

COMITÉ STRATÉGIQUE



T1 2025

DÔM FINANCE
39 RUE MSTISLAV ROSTROPOVITCH
75017 PARIS

WWW.DOM-FINANCE.FR

ENVIRONNEMENT MONDIAL



Vincent PRIOU
Président Directeur Général

INTRODUCTION

- **Dynamique Macro** : Une croissance mondiale de 3% pour le PIB. La plus faible croissance des 30 dernières années sur 5 ans glissants. Le scénario d'un ralentissement plus prononcé pour 2025 aux USA, en Chine, en Corée du Sud, au Brésil, en Espagne et en France amènera une accélération dans l'assouplissement des conditions de crédit, scénario qui nous paraît le plus crédible pour les mois qui viennent.
- **Banques Centrales** : La FED et la BCE ont durci leurs discours depuis les dernières réunions du mois de décembre et restent prudentes. 4 à 6 baisses sont intégrées pour la BCE, avec des baisses de 25 pbs à chaque réunion. Il semblerait que la FED intègre 2 baisses depuis le 15 janvier avec le dernier chiffre à 2,9% pour l'inflation globale américaine, dans un contexte d'économie mondiale qui se détériore.
- **Marchés Obligataires souverains** : Les taux nominaux se sont tendus sous l'effet des anticipations d'une inflation toujours persistante. Toutefois le marché de l'emploi montre des signes de faiblesse et le PCE américain semble bien orienté, amenant les marchés obligataires vers une détente importante dans les mois à venir.
- **Les actions** : Les investisseurs anticipent une croissance molle sans accident, avec des détentes de taux d'intérêt pour la 2^{ème} partie de l'année. Toutefois, attention au niveau de valorisation si les résultats des entreprises étaient en dessous des attentes.



LES QUESTIONS QU'ON DOIT SE POSER

TOUJOURS D'ACTUALITÉ POUR LE COMITÉ DU T1 2025



- **Les indicateurs économiques sont-ils orientés vers des baisses de taux pour 2025 ?**
- **La croissance économique des pays développés sera-t-elle au rendez-vous ?**
- **Le marché de l'emploi aux Etats-Unis va-t-il se dégrader et apporter les preuves d'une détente favorable de la politique monétaire ?**
- **Les risques géopolitiques vont-ils s'aggraver et remettre en cause les équilibres économiques ?**
- **La valorisation élevée des actions américaines n'est-elle pas un risque pour la baisse des marchés actions ?**
- **Doit-on conserver une poche de cash importante dans les mois à venir ?**

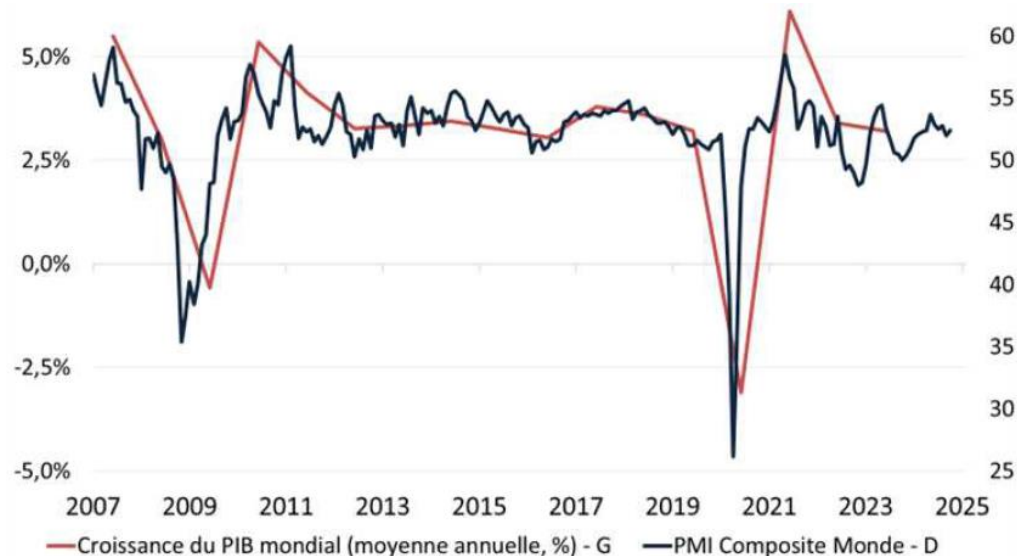


MONDE INTERROGATIONS ET INQUIETUDE

LA CROISSANCE MONDIALE SE STABILISE

Nous tablons sur une hausse du PIB mondial de 3,1% en 2024, en ligne avec celle de 2023

