



Lettre de rentrée

Découvrez nos convictions pour l'année 2025

**Achevée de rédiger
le 02 / 01 / 2025**

LA FRANÇAISE
Crédit Mutuel Alliance Fédérale

Introduction



François Rimeu

Stratège Sénior,
Crédit Mutuel
Asset Management

À la recherche du taux neutre

Nous avons conservé tout au long de l'année 2024 une vision positive sur les classes d'actifs risquées, principalement parce que nos prévisions de croissance étaient globalement moins alarmistes que celles du marché.

La sous-estimation de la croissance américaine par le consensus en particulier a été la raison de notre préférence pour les actions américaines au cours des 12 derniers mois. Les très bonnes performances des actifs risqués en 2024 nous donnent raison a posteriori. Sur les taux, les résultats ont été mitigés avec in fine des performances proches de la neutralité.

Le consensus pour 2025 diffère très largement de ce que l'on observait en 2024. Les craintes de récession ont disparu, les prévisions de croissance ont été revues à la hausse et les attentes de croissance de bénéfice sont élevées. Les valorisations ne laissent de surcroît que peu de place pour les déceptions dans une année qui risque d'être assez mouvementée en raison des incertitudes politiques et géopolitiques.

Est-ce que cela signifie que nous changeons nos allocations vers une posture plus défensive dès à présent ? Non.

Le momentum de croissance mondiale est toujours positif, surtout aux États-Unis, et le début d'année est historiquement porteur pour les actifs risqués. Il nous semble cependant opportun d'augmenter graduellement la sensibilité de nos portefeuilles sur des niveaux de taux que nous jugeons pour certains asymétriques.

Le taux d'équilibre ou taux neutre est un taux que nous ne pouvons par définition pas observer. C'est malgré tout une notion très importante pour les banques centrales (pour rappel, le taux neutre réel est égal à la croissance potentielle d'une économie) et donc, en corolaire, pour les marchés actions. Quantité de modèles existent pour tenter d'évaluer le taux neutre d'une économie, mais aucun d'eux ne fait vraiment référence. Les marchés estiment aujourd'hui que le taux d'équilibre aux États-Unis est d'environ 4 % (Swap 1Y1Y), ce qui nous semble très optimiste. De manière conjoncturelle, il est évident que le taux neutre est plus élevé que précédemment en raison des politiques budgétaires mises en place depuis l'ère Covid, mais est-ce que cela est tenable à terme ? Sur ces niveaux, la probabilité de voir ce taux d'équilibre être revu à la baisse plutôt qu'à la hausse à horizon fin 2025 nous semble forte et c'est un constat que l'on peut aussi faire pour d'autres pays comme la Grande-Bretagne par exemple.

Écarts taux réels à 10 ans vs. taux neutres estimés par la méthode HLW*



Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 31/12/2024

*Méthode HLW :
Holston-Laubach-
Williams

La baisse du risque inflationniste, aussi bien aux États-Unis qu'en zone euro, est un autre facteur expliquant notre appétit grandissant pour les actifs obligataires sans risque même si là encore, certains paramètres géopolitiques pourraient nous amener à revoir notre copie.

Nous vous souhaitons à tous une magnifique année 2025 !

Obligataire Classique

Lors de sa dernière réunion de 2024, la Fed a baissé ses taux directeurs de 25 points de base (bps), une troisième réduction depuis le début de l'assouplissement. Bien qu'attendu, la banque centrale a surpris en relevant à la hausse ses prévisions d'inflation et de taux. Seules deux baisses sont prévues en 2025, contre quatre en septembre. J. Powell a souligné que l'analyse du comité intègre une économie plus résiliente, notamment en termes de croissance, de chômage et d'inflation. En réaction, le taux à 10 ans américain a grimpé à 4,60 %, avec une pentification marquée, l'écart entre les taux 2 et 10 ans atteignant 27 bps, un record depuis mai 2022.

