

La Lettre

D'INVESTISSEMENT

N° 2 · AVRIL 2025



Madame, Monsieur,

L'actualité économique reste dominée par les incertitudes politiques américaines, les tensions commerciales et un climat mondial marqué par le repli stratégique des grandes puissances. Dans ce paysage mouvant, les marchés oscillent entre espoir de résilience et crainte de ruptures.

Face à ces bouleversements, notre exigence reste la même : prudence, discernement et rigueur. Nous restons fidèles à notre mission : détecter les signaux durables, éviter les mirages passagers et vous accompagner avec engagement et lucidité.

Nos équipes sont mobilisées pour vous apporter, chaque mois, des clés de lecture solides et des perspectives utiles.

Sincèrement,



EMMANUEL D'ORSAY
Directeur Général
Banque Privée France

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

**Comment mettre à terre une
économie florissante ?**
Bruno Cavalier

P.2

PERSPECTIVES DE MARCHÉS

Mon nom est Bond, Donald Bond
Laurent Denize
Nos convictions

P.6-10

SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT

**Investir dans le futur : le Private Equity
au cœur de la transition énergétique**
Ferdinand Dalhuisen & Pablo Revuelta
Le retour des actions allemandes
Christoph Ohme

P.12-14



ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

Comment *mettre à terre* une économie florissante ?



Rédaction
BRUNO CAVALIER
 Chef Économiste, ODDO BHF

Le sublime plan tarifaire visant à rééquilibrer le commerce mondial n'aura résisté que 24 heures avant d'être amendé. Pourquoi ? Les laudateurs entourant le président Trump soutiennent que cette inflexion était préméditée, une manœuvre habile et secrète destinée à isoler la Chine tout en s'attirant les faveurs du reste du monde. En somme, "The Art of the Deal" appliqué par son propre concepteur. Il est toutefois plus probable que le président ait été saisi d'inquiétude lorsque ses conseillers lui ont signalé que le marché obligataire s'emballait, risquant de transformer une politique erratique en véritable crise financière. Ce qui en résulte, c'est une incertitude maximale et un choc fiscal pesant sur les ménages américains. Regrettable.

LE FOCUS DE LA SEMAINE

Un communiqué de la Maison Blanche, parmi tant d'autres, déclarait hier que "Donald Trump est le président de Main Street, pas de Wall Street". On peut néan-

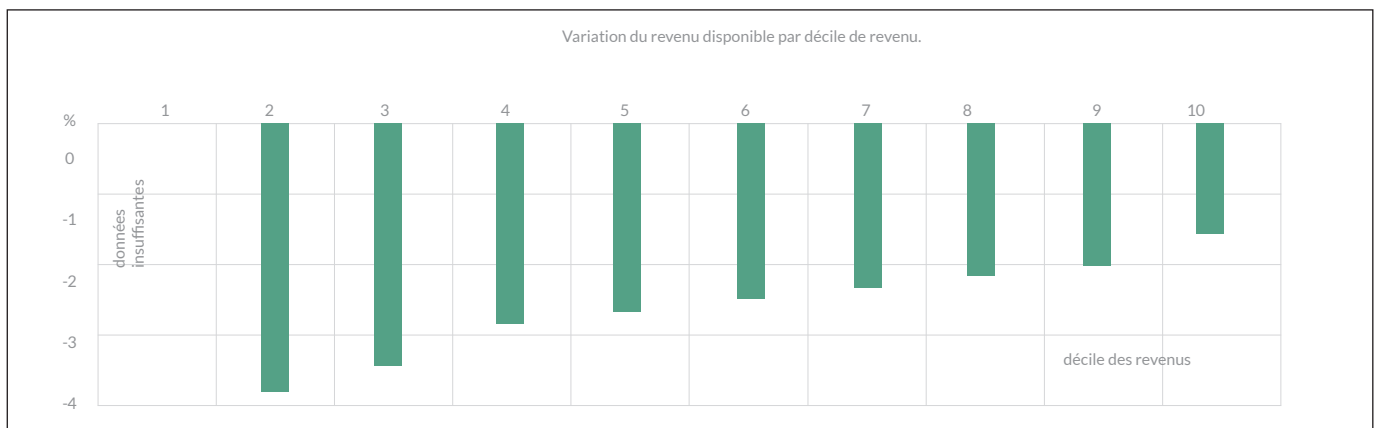
moins s'interroger sur les bénéfices que Main Street pourrait retirer des décisions économiques prises depuis le 20 janvier. Durant sa campagne, le président avait promis aux ménages une réduction d'impôts, ce qui, en y regardant de plus près, consistait surtout à annuler les hausses d'impôts prévues pour début 2026 en raison de l'expiration des mesures adoptées en 2017. La Chambre a voté un budget en ce sens, mais étant donné le coût conséquent de ces mesures, environ 1,5 point de PIB par an, le processus est lent. En attendant, c'est une augmentation d'impôts que les ménages vont subir, puisqu'ils assument in fine le coût des produits importés.

À combien évaluer le choc fiscal ? La base taxable (3,3 trillions de dollars d'importations en 2024) n'est pas fixe. Les tarifs prohibitifs sur les biens chinois vont réduire les échanges au profit d'autres pays ou de producteurs locaux. Selon l'ampleur de l'effet de substitution, l'impact pourrait varier de 1 à 2 % du PIB. Selon la Tax Foundation, ce serait la plus forte hausse d'impôts