PMI MONDE ET CROISSANCE DU PIB MONDIAL



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

La croissance mondiale se maintient à un rythme correct, proche de 3% en rythme annualisé.

- L'activité dans les services a réaccélééré sur un rythme assez vigoureux (services financiers, logiciels, santé, services aux entreprises).
- En revanche l'activité reste atone dans le secteur manufacturier.
- Les créations d'emplois ralentissent mais restent positives.
- La consommation des ménages est correcte dans l'ensemble.

ACTIVITÉ INDUSTRIELLE

COUP D'ARRÊT AU REDRESSEMENT DEPUIS AOÛT 2024

PRODUCTION INDUSTRIELLE MONDIALE



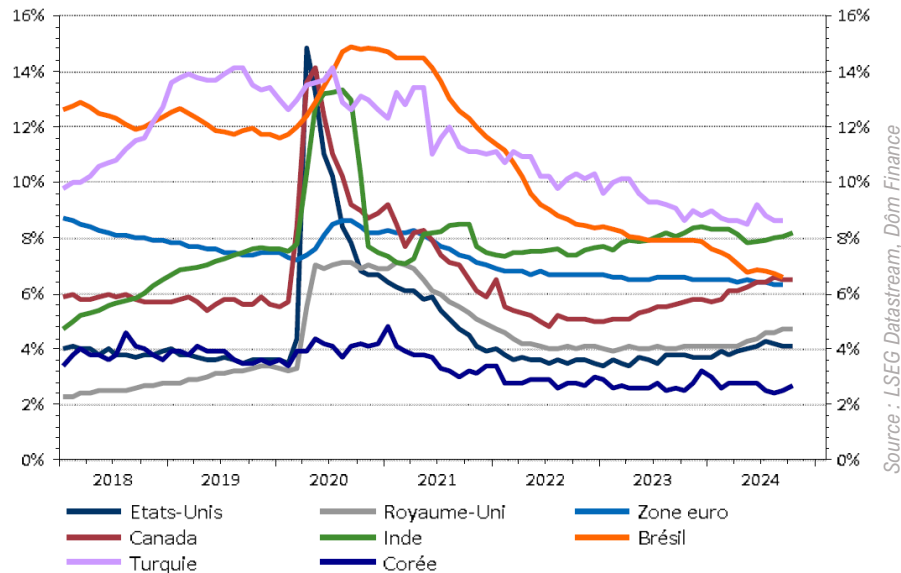
Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

La croissance mondiale n'accélère plus, largement en raison d'une contraction de l'activité dans l'industrie

- L'activité se contracte légèrement dans le secteur manufacturier. Cette contraction touche plus particulièrement les pays riches, mais elle s'observe aussi dans quelques pays émergents.
- En effet, malgré son poids direct réduit dans le PIB, l'industrie manufacturière conserve un rôle d'entraînement important sur l'ensemble de l'activité : une contraction prolongée de l'activité industrielle finit tôt ou tard par freiner l'activité dans les services.

LE MARCHÉ DE L'EMPLOI SE DÉGRADE, NOTAMMENT DANS LES PAYS RICHES

MONDE DÉVELOPPÉ – TAUX DE CHÔMAGE



MONDE DÉVELOPPÉ

- Perte de dynamisme dans l'emploi
- Ralentissement des créations d'emploi inférieures à la croissance de la population active
- Remontée tendancielle du taux de chômage

ZONE EURO

→ Remontée du taux de chômage limitée par la baisse de la population active (Allemagne, Italie)

ÉTATS-UNIS

→ Aux US, La rapidité de la hausse du taux de chômage (+0,5pt en 6 mois) a été une source d'inquiétude pouvant signaler une récession à venir. Toutefois, les fortes créations d'emplois sur la dernière partie de l'année ont rassuré les investisseurs.