En zone euro, les indices PMI* de décembre révèlent une activité freinée par un secteur manufacturier en contraction, notamment en France et en Allemagne. Les services retournent cependant en territoire d'expansion et le PMI composite hors de ces deux pays progresse à 52,6, traduisant une reprise de la consommation. Les primes de risque (spreads) entre les pays souverains reflètent cette dynamique : le BTP-Bund diminue à 116 bps (contre 168 en janvier), tandis que l'OAT-Bund remonte à 86 bps, proche de 2012.

Sur le crédit Investment Grade (IG), bien que marqué par des tensions géopolitiques et sectorielles, les spreads de crédit restent proches des niveaux les plus bas (IG euro à 90 bps et IG US à 124 bps). En 2025, l'assouplissement de la BCE incitera à allonger les durations, notamment sur la zone 5-7 ans, tandis que la Fed devrait maintenir une stratégie "higher for longer".

FACTEURS POSITIFS



L'inflation devrait continuer de baisser vers 2 % en zone euro. Dans ce contexte, la BCE devrait adopter une politique monétaire accommodante au cours du 1^{er} semestre.



La poursuite d'une **dynamique de croissance positive pour les pays périphériques**, en particulier l'Irlande, l'Espagne, le Portugal.



La **demande sur le marché du crédit IG européen restera élevée** (41 milliards d'euros de flux positifs en 2024) et concentrée sur les fonds IG classiques et les stratégies à échéance. Aux États-Unis, des taux élevés soutiendront la demande pour le crédit IG.

POINTS D'ATTENTION



La **politique monétaire plus restrictive de la Fed** ne devrait avoir qu'un impact marginal sur la BCE, étant donné que cette dernière prend ses décisions en fonction des conditions économiques propres à la zone euro.



L'évolution de l'euro-dollar, ainsi que son potentiel à générer des **pressions inflationnistes** seront scrutés par les banquiers centraux et les investisseurs.



L'offre d'obligations sera clé, la BCE arrêtant les réinvestissements de l'APP** et du PEPP*** en janvier 2025, obligeant le marché à absorber 510 milliards d'euros, en plus des émissions d'États déjà importantes.

POSITIONNEMENT ★★★☆☆

Nous adoptons, début 2025, une position neutre à légèrement positive en sensibilité, **priviliégiant la zone cœur de la courbe**. Nous sommes surpondérés sur l'Espagne, neutres sur l'Italie et sous-pondérés sur la France.

Sur le crédit IG, les primes de risque devraient se stabiliser en l'absence de chocs, et le **portage devrait rester le principal moteur de performance**. Nous favorisons la qualité, les secteurs défensifs, et la partie médiane de la courbe (jusqu'à 7-8 ans), maximisant le « roll down return » pour un bêta modéré. **Nous privilégions également les financières** aux entreprises grâce à leurs fondamentaux estimés solides. Dans une logique de portage, les obligations subordonnées financières Lower Tier 2 sont jugées attractives avec 50 bps de rendement supplémentaire par rapport aux seniors.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 31/12/2024

*PMI : Purchasing managers index ou indicateur composite de l'activité manufacturière.

**APP : Asset Purchase Programme ou Programme d'achats d'actifs.

***PEPP : Pandemic Emergency Purchase Programme ou programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Obligataire Spécialisé – Haut Rendement

2024 fut relativement calme sur le marché du crédit, l'année 2025 devrait être marquée par le retour de la volatilité, en particulier sur l'obligataire à Haut Rendement (HY). Cette volatilité pourrait conduire à une hausse contenue des primes de risque. Ces derniers pourraient atteindre 400 bps sur l'indice global HY (vs. 350 bps en moyenne sur 2024).