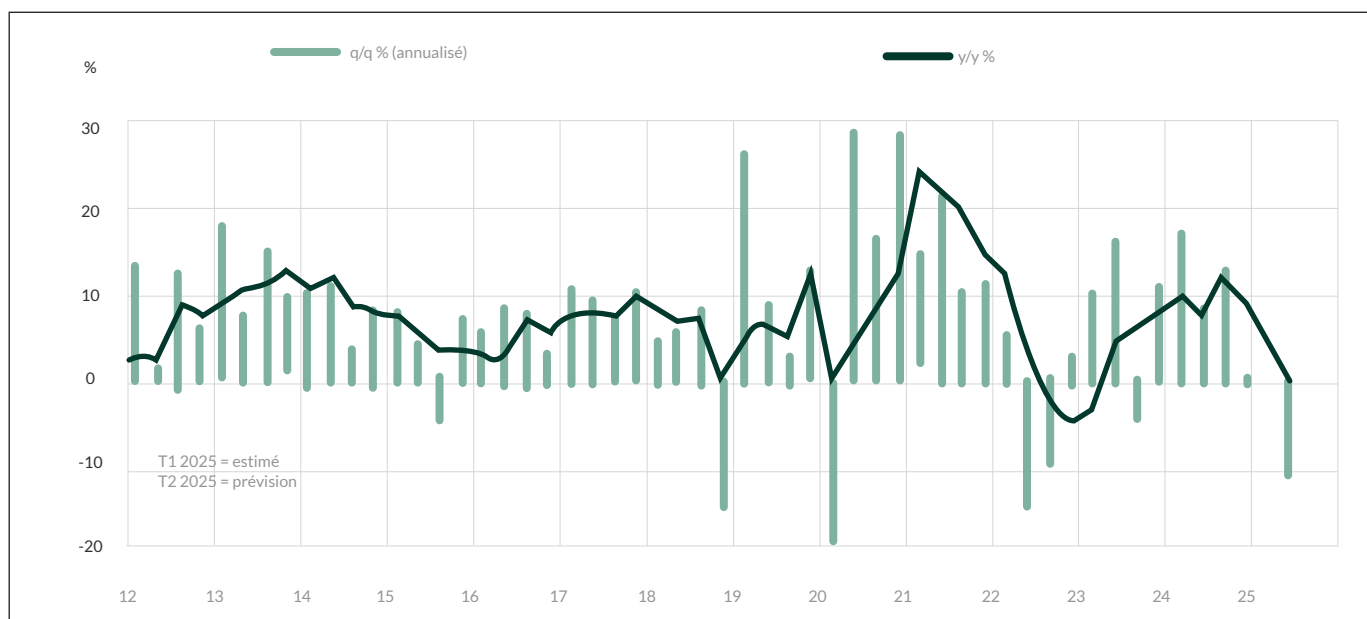
« Les tarifs prohibitifs sur les biens chinois vont *réduire les échanges au profit d'autres pays ou de producteurs locaux*. Selon l'ampleur de l'effet de substitution, l'impact pourrait varier de 1 à 2 % du PIB. Selon la Tax Foundation, ce serait *la plus forte hausse d'impôts depuis 1982*. »

Graphique A

ÉTATS-UNIS : IMPACT DU CHOC TARIFAIRE DE 2025 (AU 7 AVRIL)



Graphique B
ÉTATS-UNIS : RICHESSE NETTE DES MÉNAGES



Source des graphiques : The Budget Lab, Tomson Reuters, ODDO BHF Securities

depuis 1982. Les ménages aux revenus modestes, ayant une plus forte propension à consommer, sont les plus touchés. Selon les estimations du Yale Budget Lab, cela réduirait le revenu disponible d'au moins deux points pour la majorité des ménages (*graphique A*).

Comme il n'y a plus d'épargne excédentaire pour amortir le choc, cela se répercutera sur les dépenses. En outre, le choc tarifaire a provoqué un durcissement des conditions financières de près d'un écart-type au cours de la dernière semaine. Les effets de richesse qui avaient soutenu la consommation ces deux dernières années sont en train de s'inverser. La richesse des ménages a stagné au quatrième trimestre 2024 et, selon nos estimations, il en a été de même au premier trimestre. L'évolution récente des prix des actifs, à moins d'un sursaut rapide et durable, fait craindre une forte correction au deuxième trimestre (*graphique B*). En réalité, ni Main Street, ni Wall Street ne sortent gagnants de cette situation.

ÉCONOMIE

En mars, le marché du travail était solide. Le rythme des créations nettes d'emplois a accéléré pour atteindre 228 000 (contre 172 000 par mois en 2024). Mieux encore, une certaine vigueur était visible dans des secteurs réputés cycliques : construction, transport, commerce de détail, services aux entreprises. Les effectifs du gouvernement fédéral ont baissé de 4 000 après

-11 000 en février ; l'effet du Département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE) reste modeste à ce stade. Par un effet d'arrondi, le taux de chômage a augmenté d'un dixième à 4,2 % (passant en réalité de 4,14 % à 4,15 %). Ces chiffres ont aujourd'hui moins d'intérêt, car ils se rapportent à une période révolue, celle qui prévalait avant le choc protectionniste du 2 avril. Désormais, avec des perspectives d'activité incertaines, les entreprises sont incitées à revoir leurs besoins en personnel. Pour la semaine du 5 avril, les nouvelles inscriptions au chômage sont à 223 000, soit la moyenne des 12 derniers mois.

« Sans une hausse significative du chômage ou une dislocation des marchés, la Fed ne modifiera pas sa politique à horizon visible. »

En mars, l'inflation s'est modérée. Elle perd 4 dixièmes à 2,4 % sur un an pour l'indice CPI et 3 dixièmes à 2,8 % pour l'indice sous-jacent. S'il n'y avait pas les tensions tarifaires, dont on observera les effets sur le CPI progressivement au cours des prochains mois, de tels chiffres auraient de quoi rassurer la Fed.

S'ajoutant à la liste des indices de confiance qui ont baissé en mars, l'enquête de la Fédération nationale des entreprises indépendantes (NFIB) enregistre un net repli du moral des petites entreprises et repasse sous sa moyenne de long terme. Cela est dû en majeure partie à une baisse des anticipations de vente. En trois mois, cet indice a retracé 68 % de la hausse consécutive à la victoire de Donald Trump. Tout le monde s'attendait alors à des baisses d'impôts. Pour l'instant, il n'a été question que de hausses des tarifs douaniers, qui ont le même effet qu'une augmentation d'impôts puisqu'ils sont payés par les importateurs.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE

Le 4 avril, Jerome Powell s'est montré plus préoccupé par le choc tarifaire qu'après la dernière réunion du Comité Fédéral de Marché Ouvert (FOMC). Entre-temps, le plan de Trump a été dévoilé. Le président de la Fed s'est gardé de répéter que l'impact des nouveaux droits de douane pourrait n'être que transitoire, soulignant au contraire le risque de persistance des

tensions inflationnistes. Cette préoccupation était également présente dans les minutes de la réunion du 18 mars, ainsi que dans les discours récents, d'Austan Goolsbee (Fed Chicago) à Neel Kashkari (Minneapolis). Tous notent que stabiliser les anticipations d'inflation à moyen terme est l'impératif premier. Rien n'indique une baisse des taux lors de la réunion du 7 mai, ni même au-delà. Sans une hausse significative du chômage ou une dislocation des marchés, la Fed ne modifiera pas sa politique à horizon visible. C'est sa position bien affirmée depuis décembre dernier.