→ Mais les créations d'emplois restent en territoire positif et globalement en ligne avec un scénario de croissance molle.

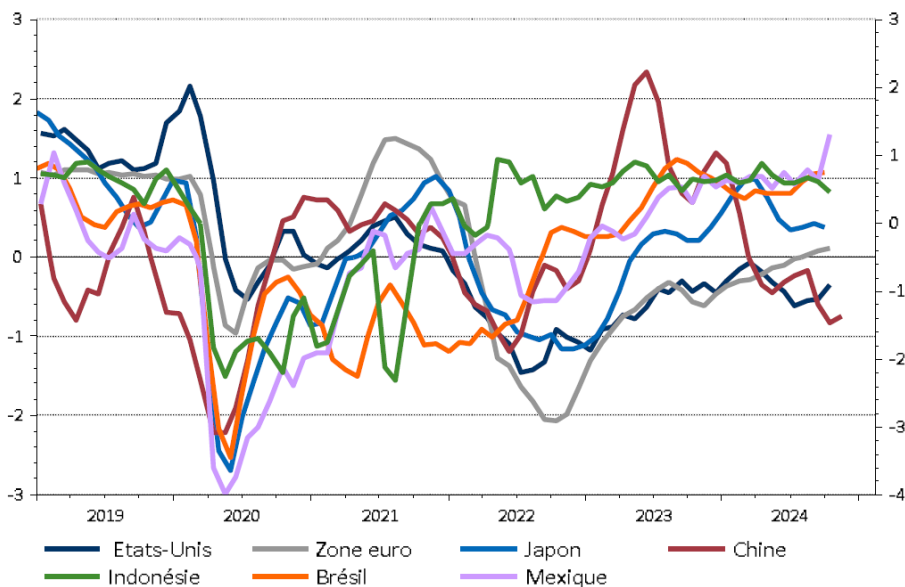
Au T4, l'emploi perd de son dynamisme. Il reste relativement robuste dans les services mais se contracte dans l'industrie.

LA DYNAMIQUE DE CONSOMMATION

LA DYNAMIQUE DE CONSOMMATION RESTE CORRECTE AU NIVEAU MONDIAL



MORAL DES MÉNAGES



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

MONDE DÉVELOPPÉ

Moral des ménages médiocre, exception du Japon

EUROPE

Les dépenses de consommation ont rebondi fin 2024 grâce à la hausse du pouvoir d'achat des ménages mais ce rebond est temporaire. La croissance du revenu disponible devrait être médiocre cette année (fin de la désinflation, net ralentissement des revenus d'activité des ménages dans un contexte de ralentissement de l'emploi).

CHINE

Effets richesse négatifs (baisse de l'immobilier et du marchés actions depuis 2021). Médiocrité du marché de l'emploi, effet sur le moral et dépenses des consommateurs. Il est encore trop tôt pour juger de l'impact du plan de soutien annoncé par les autorités début octobre.

MONDE : LA DÉSINFLATION SE POURSUIT

Exportation de la déflation chinoise, rééquilibrage offre / demande sur le marché du travail.

Après 3,2% fin 2024, nous visons une inflation mondiale de 3,0% mi-2025 (T2/T3) et de 2,8% fin 2025 (T3/T4).

INFLATION MÉDIANE



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Il faut surtout surveiller l'évolution des tensions commerciales au cours des prochains mois : on ne peut pas exclure une guerre commerciale (instauration de droits de douane par les Etats-Unis, suivie de mesures de rétorsion) qui se traduirait par une hausse de l'inflation mondiale.