La valorisation des obligations HY en euro est relativement attractive par rapport aux autres marchés grâce à des facteurs techniques plus favorables sur cette zone. Toutefois, le HY américain, en dépit d'une valorisation moins attractive, bénéficie d'un contexte macroéconomique plus favorable que le HY européen. Enfin, s'agissant des émergents, non seulement les primes de risque sont au plus bas depuis 2007 et la prime par rapport aux autres marchés est très faible, mais ils pourraient également souffrir de la politique monétaire de la Fed et des augmentations tarifaires de la nouvelle administration Trump.

En résumé, pour 2025, nous anticipons de potentielles performances positives sur le marché HY grâce à l'effet portage toujours favorable, qui de surcroît bénéficie des taux de défaut historiquement faibles. En effet, nous estimons que la volatilité attendue sera source d'opportunité, car la dispersion sur le marché de l'obligataire HY n'a jamais été aussi importante.

FACTEURS POSITIFS



La **baisse des taux d'intérêt**, entamée par la **BCE**, devrait effectivement avoir un effet favorable sur l'obligataire Haut rendement européen.



En **Europe**, le **volume d'émissions nettes*** devrait rester **globalement stable** en 2025, voire légèrement négatif, soutenant ainsi la demande pour les titres existants et la stabilité des rendements.



Le **contexte macroéconomique américain** est favorable aux obligations Haut Rendement de cette zone.

POINTS D'ATTENTION



Aux **États-Unis**, le **volume des émissions nettes*** devrait connaître une forte augmentation en 2025, doublant par rapport à 2024 pour atteindre environ + 100 Mds USD, alimentée par la relance des activités de LBO** et M&A***.



L'**incertitude** concernant l'évolution de la **politique monétaire de la Fed** pourrait nuire au marché du crédit américain et émergent, qui restent sensibles aux fluctuations des taux américains et à sa politique.



Probable hausse des **taux de défaut des entreprises du marché émergent**. L'appréciation du dollar ayant historiquement exercé une pression négative sur le crédit de cette zone.

POSITIONNEMENT ★★★☆☆

En termes **d'allocation géographique**, nous avons une préférence pour l'obligataire HY européen vs. américain. Nous restons à l'écart des obligations HY émergentes.

En termes **d'allocation sectorielle**, nous avons une préférence pour les secteurs qui devraient bénéficier de la baisse des taux, en particulier en Europe, comme les TMT (Technologies, Médias, Télécommunications), la santé, les utilities et l'immobilier résidentiel. Nous restons à l'écart des secteurs cycliques (industrie, chimie, équipementiers automobiles, distribution...) et ceux sensibles au risque souverain. Enfin, en termes de **positionnement sur la courbe**, nous préférons la partie 3-5 ans qui offre le portage ajusté de la volatilité estimé le plus intéressant.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 31/12/2024

*Émissions brutes ajustées des remboursements et des flux de coupons.

**LBO : leveraged buy-out ou rachat avec effet de levier.

***M&A : merger & acquisition ou fusion et acquisition.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Obligataire Spécialisé – Dettes Subordonnées

Après une année 2024 exceptionnelle pour les dettes subordonnées, l'année 2025 devrait être plus modérée, marquée par un équilibre entre portage favorable et écartement progressif des primes de risque (spreads).

La volatilité des spreads sera selon nous le sujet central de l'année à venir, que ce soit du fait des tendances macroéconomiques défavorables en Europe ou bien de la différenciation des chemins d'inflation entre les États-Unis et l'Europe. Cependant, nous estimons que le principal facteur d'ancrage des primes de risque demeure la demande pour les obligations d'entreprise, offrant des rendements que nous jugeons confortables. Cette demande devrait selon nous rester élevée et ainsi contribuer à des performances positives pour les dettes subordonnées.

Le 1^{er} semestre de l'année 2025 devrait donc s'apparenter au S2 2024, avec des investisseurs attirés par les rendements des obligations d'entreprise à portage élevé, tandis que nous n'anticipons pas de dégradation de la qualité de bilan des institutions financières. Les dettes subordonnées demeurent donc une classe d'actifs intéressante dans l'environnement de marché actuel.