Les anticipations de marché ont connu de fortes variations au gré de séances particulièrement volatiles. Le 9 avril, l'indice S&P 500 était presque tombé en territoire déprimé, tandis que le rendement du T-Note bondissait en séance de 60 points de base par rapport à son plus bas atteint deux jours auparavant. À ce moment-là, les contrats futures anticipaient cinq baisses de taux d'ici fin 2025, la première étant attendue dès le mois de mai. Le 10 avril, ces anticipations étaient ramenées à trois baisses

Le plan tarifaire, présenté en grande pompe le 2 avril, a été rapidement amendé. Récapitulons : le 5 avril, les États-Unis ont relevé de 10% les droits de douane sur l'ensemble des biens importés, à l'exception de certaines catégories bénéficiant de traitements différenciés (notamment 25 % pour le secteur automobile et certains métaux industriels). Le 9 avril, des surtaxes additionnelles, comprises entre 11% et 49%, ont été imposées



« Si ces mesures devaient perdurer, elles entraîneraient *un effondrement quasi total des échanges entre les deux pays*. À ce jour, aucun signal n'indique une volonté de désescalade, ni du côté de Washington, ni de Pékin. »



aux pays affichant des excédents commerciaux vis-à-vis des États-Unis. Toutefois, quelques heures plus tard, Donald Trump annonçait la suspension de cette dernière mesure pour une période de 90 jours, afin de permettre des négociations bilatérales.

Concernant la Chine, qui avait répliqué à l'identique au plan initial américain, le niveau des droits de douane imposés a été successivement relevé : de 34 % à 84 %, puis à 125 %. Il convient d'ajouter les 20 % déjà en vigueur depuis février et mars. En retour, les produits américains font désormais l'objet de droits équivalents, dépassant également 100 %. De tels niveaux sont manifestement intenable. Si ces mesures devaient perdurer, elles entraîneraient un effondrement quasi total des échanges entre les deux pays. À ce jour, aucun signal n'indique une volonté de désescalade, ni du côté de Washington, ni de Pékin.

Nous estimons qu'au 10 avril, le taux moyen de droits de douane appliqué par les États-Unis avoisine 25 %, soit un niveau équivalent à celui constaté le 2 avril, mais avec une répartition modifiée : la Chine représentant désormais 15 points de ce total, le solde concernant les autres partenaires commerciaux.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document est à caractère purement informatif et ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Il n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

À la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo BHF.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO.

PERSPECTIVES DE MARCHÉS

Mon nom est Bond, *Donald Bond*



Rédaction
LAURENT DENIZE
Directeur des Investissements,
ODDO BHF

Marché actions en baisse, marché du crédit en baisse, devise en baisse... mais hausse des rendements obligataires souverains : une combinaison inhabituelle récemment vécue aux États-Unis qui rappelle l'épisode Liz Truss au Royaume-Uni, et dont les marchés émergents sont coutumiers lorsqu'un climat général de défiance s'installe. Si cela devait durer, l'aversion des investisseurs pour les actifs américains constituerait un risque majeur pour le dollar et les bons du Trésor, principales valeurs refuges mondiales sur lesquelles une grande partie du système financier repose. Heureusement, le prophète Trump s'est montré rassurant vis-à-vis des marchés financiers, affirmant que « le marché obligataire va bien. Il a connu un petit moment de fragilité, mais j'ai très vite réglé le problème. Je suis très doué pour ça. » Plaisanterie mise à part, la question se pose de savoir quelle direction les marchés vont prendre. Il serait bien audacieux de donner une réponse définitive aujourd'hui. Mais au-delà du bruit, la clé de l'énigme réside dans un seul actif : les bons du Trésor américain.

MONSIEUR BOND EST LE NOUVEAU PRÉSIDENT

Oublions Trump, JD Vance, Musk et la Maison Blanche. C'est désormais le marché obligataire (« Bond Market ») qui tient les rênes. Si le rendement des obligations du Trésor américain continue de grimper, soit l'administration Trump devra renoncer à sa guerre commerciale (éliminant ainsi la possibilité de futures baisses d'impôts), soit la Fed sera forcée d'intervenir. Les États-Unis vivent au-dessus de leurs moyens. En témoignent une dette publique colossale supérieure à 110 % du PIB et un déficit budgétaire attendu à plus de 7 % cette année. Concrètement, les États-Unis doivent refi-

+20 MDS\$

Dette supplémentaire accumulée par les États-Unis en 15 ans

nancer près de 8 000 milliards de dollars de bons et d'obligations du Trésor arrivant à maturité, verser 500 milliards de dollars d'intérêts sur la dette existante et émettre près de 2 000 milliards de dollars de nouvelles obligations dans le courant de l'année. Si, au cours des 50 dernières années, les États-Unis ont pu générer de la croissance tout en masquant la baisse du niveau de vie, c'est principalement grâce à la dette obligataire. Avec la baisse continue des taux obligataires depuis les années 1980, les États-Unis ont pu émettre toujours plus de dette et injecter du crédit dans le système financier.

MONSIEUR TRUMP, PREMIÈRE VICTIME DE LA GUERRE COMMERCIALE

Pourquoi soulever (de nouveau) la question de la dette américaine ?

Parce que Monsieur Trump a décidé de mettre fin à la mondialisation, dans sa volonté de raviver le tissu industriel américain (même si les annonces récentes sur les semi-conducteurs sèment le doute sur cette ambition) et de rééquilibrer les comptes publics. Pour atteindre ces deux objectifs, il mise sur une seule arme : les droits de douane. Le problème est que le marché obligataire n'y croit pas. Ces dernières semaines, le rendement de l'obligation du Trésor américain à 10 ans est passé de 3,9 % à 4,5 %, faisant grimper le coût de la dette.

Si les niveaux d'alerte (plus proches de 5.5 / 6.0%) n'ont pas encore été atteints, c'est la rapidité du mouvement qui interpelle et inquiète.