La Chine exerce une pression déflationniste forte sur les biens en raison de l'intensification de sa politique mercantiliste

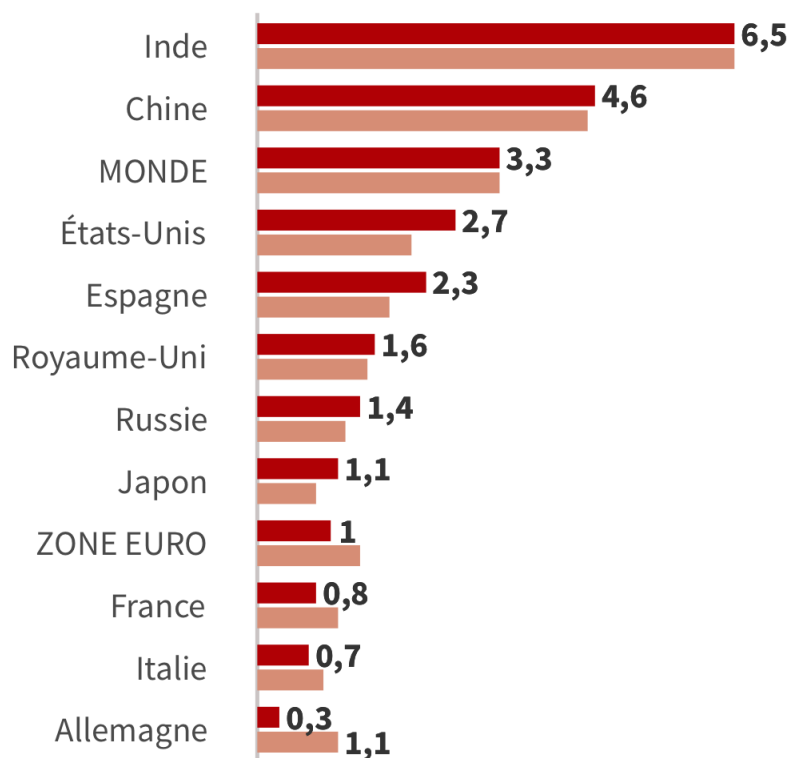
Aux USA, l'inflation globale est retombée en décembre à +2,9%, en dessous du seuil des +3%, ce qui est une excellente nouvelle.

PREVISIONS DE CROISSANCE DU FMI

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE TOURNE AU-DESSUS DE SON POTENTIEL, TANDIS QUE L'EUROPE ET LA CHINE SONT EN DESSOUS



PREVISIONS DE CROISSANCE DU FMI



Variation annuelle du PIB, en %

■ 2025 ■ 2026

Source FMI

Entre les Etats-Unis et la zone euro, l'écart de croissance et de richesse continue de se creuser.

Aux Etats-Unis, la hausse du PIB devrait atteindre 2,7 % en 2025 : un chiffre que le FMI a revu à la hausse d'un demi-point par rapport à ses prévisions d'octobre dernier.

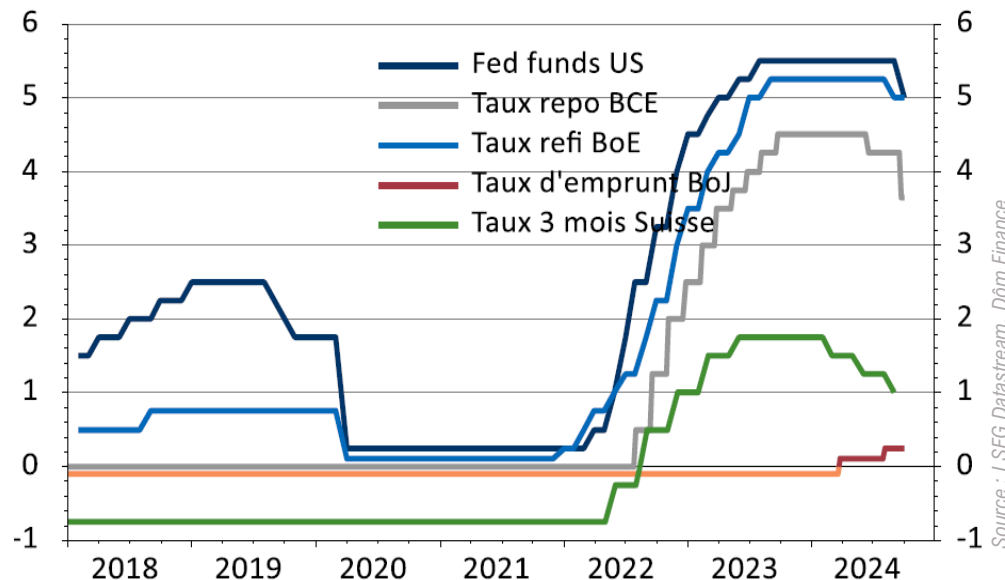
A contrario, il a abaissé de 0,2 point celle de la zone euro, dont le PIB ne progresserait plus que de 1 % en 2025. Que ce soit la France (0,8 %), l'Allemagne (0,3 %) ou l'Italie (0,7 %), l'heure est à la quasi-stagnation.