FACTEURS POSITIFS



Les **rendements jugés attractifs** (5,7 % pour les AT1 CoCos EUR*) devraient soutenir la demande, avec une offre nette de nouveaux titres attendue comme stable en 2025.



Nous n'anticipons pas d'incertitudes majeures sur les remboursements anticipés (calls) des titres subordonnés, du fait de refinancements anticipés.



Les **fondamentaux du secteur financier** restent intacts et ne devraient pas souffrir de la baisse des taux. De plus, la dynamique de fusions & acquisitions devrait aussi permettre de consolider les secteurs.

POINTS D'ATTENTION



Les **spreads** des gisements restent serrés, sans atteindre leurs points bas historiques en EUR.



Une détérioration des **tendances macroéconomiques** pourrait peser sur les valorisations actions et, par extension, sur les obligations des secteurs cycliques, notamment les banques, malgré leurs solides fondamentaux.



Par ailleurs, une attention particulière est portée aux **marchés immobiliers européens**, notamment l'immobilier de bureau, où certaines banques allemandes présentent une exposition significative.

POSITIONNEMENT ★★★★★

Nous favorisons les obligations **AT1 CoCos libellées en EUR**, qui offrent davantage de rendement et de spread que leurs homologues en USD, **notamment sur les échéances de 3 à 5 ans**.

Nous apprécions également les obligations subordonnées d'assurance Tier 2, du fait de leur sensibilité obligataire plus élevée que les autres gisements subordonnés.

Nous gardons notre préférence pour les banques de pays dits « périphériques », qui offrent de meilleures dynamiques fondamentales que les banques de pays dits « core », à la fois en termes de rentabilité, de santé bilancielle, de dynamique de consolidation du secteur, voire de tendances macroéconomiques et risques politiques.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 31/12/2024

*Indice Bloomberg Contingent Capital EUR.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Expertise Alternative

Une allocation diversifiée à privilégier

La gestion alternative complète naturellement la gestion traditionnelle en exploitant les inefficiences des marchés, notamment en période de dislocation. À ce titre, la volatilité des marchés attendue pour l'exercice 2025 devrait favoriser cet univers et ses différentes spécialités.

Les activités d'arbitrage sur le crédit Investment Grade et les obligations convertibles devraient rester performantes, bien qu'une sélectivité accrue soit nécessaire pour le segment du Haut Rendement, où les risques de défaut augmentent.

Le creusement des déficits publics et les incertitudes économiques généreront de la volatilité sur les dettes souveraines. Les stratégies de valeur relative sur ces émetteurs devraient figurer parmi les points forts de l'année.

Enfin, la campagne de dérégulation et de défiscalisation annoncée aux États-Unis devrait libérer des capitaux nécessaires à l'accélération des opérations de fusions et acquisitions. L'assouplissement des conditions monétaires facilitera également le retour des sociétés de Private Equity sur le marché et améliorera le profil de rendement des opérations. L'activité d'arbitrage de fusions et acquisitions devrait ainsi tirer profit de cet environnement porteur et présente un potentiel intéressant.

FACTEURS POSITIFS



Les fonds alternatifs visent une **récurrence de performance indépendamment des événements de marchés.**



La volatilité est généralement encadrée grâce aux techniques de gestion utilisées (positions shorts, instruments dérivés et de couverture) qui permettent une **résilience plus importante** que d'autres classes d'actifs, notamment lors des périodes de crises.



La corrélation des fonds de gestion alternative avec les marchés actions, les grands indices obligataires et de crédit est également très faible, ce qui en fait un **complément naturel à la gestion traditionnelle.**

POINTS D'ATTENTION



Gestion alternative, stratégies de valeurs relatives et arbitrages sont des notions **parfois considérées à tort** comme sans risque.