Les rendements à 10 ans n'étaient-ils pas au-dessus de 5 % il y a à peine 15 ans ?

Oui, mais la situation est aujourd'hui différente. En 15 ans, les États-Unis ont accumulé plus de 20 000 milliards de dollars de dette supplémentaires. Sachant qu'ils devront renouveler 10 000 milliards au cours des 12 prochains mois, l'administration Trump cherche désespérément à le faire par le biais d'une dette à long terme plutôt qu'une dette à court terme. Mais si les taux d'intérêt sont prohibitifs, l'administration se retrouvera dos au mur. Compte tenu de l'ampleur de l'endettement américain (les paiements d'intérêts sont désormais le premier poste de dépense du budget fédéral), une flambée des rendements obligataires engendrerait à coup sûr à une récession. Une telle situation aurait de nombreux effets négatifs : hausse des taux de défaut, baisse drastique de la consommation par manque d'épargne et impossibilité d'avoir recours au crédit à des taux exorbitants, perte de confiance des ménages en raison de la baisse des actifs financiers et de la valeur de l'immobilier, les deux piliers de l'effet richesse américain.

QUI SE CACHE DERRIÈRE MONSIEUR BOND ?

Le secrétaire au Trésor américain Scott Bessent, autoproclamé meilleur vendeur d'obligations du pays, dispose de peu de leviers pour faire baisser les taux longs et éviter à Monsieur Trump de perdre la partie.

- **Première option** : réduire le déficit américain afin de rassurer les investisseurs sur le statut « sans risque » des bons du Trésor. La probabilité que cela se produise est faible, d'autant que les économies réalisées dans l'administration américaine par le Département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE) sont loin d'être suffisantes pour compenser l'envolée des dépenses publiques.

- **Deuxième option** : vendre des actifs physiques (principalement des ressources minières inexploitées) pour rembourser la dette, mais cela ne se produira pas à très court terme.

- **Troisième option** : privatiser Fannie Mae et Freddie Mac, ce qui pourrait entraîner une détente des taux longs. Le risque, en revanche, serait une explosion à la hausse des taux hypothécaires, impactant la confiance des ménages et leur consommation.

- **Quatrième option** : exclure les bons du Trésor du calcul du ratio de levier supplémentaire (SLR) de la Fed, qui oblige les plus grandes banques américaines à détenir des fonds propres équivalents à au moins 5 % de leurs actifs totaux, quel que soit le niveau de risque de ces actifs. Cette dernière mesure pourrait être mise en œuvre rapidement.

Le président de la Fed Monsieur Powell pourrait également jouer un rôle central dans le sauvetage des taux longs, la Fed ayant acquis une crédibilité importante dans sa capacité à gérer des situations de panique. Si Monsieur Trump ne peut pas imposer un « Fed Put »¹, Monsieur Powell peut de son propre chef décider d'acheter de la dette américaine à long terme. La Fed détient actuellement 14 % des obligations souveraines américaines, et rien ne l'empêche d'en détenir 100 %. Le mécanisme est connu, c'est le fameux assouplissement quantitatif (Quantitative Easing). Les autorités américaines pourraient aussi choisir d'aller plus loin et de fixer formellement les rendements obligataires, comme l'a fait le Japon en 2016 avec le « contrôle de la courbe des taux ».

« Compte tenu de l'ampleur de l'endettement américain (les paiements d'intérêts sont désormais le premier poste de dépense du budget fédéral), *une flambée des rendements obligataires engendrerait à coup sûr à une récession.* »



1. Un put, est un contrat qui donne le droit (sans obligation), de vendre un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance. L'acheteur du put se prémunit contre, ou parie sur, une baisse du prix de ce sous-jacent. Ainsi l'idée d'un Fed Put théorise l'intervention de la Fed pour sauver les marchés si les prix chutent trop, protégeant les investisseurs.

« Le scénario du pire serait celui d'une *incertitude commerciale qui se maintiendrait durablement à un niveau élevé*. Cela entraînerait une hausse des rendements obligataires, ce qui pèserait davantage sur les perspectives de croissance, aggravant encore le déficit budgétaire et *affaiblissant davantage le dollar*. »

NOUS PARIONS SUR LA SOLIDITÉ DES INSTITUTIONS AMÉRICAINES POUR PRÉSERVER LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS

Le scénario du pire serait celui d'une incertitude commerciale qui se maintiendrait durablement à un niveau élevé. Cela entraînerait une hausse des rendements obligataires, ce qui pèserait davantage sur les perspectives de croissance, aggravant encore le déficit budgétaire et affaiblissant davantage le dollar. Un tel scénario importerait aussi de l'inflation, ce qui entraînerait de nouvelles ventes d'obligations souveraines américaines. Pour qu'un tel enchaînement se produise, il faudrait que le dollar perdes son statut de devise de réserve et de valeur refuge. C'est le souhait de l'économiste en chef de Monsieur Trump, Stephen Miran. Mais au-delà de cet idéal utopique, un effondrement du dollar provoquerait des déséquilibres mondiaux dont bien peu de pays sortiraient gagnants. Heureusement, certains garde-fous limitent le risque d'apparition d'un tel scénario. Les marchés anticipent toujours un assouplissement monétaire significatif (trois baisses de taux de 25 points de base en 2025). Par ailleurs, les anticipations d'inflation long-terme restent relativement stables à ce stade, ce qui réduit la probabilité d'un durcissement du ton de la Fed. Enfin, les pays en excédent commercial avec les États-Unis (autrement dit, presque tous !) n'ont pas réellement d'autres choix que de réinvestir leurs excédents en dollar en bons du Trésor américain. C'est pourquoi nous n'adhérons pas au scénario du pire, qui entraînerait un rejet massif des actifs américains.

COMMENT SE POSITIONNER ?

Taux américains : ces derniers jours, les maturités courtes (2 ans) sont restées relativement stables, contrairement aux maturités longues (10 ans et 30 ans), qui ont été particulièrement affectées. Le statut de valeur refuge de la dette américaine commence à être remis en question. Le Canada Pension Plan (504 milliards de dollars d'encours) fait partie des investisseurs qui envisagent de redéfinir leur exposition aux États-Unis. Parallèlement, l'un des plus grands fonds de retraite danois a suspendu ses investissements dans le Private Equity américain. Cette situation justifie une prime de risque plus élevée pour les bons du Trésor américains. Mais cela signifie aussi que cette prime pourrait attirer des investisseurs étrangers, et que le ralentissement économique à venir fera probablement baisser les rendements américains, plutôt que l'inverse. Dans ce contexte, il est logique de privilégier la partie courte de la courbe afin de se prémunir contre d'éventuels mouvements vendeurs sur la partie longue.