Et les perspectives ne sont pas réjouissantes.

HAUSSE DES TAUX DES BANQUES CENTRALES

UNE PÉRIODE LONGUE QUI A FRAGILISÉ L'ÉCONOMIE MONDIALE

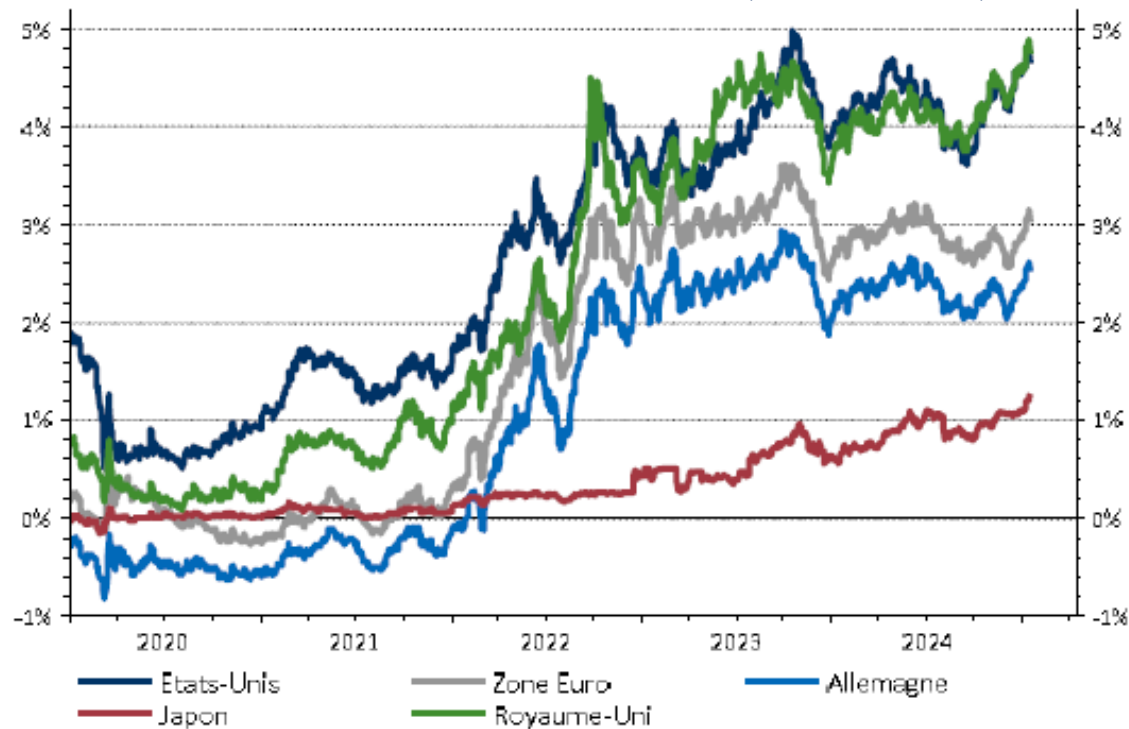
TAUX DIRECTEURS DES PAYS ÉMERGÉS



Le durcissement des conditions financières a donc joué son rôle de frein de l'activité. Cette fragilité de l'activité se retrouve sur le marché du travail avec des créations d'emplois dont le rythme d'expansion continue de faiblir dans les principaux pays. **La BCE n'a donc pas de raison de maintenir ses taux directeurs à 3%** et devrait encore les abaisser, de l'ordre de 1% à 1,50%.