Il convient de souligner qu'investir dans des fonds alternatifs de ce type expose à des risques de perte en capital, notamment en période de dislocation des marchés.



En raison de politiques monétaires divergentes et de tensions géopolitiques croissantes, l'exercice 2025 pourrait s'avérer volatil.

Afin d'apprécier le travail des gérants, il est donc important de respecter les durées minimales d'investissement de 3 à 5 ans généralement recommandées.

POSITIONNEMENT ★★★★★

Plus globalement, le contexte de marché actuel, marqué par de nombreuses incertitudes, tant sur le plan géopolitique que sur le plan économique, **semble particulièrement propice pour la gestion alternative et les stratégies d'arbitrage qui se nourrissent des périodes de volatilité.**

Entre des marchés actions qui semblent chers au vu de cet environnement macroéconomique et les marchés obligataires qui vont devenir moins attrayants au fur et à mesure des baisses des taux d'intérêt, **les opportunités ne manquent pas pour les arbitragistes** et cela explique l'appétit marqué des investisseurs pour ce type de stratégies diversifiantes qui trouve toute sa place dans une allocation de portefeuille globale.

Sources : Groupe La Française. Données au 31/12/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Grandes capitalisations





En 2024, le marché américain a confirmé sa vigueur, porté par la 4^e révolution industrielle et l'essor de l'IA, concentrant la création de valeur sur quelques entreprises comme Nvidia (+ 171,3 %). Seuls 30 % des sociétés du S&P ont surperformé l'indice.

Les craintes de récession mondiale ont cédé la place à des scénarios d'atterrissage en douceur. En Europe, la dissolution en France a pesé sur les actions, tandis que la réélection de Donald Trump a accentué l'écart entre le S&P et le Stoxx®* 600 (+ 24,3 %).




Du côté des pays émergents, la trajectoire chinoise dépendra des plans de relance, des tarifs douaniers américains et de l'évolution de la devise. Le Brésil et le Mexique, affectés par des tensions politiques et des taux élevés, pourraient connaître un redressement au second semestre.

En 2025, l'économie américaine devrait rester solide, avec une consommation résiliente et des entreprises optimistes. La baisse des impôts promise par D. Trump soutiendra les marchés, bien qu'un dollar fort et d'éventuels relèvements de droits de douane devront être surveillés.

FACTEURS POSITIFS

-  Une **croissance mondiale inégale** portée par les États-Unis, avec une Europe à la traîne et une relance lente, mais structurée en Chine. Dynamisme des marchés émergents.
-  Stabilisation économique et écarts de valorisation **favorisant un potentiel rattrapage de l'Europe** vs. États-Unis malgré une croissance faible.
-  Baisse progressive de l'inflation, soutenant la consommation et la confiance des entreprises.
-  **Transition énergétique** : déploiement des investissements aux États-Unis (IRA) et en Europe (Green Deal).

POINTS D'ATTENTION

-  De nombreuses incertitudes de nature politique et géopolitique, des deux côtés de l'Atlantique.
-  **Ralentissement structurel en Chine** : faible consommation intérieure, vieillissement de la population, secteur immobilier sous pression, plans de relance.
-  Des taux longs souverains qui devraient rester élevés, avec un cycle de baisse de taux des banques centrales susceptible de ralentir. Le dollar devrait rester fort.
-  **Un consensus optimiste pour 2025** : prudence sur les risques de révisions à la baisse des bénéfices, notamment des acteurs de l'IT.

POSITIONNEMENT ★★★☆☆

La tendance devrait se maintenir sur les marchés américains au 1^{er} semestre, mais l'évolution des anticipations d'inflation restera clé. En Europe, le manque de visibilité incite à plus de prudence, favorisant les valeurs défensives (santé, alimentation, assurance). Le thème structurel de l'électrification s'impose parmi les grands gagnants, incluant l'automatisation, l'IA et les data centers. La consommation pourrait jouer un rôle clé, soutenue par les dépenses en loisirs et hôtellerie, tandis que le luxe devrait retrouver des couleurs.