Taux européens : à court terme, les craintes liées à la croissance pourraient peser davantage sur l'évolution des taux que l'impact inflationniste des droits de douane. Par conséquent, nous rallongeons légèrement la durée sur les pays Core de la zone euro (Allemagne notamment), tout en restant prudents sur les pays périphériques. Compte tenu des effets inflationnistes à long terme des programmes de relance et des droits de douane, nous privilégions les échéances intermédiaires (5-7 ans) plutôt que la partie longue.



Crédit : nous restons prudents vis-à-vis du risque de crédit, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. Les niveaux de spreads restent bas en valeur absolue, et n'offrent pas une rémunération suffisante pour compenser l'incertitude accrue, la volatilité des marchés et le risque de récession. Nous restons particulièrement à l'écart du High Yield à duration longue. À l'inverse, les segments Investment Grade et High Yield à duration courte devraient continuer à profiter de rendements attractifs.

Actions : si les bons du Trésor sont vendus en raison de l'instabilité persistante, le taux « sans risque » utilisé pour valoriser les actions américaines devra être révisé à la hausse, ce qui augmentera progressivement le coût du capital, un facteur défavorable pour les actions. Par conséquent, nous maintenons une légère sous-pondération sur les actions américaines. Toutefois, la correction marquée des valorisations rend certaines sociétés attractives dans une perspective de long terme. Dans ce contexte, et compte tenu du plan de relance en Allemagne, nous pensons que les actions européennes offrent une meilleure opportunité relative.

CONCLUSION : ÉVITER LE MIQA (MAKE INVESTORS QUEASY AGAIN²) À TOUT PRIX

Ces derniers jours ont montré que les secousses sur le marché obligataire américain constituaient peut-être le seul levier capable d'exercer une réelle influence et pression sur l'administration Trump. Comme l'a déclaré Monsieur Trump à quelques heures de l'annonce d'une trêve de 90 jours sur les droits de douane réciproques : « Les gens commençaient à se sentir un peu mal. Le marché obligataire est très compliqué. » Personne ne lui a répondu « C'est le marché obligataire, idiot ! » (En référence au célèbre « It is the economy, stupid ! ») mais ce dernier épisode de Trump 2.0 a révélé les limites imposées par les marchés à sa politique. La bonne nouvelle, est que deux choses sont désormais certaines : premièrement, la réussite de Monsieur Trump est étroitement liée à celle du « Bond Market » (marché obligataire). Deuxièmement, le « Trump Put » existe. La mauvaise, c'est que les revirements politiques pourraient se poursuivre encore pendant plusieurs trimestres, et que la formule magique permettant à Monsieur Trump de revenir au score en égalisant 1-1 face au marché obligataire reste à trouver.



Tout investissement présente un risque de perte en capital. Les informations émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF Banque Privée au moment de la publication de ce document et ne constituent en aucun cas une recommandation en investissement. Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer.

2. *Rendre les investisseurs inquiets à nouveau (référence à Make America Great Again (littéralement « Rendre l'Amérique à nouveau grande », soit : « Rendre sa grandeur à l'Amérique »)*

NOS CONVICTIONS

Notre vision à 6 mois

60%

1 SCÉNARIO CENTRAL

La guerre commerciale déclenchée par l'annonce du gouvernement américain de la mise en place des tarifs douaniers généralisés pourrait entraîner un ralentissement de la croissance mondiale. En particulier, l'économie américaine, le plus grand importateur au monde, est touchée. Les banques centrales sont coincées entre les développements contradictoires d'une croissance économique potentiellement plus faible et d'une inflation plus élevée. Les bénéfices des entreprises sont restés solides jusqu'à présent, mais les perspectives sont beaucoup plus incertaines.

20%

2 SCÉNARIO OPTIMISTE

La guerre commerciale prend fin, les chaînes d'approvisionnement se stabilisent, soutenant une croissance mondiale sans pression inflationniste. Les banques centrales poursuivent la baisse des taux dans un climat de stabilité politique et géopolitique retrouvée.

20%

3 SCÉNARIO PESSIMISTE

La guerre commerciale perdure, la croissance ralentit fortement jusqu'à une possible récession. L'inflation reste élevée malgré la faiblesse économique, et une politique monétaire plus stricte fragilise les entreprises, notamment via un durcissement du crédit.

EUROPE

- Les attentes en matière de croissance sont faibles et les perspectives sont mitigées entre l'impact à court terme des droits de douane et les mesures de relance budgétaire à plus long terme
- La désinflation s'est accélérée et pourrait se poursuivre également pour l'inflation sous-jacente
- La politique économique est plus prévisible

ÉTATS-UNIS

- Les risques de récession se sont accrus dans un contexte de tarifs douaniers généralisés et de détérioration de la confiance des consommateurs.
- Les progrès de la désinflation pourraient être perturbés par les droits de douane.
- L'incertitude politique est élevée et d'autres actions préjudiciables à l'économie sont possibles

STRATÉGIES

- ▶ **Constructif sur les actions européennes mais prudent sur les US et les petites capitalisations.**
- ▶ **Duration légèrement longue en position de couverture**
- ▶ **Plus prudent sur le risque crédit**

- La fin de la guerre commerciale, avec des chaînes d'approvisionnement moins perturbées, soutenant la croissance mondiale à un rythme non inflationniste
- Les banques centrales continuent de réduire leurs taux tandis que les chiffres de l'inflation s'apaisent.
- Prévisibilité politique

- Résolution durable des risques géopolitiques
- Pas de stress souverain

- Guerre commerciale de longue durée et politique économique préjudiciable
- Ralentissement significatif de la croissance entraînant une récession
- L'inflation persiste malgré des perspectives économiques plus faibles dans un scénario de stagflation

- Une offre de crédit plus restrictive exerce une pression sur les entreprises fortement endettées, ce qui pourrait avoir des retombées négatives sur le secteur bancaire

SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT

Investir dans le futur : le *Private Equity* au cœur de la transition énergétique



Rédaction

FERDINAND DALHUISENDirecteur général
ODDO BHF Private asset**PABLO REVUELTA**Directeur Private Equity
ODDO BHF Private asset

En ces temps de turbulences sur les marchés et de flux d'informations rapides et contradictoires, il est nécessaire de prendre du recul pour identifier les mégatendances qui restent en vigueur malgré la conjoncture actuelle de marché et de la politique américaine.