TAUX LONGS : REBOND NOTABLE

TAUX SOUVERAIN 10 ANS : ETATS-UNIS, ZONE EURO, JAPON

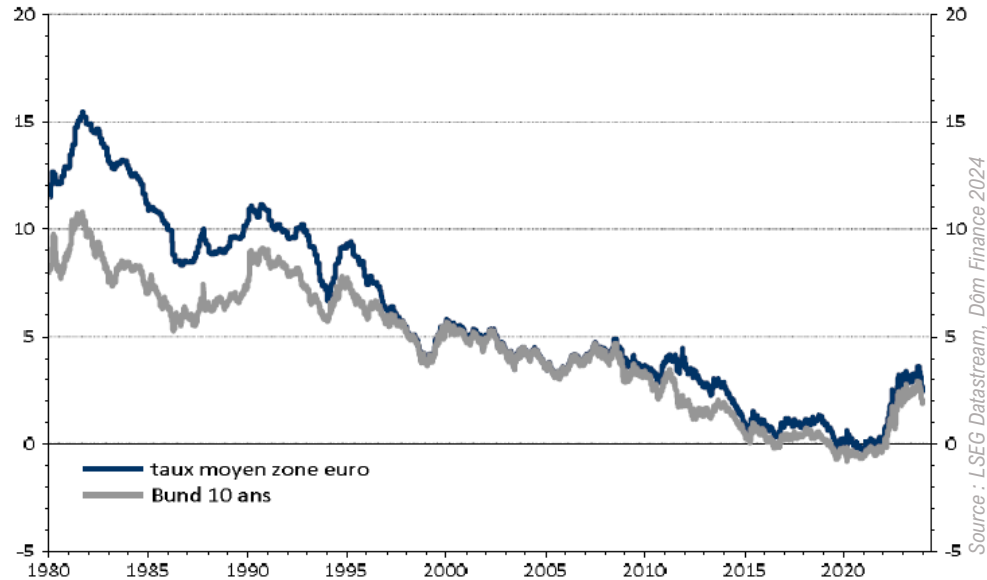


Les produits de taux ont nettement baissé (-2% pour le Bund 10 ans et le T-Note 10 ans en dollars), traduisant à la fois une composante d'activité soutenue et également une composante monétaire pénalisante, reflétant le ton moins accommodant de la Fed .

LE PLUS FORT KRACH OBLIGATAIRE

DEPUIS 1994

ZONE EURO : TAUX 10 ANS ALLEMAND ET MOYEN



- Le taux d'équilibre réel (croissance potentielle, taux d'épargne...) et l'inflation, justifiant un taux plus faible en Zone Euro
- Les taux courts anticipés (dimension cyclique)
- L'évolution du risque pays relatif (stress sur la dette souveraine européenne en particulier)