L'IA demeure une disruption majeure qui s'inscrit dans la durée, **avec une volatilité probable sur les valeurs exposées**. Si les semi-conducteurs profiteront d'investissements massifs, le **secteur des logiciels proposera de nouvelles solutions** et tirera parti de cette dynamique.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg. Données au 31/12/2024

*Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Petites capitalisations

Depuis la période du Covid, les petites et moyennes valeurs européennes ont traversé une période défavorable à leur performance. Tout d'abord, l'économie mondiale et les chaînes d'approvisionnement ont été profondément perturbées à la sortie de la pandémie, un phénomène qui a été exacerbé par des conflits géopolitiques majeurs. Ensuite, bien que la période inflationniste a été initialement positive, elle a finalement mis sous pression les free cash flows des entreprises (en particulier les plus petites) et le pouvoir d'achat des ménages qui ont eu tendance à moins consommer, notamment en Europe. Enfin, les flux se sont logiquement polarisés vers les États-Unis, dont l'économie a fait mieux que résister là où l'économie européenne patine.

Alors que la reprise de la classe d'actifs se fait attendre, ces valeurs ont continué à sous-performer en 2024 avec une performance de 0 % pour le Stoxx®* Europe Total Small ex-UK (vs. + 3,5 % pour le Stoxx®* Europe 600 ex-UK) et un écart encore plus marqué en France.

Nos sociétés, plus sensibles à l'environnement de taux et à l'économie domestique, n'ont pas délivré la performance attendue. Néanmoins, la digestion d'un excès d'offre continue de se normaliser. Par ailleurs, l'écart de valorisation historique entre les petites et moyennes valeurs et les grandes aux États-Unis et en Europe associé à un call États-Unis largement consensuel suggère qu'une diversification vers les petites et moyennes valeurs en 2025 pourrait être une opportunité intéressante.

FACTEURS POSITIFS



Aux plus bas historiques, les **niveaux de valorisation actuels** constituent un soutien fort pour la performance des petites et moyennes entreprises à moyen terme.



Historiquement critère explicatif de la prime de valorisation et de la surperformance par rapport aux grandes entreprises, la **croissance bénéficiaire** des SMID lui est toujours supérieure.



Une **politique monétaire accommodante** est un facteur positif pour les sociétés de croissance, qui sont fortement représentées dans la classe d'actifs et privilégiées dans nos choix d'allocation.

POINTS D'ATTENTION



L'**évolution des PMI futurs** est à suivre, car les petites et moyennes valeurs ont historiquement eu tendance à surperformer les grandes lorsque les PMI sont bien orientées.



La **situation politique et géopolitique** est un facteur à prendre en compte pour évaluer l'évolution des petites et moyennes valeurs. En effet, la classe d'actifs est sensible au sentiment de marché et à la volonté des investisseurs à prendre du risque.



Les **flux** seront un critère déterminant au retour de la performance de la classe d'actifs. Bien que fragile, un début notable est visible sur 2024.

POSITIONNEMENT ★★★★★

Nous maintenons une **forte conviction à moyen terme**, soutenue par les valorisations, la croissance bénéficiaire attendue, et une remontée probable des PMI.

À court terme, un catalyseur est nécessaire, comme un rebond des PMI, des avantages fiscaux ou encore une accélération de la baisse des taux.