Dans ce cadre, la transition énergétique s'érige comme l'une des tendances les plus importantes de la dernière décennie ainsi que l'un des secteurs d'investissement les plus attractifs pour l'avenir.

POURQUOI LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE EST-ELLE UNE TENDANCE SI CLAIRE ET IRRÉVERSIBLE ?

La transition énergétique, qui a démarré au début des années 2000 pour faire face au changement climatique et répondre à la problématique d'épuisement des combustibles fossiles, a expérimenté une forte croissance au cours des quatre dernières années soutenue principalement par trois facteurs.

1 Les énergies renouvelables sont devenues le moyen de production d'électricité le moins cher¹. Grâce aux développements technologiques et aux effets d'économies d'échelle, le coût actualisé de l'énergie du photovoltaïque et de l'éolien est devenu le plus compétitif. Cela a fait des énergies renouvelables la technologie de préférence des investisseurs et développeurs de projets énergétiques,

atteignant 90% du volume des projets dans la file d'attente de raccordement au réseau des États-Unis².

2 L'électrification de l'économie et le développement de l'Intelligence Artificielle ont déclenché une augmentation massive de la demande d'électricité. L'*Electric Power Research Institute* estime que la consommation d'électricité des centres de données pourrait représenter 9% de la demande totale d'électricité aux États-Unis d'ici 2030³. De plus, *Bain and Company* estime que les États-Unis devront augmenter de 26% leur production d'électricité par rapport à 2023⁴. La génération d'électricité renouvelable est la seule pouvant répondre à cette nouvelle demande grâce à ses délais de développement - plus courts que ceux des autres modes de production (environ 2 ans versus 5 ans pour une nouvelle centrale au gaz).

Ces chiffres ne prennent pas en compte la demande supplémentaire liée à l'électrification pour la production de chaleur domestique et industrielle et à la pénétration du marché des véhicules électriques.

3 L'impératif de la souveraineté énergétique, en particulier pour l'Europe et la Chine ayant toutes les deux de pauvres ressources naturelles énergétiques. La Chine est devenue le leader mondial incontesté de la transition énergétique. Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, la Chine représente 37%

des 2,3 milliards de dollars investis dans la transition énergétique à l'échelle mondiale en 2024, et domine la chaîne de valeur de production des panneaux photovoltaïques, batteries et véhicules électriques⁵. Ceci est le résultat d'une stratégie de long-terme valorisant le potentiel des nouvelles technologies ouvrant la voie à l'indépendance énergétique dans un contexte géopolitique complexe. Depuis le début de la guerre russo-ukrainienne, l'Europe s'est également réveillée face à ses vulnérabilités, qui sont aujourd'hui renforcées par le contexte actuel des États-Unis.

Cette dynamique crée une opportunité d'investissement se déclinant en 4 grandes catégories.

« Dans le domaine des infrastructures, la transition énergétique est le secteur le plus dynamique générant un grand nombre d'opportunités d'investissement. »

1. International Energy Agency - Renewables 2023 Executive summary (<https://www.iea.org/reports/renewables-2023/executive-summary>)

2. <https://www.latitudemedia.com/news/the-us-interconnection-queue-is-twice-its-installed-capacity/>

3. <https://www.epri.com/about/media-resources/press-release/q5vu86fr8tkxatfx8ihf1u48vw4r1dzf>

4. <https://www.bain.com/insights/utilities-must-reinvent-themselves-to-harness-the-ai-driven-data-center-boom/>

5. <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2024/overview-and-key-findings>

La construction de nouvelles infrastructures énergétiques.

Les investissements décrits ci-dessus sont consacrés au développement des parcs solaires, éoliens et des réseaux de stockage par batterie, mais aussi à la construction de nouvelles lignes de transmission, à la modernisation du réseau, au développement du biogaz, aux centres de données verts et aux réseaux de recharge de véhicules électriques. Dans le domaine des infrastructures, la transition énergétique est le secteur le plus dynamique générant un grand nombre d'opportunités d'investissement.

L'écosystème de fournisseurs de produits et services pour soutenir les infrastructures liées à la transition.

Il s'agit notamment des fabricants de composants, des fournisseurs de services d'exploitation et maintenance, des sociétés de conseil et d'analyse ainsi que des fournisseurs de logiciels. Ces acteurs opèrent dans un marché soutenu par une croissance rapide et offrent des opportunités d'investissement attractives.

L'innovation technologique.

Contrairement aux modèles basés sur la combustion des énergies fossiles, où seulement des gains d'efficacité supplémentaires marginaux sont possibles, les technologies de la transition ont un vrai potentiel d'innovation, notamment les innovations autour des cellules solaires et des batteries⁶. L'intelligence artificielle aura également un rôle important à jouer dans l'opération des réseaux électriques ainsi que dans la mise en place des villes intelligentes.

Efficacité énergétique.

Compte tenu de l'importante augmentation de la demande, les prix de l'électricité ne devraient pas baisser à moyen-terme. Par conséquent, les modèles autour de l'efficacité énergétique, permettant l'optimisation et réduction de la consommation, représentent un secteur avec de fortes perspectives de croissance.

Dans le contexte actuel, investir dans la transition peut être considéré comme une stratégie d'investissement défensive pour deux raisons principales.

1 Les enjeux de la transition ne sont pas au cœur des flux commerciaux mondiaux impactés négativement par le contexte géopolitique actuel. Néanmoins, il est nécessaire de prendre en compte l'impact des taxes douanières sur la chaîne d'approvisionnement des technologies de la transition, qui est majoritairement contrôlée par la Chine.

2 Les moteurs fondamentaux de la transition énumérés ci-dessus sont structurels et vont au-delà de la croissance du PIB. Ils génèrent en premier lieu le déploiement des infrastructures, créant à son tour l'écosystème des fournisseurs de biens et services. La croissance du PIB, comme pour toute autre stratégie d'investissement, reste néanmoins un facteur majeur pour définir la demande finale d'énergie.

