les thématiques de relocalisations sont à privilégier, quelque soit la zone géographique. Il en va de même pour les secteurs liés aux infrastructures et à la défense. Globalement, les petites et moyennes valeurs pourraient profiter de leur retard de valorisation pour bénéficier de flux acheteurs.

Taux	Actions	Autres
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Préférence maintenue pour les <b>durations courtes</b>.</li> <li>• <b>Privilégier le IG</b> et le haut du segment High Yield.</li> <li>• Sentiment positif sur les <b>subordonnées financières</b></li> <li>• Diversification sur les <b>TIPS</b> (indexées inflation US)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rééquilibrage entre Europe et USA</li> <li>• Valeurs défensives en <b>Europe</b> (banques, conso, santé, énergie, défense..)</li> <li>• Sous-pondération des <b>USA</b> avec renforcement small caps</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Renforcement des <b>stratégies d'arbitrages</b> : <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Long/short Equity</li> <li>✓ Long/short Crédit</li> <li>✓ Long/short taux</li> <li>✓ Event driven</li> </ul> </li> </ul>

Les informations contenues dans la présente fiche d'information ne sauraient en aucun cas être une recommandation d'achat ou de vente du produit ou un prospectus commercial.

Tout investissement doit être étudié et analysé en fonction de votre situation patrimoniale personnelle et après lecture de l'intégralité des documents commerciaux qui vous seront remis si ce produit retient votre attention.

# Glossaire économique et financier

**BCE** : Banque Centrale Européenne

**Bund** : Emprunt d'Etat allemand à 10 ans

**CPI** : Consumer Price Index (Prix à la consommation)

**EPS** : Earnings Per Share (Résultat par action)

**€ster** : Euro Short Term Rate, taux à court terme qui reflète les coûts d'emprunts au jour le jour entre banques de la zone Euro.

**FED** : Federal Reserve (Banque Centrale américaine)

**FOMC** : Federal Open Market Committee (Comité de politique monétaire de la FED)

**GDP** : Gross Domestic Product / Croissance du Produit Intérieur Brut

**High Yield** : Obligations d'entreprises privées dont la notation est inférieure à BBB

**Inflation PCE** : mesure statistique de la consommation personnelle des ménages aux Etats-Unis (Personal Consumption Expenditures)

**IPCH/HICP** : Indice des Prix à la Consommation Harmonisé

**Investment Grade** : Obligations d'entreprises privées dont la notation est supérieure à BBB

**PMI et ISM** : Ces indices (Purchasing Manager's Index et Institute for Supply Management) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent des résultats d'enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une Valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service) et inversement si l'indicateur se situe en dessous de 50.

**Portage**: Fait de détenir une obligation ou un portefeuille obligataire et de le(s) porter jusqu'à échéance afin de s'assurer du rendement à l'achat, sans risque en capital; Attention, le risque de crédit subsiste (défaut de l'emprunteur).

**Spread de crédit** : Désigne l'écart de rémunération (surplus de rentabilité) demandé par le marché pour un émetteur d'obligation. Il s'ajoute au rendement du taux sans risque comparable (en Europe, le taux de rendement de l'Etat Allemand). Plus l'émetteur appartient à une catégorie risquée, plus l'écart de rémunération (le spread) est élevé afin de rémunérer le risque. Il se calcule entre Etats (exemple spread Italie-Allemagne) ou entre type d'émetteurs (spread Entreprise émettrice -Etat allemand). En période de calme, les spreads se réduisent, en période agitée sur les marchés, ils augmentent.