Sur les marchés européens, nous privilégions des **titres estimés de qualité à croissance endogène**. Nous procédons à des prises de profits sur les titres ayant bien performé en 2023 et 2024, tout en renforçant ceux ayant souffert du Covid et du bas de cycle macroéconomique. En France, nous adoptons une approche équilibrée entre sociétés à croissance visible et des sociétés acycliques (retournement, rotation d'actifs) et des sociétés fortement décotées.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg. Données au 31/12/2024

*Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Les Green Bonds sur le devant de la scène

L'année 2024 est la deuxième année record pour les montants de dette durable émis par les émetteurs corporate. L'année clôture autour de 370 milliards de dollars, supérieure à 2022 (360 milliards de dollars), mais inférieure à 2021 (460 milliards de dollars). Alors que les banques ont moins émis d'obligations vertes et durables cette année, ceci a été compensé par une forte augmentation des émissions d'entreprises non financières et des supranationaux.

Les projets financés par ces obligations étaient en majorité concentrés sur des technologies matures comme de l'énergie renouvelable, le transport d'électricité et la mobilité verte.

La deuxième partie de l'année a vu une sous-performance relative des green bonds d'émetteurs Investment Grade européens visés par les exclusions des critères « PAB » du fund naming. L'ESMA a depuis précisé sa position en expliquant que les exclusions ne s'appliqueraient pas aux obligations suivant le standard européen (EUGBS) et qu'une transposition aux « *use of proceeds* » pourrait être utilisée pour les green bonds du marché secondaire.

FACTEURS POSITIFS



Les titres labellisés sont une source importante du financement de la transition : **les obligations vertes représentent 44 % du financement de la transition énergétique mondiale** depuis le début de 2022, 52 % si l'on inclut tous les titres labellisés.



Le reste du financement de la transition provient à 22 % de dette obligataire classique, 16 % de prêts bancaires et 10 % de capital risque et de capital-investissement.

POINTS D'ATTENTION



Il y a trois ans, **les primo-émetteurs verts dominaient le marché** de la dette ESG. Aujourd'hui, ce marché en Europe est largement constitué d'émetteurs récurrents, tandis qu'aux États-Unis, des dynamiques politiques ont freiné l'utilisation de ce format par de nombreux acteurs.



Bien que la diversification régionale et l'émergence de **nouveaux formats comme les SLLB**** se poursuivent, cela ne suffira pas à créer un moteur significatif pour la croissance du marché de la dette durable en 2025.

POSITIONNEMENT ★★★☆☆

Pour 2025, le consensus de marché s'attend à un marché en modeste croissance de + 10 % pour atteindre 900 milliards de dollars (corporate et souverains). **Malgré un volume de titres durables supérieur attendu en 2025**, la part des émissions durables dans le volume global d'émissions primaires restera plutôt stable et ne s'améliorera que légèrement.

En ce qui concerne l'adoption des EUGBS, **les précisions récentes du fund naming sont définitivement plus porteuses pour le format**, notamment pour les émetteurs ayant encore un mix très carboné. Le nouveau standard a de plus des synergies avec les standards existants auquel les émetteurs pourront facilement adhérer, **mais l'alignement taxonomique nécessitera du temps qui pourra peser sur la courbe d'adoption en 2025.**

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 31/12/2024

*PAB : Paris-aligned Benchmarks

**SLLB : Sustainability-Linked Loans financing Bonds

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Conclusion



Jean-Louis DELHAY

CIO – Crédit Mutuel
Asset Management



**Odile CAMBLAIN LE
MOLLÉ**

Responsable
Gestion Diversifiée
– Crédit Mutuel
Asset Management

Source : Groupe La
Française au 31/12/2024

Les performances
passées ne préjugent pas
des performances à
venir.

2024, une année de défis multiples :

Les marchés financiers ont fait face à des risques géopolitiques, politiques, climatiques et budgétaires accrus, ainsi qu'à une incertitude renouvelée autour des banques centrales. Malgré ce contexte, les performances globales ont été très positives, bien que marquées par des disparités géographiques.

Ainsi, du côté des **indices actions**, le marché américain a largement surperformé le marché européen grâce notamment à une concentration inédite des performances sur quelques valeurs et à la hausse du dollar. Le Japon, après un fort 1^{er} semestre, a stagné au 2nd, tout en conservant ses gains. En Chine, les mesures gouvernementales jugées insuffisantes ont limité la progression du MSCI China à près de 20 %.