Enfin, il est pertinent de revenir sur le changement climatique, moteur originel de la transition énergétique. Il se poursuit sans relâche et ses effets économiques négatifs s'intensifient.

Au fur et à mesure que la situation actuelle se dégrade, la pression pour accélérer la transition s'intensifie. Cela entraîne des implications négatives pour les actifs qui entravent la décarbonisation, et à l'inverse des avantages pour ceux qui se trouvent dans la chaîne de valeur de la transition.

Du point de vue de la gestion des risques, les investisseurs doivent s'assurer que leurs portefeuilles sont positionnés pour refléter cette éventualité.



Tout investissement présente un risque de perte en capital. Les informations émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF Banque Privée au moment de la publication de ce document et ne constituent en aucun cas une recommandation en investissement. Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer.

6. IEA - The State of Energy Innovation (<https://www.iea.org/reports/the-state-of-energy-innovation>)

SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT

Le grand retour des *actions allemandes*, soutenues par les plans d'investissement malgré *l'incertitude commerciale*



Interview
CHRISTOPH OHME
 Gérant du fonds ODDO BHF
 German Equities

LE NOUVEAU GOUVERNEMENT ALLEMAND PRÉVOIT D'INVESTIR MASSIVEMENT DANS LES INFRASTRUCTURES ET LA DÉFENSE. EST-CE UNE BONNE NOUVELLE POUR LES ACTIONS ALLEMANDES ?

CO Après la crise du Covid, l'Allemagne était à la traîne en matière de croissance économique en Europe. Aujourd'hui, avec les deux plans d'investissement annoncés, il y a une réelle opportunité de surmonter les obstacles structurels et de libérer le potentiel des entreprises innovantes du pays. Le plan d'investissement dans les infrastructures atteint 500 milliards d'euros – c'est plus encore que le fonds mis en place dans les années 90 pour financer la réunification allemande. Pour les investisseurs, c'est une occasion unique de profiter du redressement économique du pays.

Même si les effets ne seront pas immédiats, les projections à moyen et long terme estiment que ces investissements pourraient augmenter le PIB de 0,5 % à 1,4 % dès 2026, en fonction des modalités de leur mise en œuvre. Cette croissance devrait se répercuter sur les bénéfices par action (BPA), un vivier d'opportunités attrayantes pour les investisseurs, selon nous. En outre, les investisseurs étrangers semblent redécouvrir l'Allemagne et l'Europe, avec des achats conséquents observés depuis le début de l'année en anticipation de ces changements de politique.

QU'EN EST-IL DES VALORISATIONS ?

CO Les menaces de droits de douane par le président Trump ont provoqué une forte correction sur les marchés actions à l'échelle

mondiale, et l'Allemagne n'y a pas échappé. Dans un contexte d'actualité mouvant, nous anticipons encore de la volatilité dans les jours et semaines à venir. Néanmoins, même après cette correction, le marché allemand reste plus attractif que celui des États-Unis : le DAX se négocie autour de 13,6 fois les bénéfices estimés pour 2025, contre 19,2 fois pour le S&P 500. Ces valorisations plus faibles offrent de nouvelles opportunités selon nous. Bien sûr, il faudra surveiller l'impact concret des droits de douane sur les résultats des entreprises. Aujourd'hui, le marché n'offre pas suffisamment de décote en cas de récession. Auquel cas, il sera nécessaire d'ajuster le beta (covariance de l'actif vs marché rapporté à la variance du marché) des expositions afin de limiter l'impact d'un possible repli des valorisations sur certains segments.

QUEL SERA L'IMPACT DE CES DROITS DE DOUANE SUR LES ENTREPRISES ALLEMANDES ?

CO L'économie allemande, très tournée vers l'export, ne pourra pas éviter les conséquences négatives d'une guerre commerciale initiée par les États-Unis. Le coût des droits de douane pourrait imputer 0.9% à la croissance en 2026, annulant en partie les effets positifs du stimulus fiscal.

Les entreprises les plus exportatrices, notamment dans l'automobile, sont particulièrement mises sous pression. Nous observerons avec attention comment elles ajusteront leur production. Des négociations pourraient aboutir à un allègement des droits de douane.

Dans ce contexte, il faut privilégier les sociétés avec un fort pouvoir de fixation des prix, capables de répercuter une partie des coûts supplémentaires sur leurs clients. Le plan de relance allemand jouera un rôle de stabilisateur important, notamment pour les secteurs de la défense et des infrastructures. Il apparaît donc déterminant dans ce climat mondial complexe. À plus long terme, nous anticipons une poursuite des flux de capitaux vers l'Europe et l'Allemagne. L'incertitude mondiale, l'inflation élevée et le ralentissement de l'économie américaine pourraient encourager les investisseurs à se détourner des États-Unis au profit du vieux continent.

QUELS SECTEURS OU SEGMENTS DU MARCHÉ ALLEMAND ATTIRENT PARTICULIÈREMENT LES INVESTISSEURS ?

CO Évidemment, les valeurs de la défense sont recherchées en période d'augmentation des budgets militaires. Ce secteur continue de se négocier avec une prime par rapport au marché global.

« Le coût des droits de douane pourrait imputer 0.9% à la croissance en 2026, annulant en partie les effets positifs du stimulus fiscal. »

À plus long terme, la hausse continue des budgets militaires en Europe jouera en faveur de ces entreprises. Il faut rappeler que l'Europe accuse un sous-investissement de près de 2 000 milliards de dollars dans le secteur de la défense depuis la fin de la guerre froide. Si les dépenses devaient atteindre 3 % du PIB européen, cela représenterait une augmentation de 50 % entre 2024 et 2030 – soit environ 700 milliards de dollars cumulés, voire jusqu'à 1 400 milliards si l'objectif montait à 4 %. Ce réarmement stratégique se concentrera principalement sur l'équipement, qui devrait à terme représenter 50 % des budgets, plutôt que sur les effectifs. Cela implique une forte accélération des dépenses d'investissement (capex). Un point clé réside dans le mode de financement : les États préfinancent les projets, ce qui permet aux entreprises du secteur d'enregistrer des flux de trésorerie positifs dès le démarrage, alors même que le déploiement des capex s'étale sur plusieurs années. C'est un atout considérable pour la visibilité des revenus, et cela justifie, selon nous, une revalorisation du secteur vers des multiples de type 20x les bénéfiques à 12 mois glissants, à l'image d'autres segments bénéficiant de flux de trésorerie stables et prévisibles.