ÉTATS-UNIS

PESPECTIVES SOLIDES POUR 2025

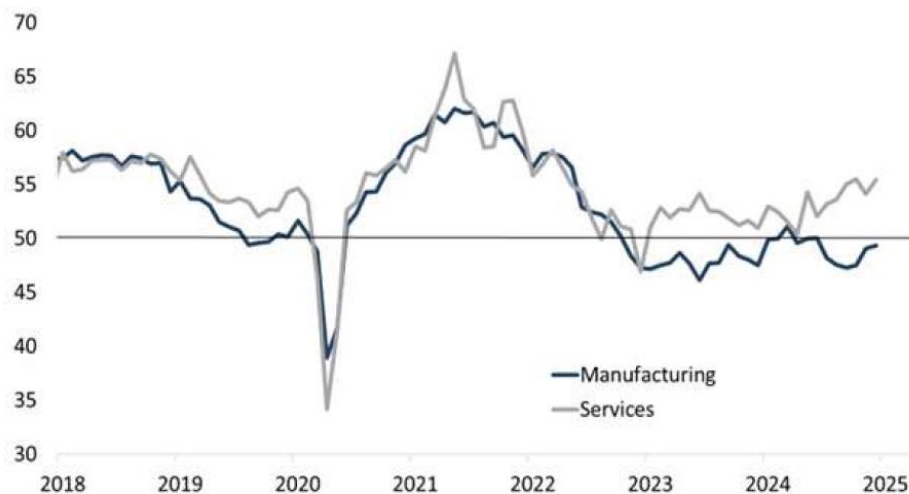
- **Trump : un impact haussier sur la croissance nominale**
- **Stabilisation de l'activité et des transactions dans l'immobilier**
- **L'emploi ne décélère plus véritablement**
- **Profitabilité robuste des entreprises**
- **Stabilisation de la croissance du revenu des ménages et résistance de la consommation**
- **Inflation stabilisée sur des niveaux assez robustes**



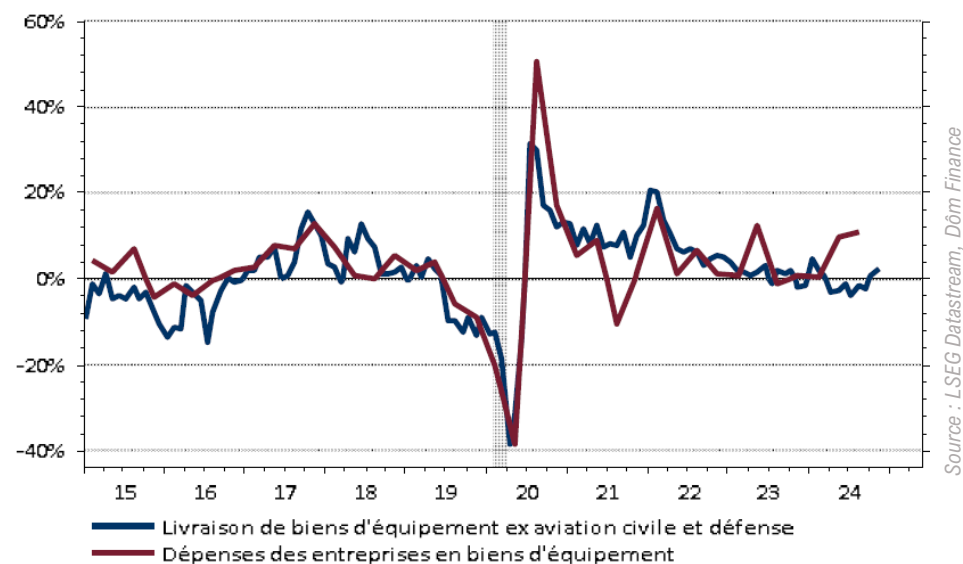
REGAIN D'ACTIVITÉ

ET REDRESSEMENT DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

ACTIVITÉ DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER VS SERVICES



LIVRAISONS DE BIENS DURABLES ET INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES



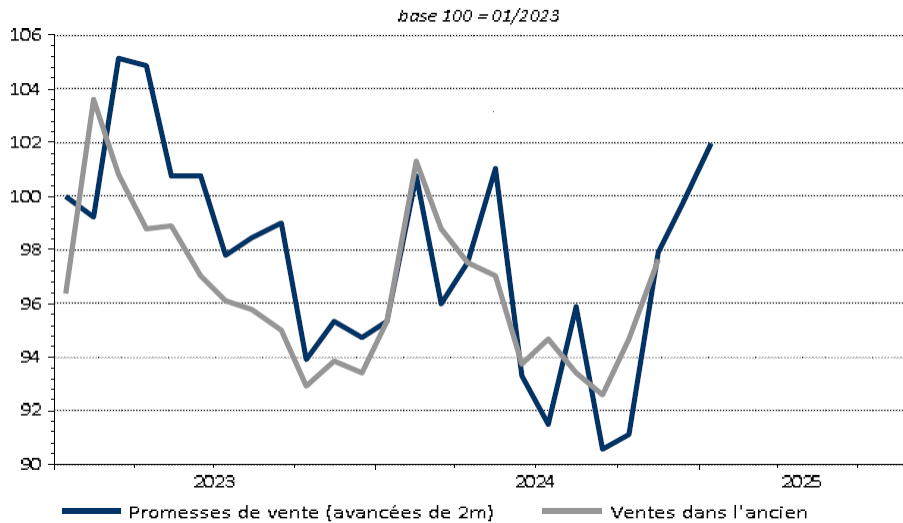
Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