Du **côté obligataire**, le crédit affiche des performances positives, à la fois sur le Haut Rendement et l'Investment Grade, soutenu par des fondamentaux des entreprises solides et des flux à peine ralentis sur cette classe d'actifs qui continue de séduire pour le portage positif qu'elle apporte.

Finalement, la volatilité n'aura été vraiment présente que sur le segment des dettes souveraines, pénalisé par des banques centrales moins positives sur les perspectives inflationnistes attendues aux États-Unis, qui ont déjoué les anticipations de baisses de début d'année et par le manque de conviction de la BCE.

Durant les deux derniers mois de 2024, la forte résistance de l'économie américaine, la victoire de Donald Trump, et surtout les estimations des impacts de son programme sur l'inflation ont provoqué une remontée des taux nominaux et réels américains qui s'est répliquée en zone Euro, dans une moindre mesure néanmoins, au regard d'une situation macroéconomique bien plus à risque.

2025 : des perspectives contrastées ?

Les investisseurs prévoient une croissance solide aux États-Unis, contrastant avec l'Europe et la Chine, affectées par un climat économique prudent. La victoire de D. Trump pourrait stimuler l'inflation américaine, mais son ampleur dépendra des politiques commerciales et migratoires réellement mises en œuvre en 2025. Après une baisse de 100 bps en 2024, la Fed envisage deux réductions de taux en 2025 pour contenir les tensions inflationnistes.

En Europe, la désinflation incite la BCE à maintenir une politique accommodante, avec 4 à 5 baisses de taux prévues pour atteindre 1,75 % fin 2025. Cette dynamique devrait renforcer l'attractivité des obligations souveraines, particulièrement des dettes périphériques. La dette allemande demeurera une valeur refuge malgré les incertitudes électorales de février 2025.

Sur le segment « corporate », les marges de crédit ou spreads Investment Grade et Haut Rendement restent attractifs grâce à des fondamentaux solides. Nous privilégions l'Investment Grade en zone euro, compte tenu de la fragilité de la croissance.

Les actions américaines bénéficient d'une croissance robuste et d'une fiscalité favorable, tandis qu'en Europe, l'assouplissement monétaire pourrait être un catalyseur majeur. Toutefois, attirer des capitaux internationaux nécessitera de dissiper les risques politiques.

Enfin, nous conservons notre **diversification sur les valeurs aurifères**, qui offrent une décorrélation avec les autres classes d'actifs.

Nos allocations en gestion diversifiée présentent donc un ton légèrement plus offensif que nos indices sur la partie actions et proche de la neutralité pour la sensibilité globale, avec toujours une pondération en crédit corporate significative pour exploiter le portage de la classe d'actifs.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com

Éditée par Groupe La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

Crédit Mutuel Asset Management : 128, boulevard Raspail 75006 Paris. Société de gestion d'actifs agréée par l'AMF sous le numéro GP 97 138. Société Anonyme au capital de 3 871 680 euros immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 388 555 021 Code APE 6630Z. TVA Intracommunautaire : FR 70 3 88 555 021.

Crédit Mutuel Asset Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

CMSA – CIGOGNE Management S.A, 18, boulevard Royal L- 2449 Luxembourg. Société anonyme de droit luxembourgeois, enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 101547 - Sécurité sociale : 2004 2209 385, TVA : LU 211 449 74 comme société gestion suivant le chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 sous le numéro S 633 comme gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs suivant l'article 5 de la loi du 12 juillet 2013 sous le numéro A 766. Agréée par l'autorité de surveillance qui est la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 283, route d'Arion L-1150 Luxembourg.

Cigogne Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

La Française Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 (www.acpr.banque-france.fr) et enregistrée à l'ORIAS (www.orias.fr) sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org