Quant au plan de 500 milliards pour les infrastructures, il pourrait fortement dynamiser le secteur de la construction dans les prochaines années. Cet élan bénéficiera non seulement aux entreprises du BTP, en particulier ceux qui sont dans le secteur du génie civil, mais aussi aux fabricants de matériaux de construction et de produits chimiques. Les groupes industriels qui fabriquent des équipements pour les réseaux électriques, comme les transformateurs ou les systèmes IT, profiteront aussi de cette dynamique.

La digitalisation de l'Allemagne devrait également se poursuivre. Les valeurs moyennes du MDAX, plus axées sur la demande intérieure que les grandes valeurs exportatrices du DAX, sont à suivre. C'est pourquoi notre fonds ODDO BHF German

Equities investit à la fois dans les grandes valeurs mais aussi les moyennes capitalisations rigoureusement sélectionnées. Il est aussi essentiel que le climat commercial se stabilise et que les investissements soient rapidement et efficacement dirigés vers les bons secteurs. En parallèle, l'administration allemande doit également se moderniser et réduire la bureaucratie. C'est la condition sine qua non pour que les fonds investis soient utilisés efficacement.

LE FONDS ODDO BHF GERMAN EQUITIES EXISTE DEPUIS PLUS DE 50 ANS. QU'EST-CE QUI LE CARACTÉRISE ?

CO Depuis plus d'un demi-siècle, le fonds a traversé toutes les phases de marché – des chocs pétroliers des années 70 à l'euphorie boursière des années 90, en passant par la crise financière de 2008. Les gérants ont toujours cherché à identifier les meilleures actions allemandes via une analyse rigoureuse, des rencontres régulières avec les dirigeants, et un examen approfondi des modèles économiques, des produits et des structures d'entreprise.

La clé a toujours été de s'adapter aux tendances – du PC à l'IA en passant par Internet. Notre approche long terme est payante : les revers à court terme peuvent être compensés par les phases de croissance durable. Quiconque a investi son capital dans un indice boursier largement diversifié tel que le MSCI World depuis 1969 n'a jamais subi de perte nominale sur une période de 15 ans. Les investisseurs ayant un horizon à

« Nous suivons de près chaque position et cherchons à rencontrer chaque entreprise au moins une fois par trimestre. »

long terme peuvent tirer parti de tendances telles que la numérisation, l'intelligence artificielle, la médecine innovante et la technologie médicale, qui, selon nous, seront importantes pour l'avenir.

Plus l'horizon de placement est long, plus le risque de perte diminue. Par exemple, selon nos calculs, un investisseur ayant commencé à épargner 100 euros par mois depuis le lancement du fonds en mai 1974 – soit un total de 60 400 euros investis – disposerait aujourd'hui d'un capital retraite avoisinant les 475 000 euros*.

QUELLE EST L'ORIENTATION ACTUELLE DU FONDS ?

CO Notre priorité reste de constituer un portefeuille d'entreprises dans lesquelles nous avons une grande confiance sur le long terme. Nous suivons de près chaque position et cherchons à rencontrer chaque entreprise au moins une fois par trimestre. Notre stratégie repose sur une sélection rigoureuse de titres, en privilégiant les sociétés de qualité à des valorisations attractives. Nous intégrons également des critères extra-financiers comme la gouvernance, les aspects sociaux et environnementaux. Actuellement, 89 % du fonds est investi dans des entreprises de taille moyenne et grande, avec une capitalisation supérieure à 5 milliards d'euros.

Contrairement à notre indice de référence, nous profitons aussi des opportunités offertes par les petites et moyennes capitalisations, qui représentent 10 % du portefeuille. Ces valeurs ont été à la traîne à cause de la conjoncture économique, mais présentent désormais un bon potentiel de rebond. Nous avons aussi une surpondération marquée dans le secteur industriel (plus de 22 %), qui devrait bénéficier directement des futurs programmes de dépenses. Avec le retour des investissements, l'Allemagne offre, selon nous, de belles opportunités aux investisseurs en actions de long terme.

Tout investissement présente un risque de perte en capital. Les informations émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF Banque Privée au moment de la publication de ce document et ne constituent en aucun cas une recommandation en investissement. Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer.

*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent varier.



ODDO BHF

BANQUE PRIVÉE



ODDO BHF BANQUE PRIVÉE

Paris

12 boulevard de la Madeleine
75440 Paris Cedex 09
+33 1 44 51 85 00

Lyon

2, rue Grôlée
69002 Lyon
+33 4 72 68 27 00

Marseille

4, bis boulevard Rivet
13008 Marseille
+33 4 91 62 77 33

Strasbourg

30, rue de la Mésange
67000 Strasbourg
+33 3 88 24 95 95

Bordeaux

52 cours de l'intendance,
33 000 Bordeaux, France
+33 1 44 51 85 00

www.pwm.oddo-bhf.com

Suivez nos actualités



Ce document a été préparé par ODDO BHF Banque Privée dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF Banque Privée. Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée. Ce document ainsi que son contenu sont la propriété de ODDO BHF Banque Privée et sont strictement confidentiels. Ils ne sauraient être totalement ou partiellement reproduits, résumés ou être communiqués à des tiers sans le consentement préalable de ODDO BHF Banque Privée.

ODDO BHF SCA est une société en commandite par actions, au capital de 73 193 472 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 652 027 384 et dont le siège est situé au 12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09, agréée sous le numéro 45850, par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (4, place de Budapest à Paris – CS 92459 – 75436 Paris Cedex 09, tél. : 01 49 95 40 00), en qualité d'établissement de crédit et prestataire de services d'investissement, habilité à rendre l'ensemble des services d'investissement visés par le Code monétaire et financier à l'exception du service d'exploitation d'un système multilatéral de négociation au sens de l'article L.424-1 et d'exploitation d'un système organisé de négociation au sens de l'article L.425-1 du même code. ODDO BHF SCA est inscrite à l'Orias sous le numéro 08 046 444. Cette immatriculation peut être vérifiée sur le site internet www.orias.fr. ODDO BHF SCA exerce son activité de courtier sous le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.