IMMOBILIER

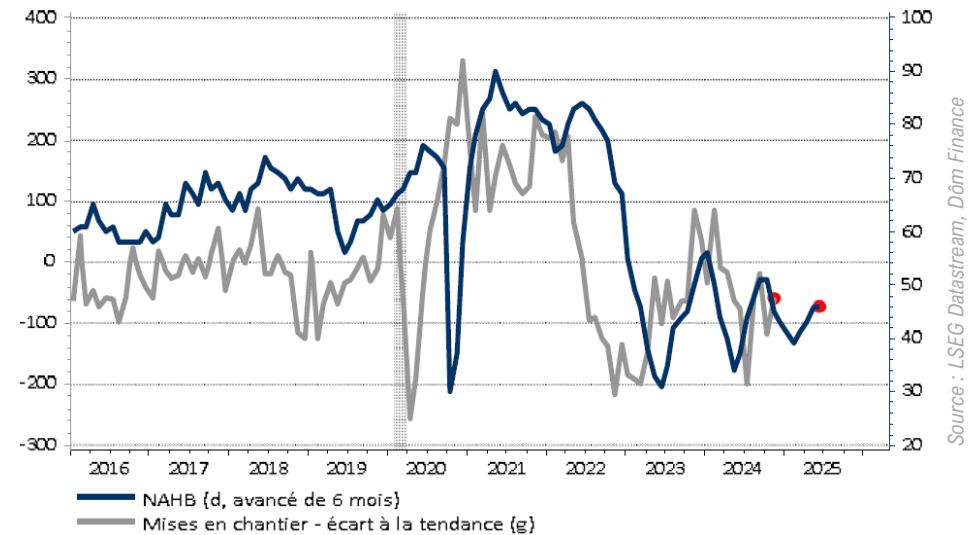
STABILISATION DES TRANSACTIONS ET DE L'ACTIVITÉ



PROMESSES DE VENTES ET TRANSACTIONS DANS L'ANCIEN



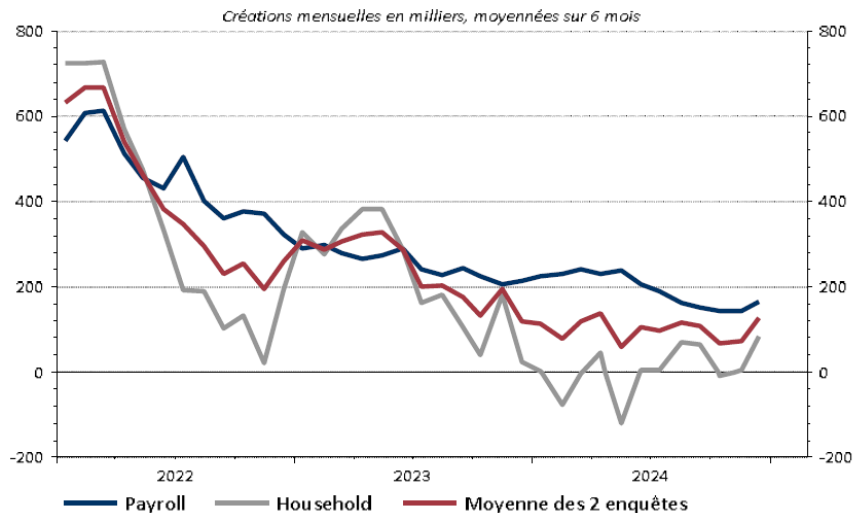
MISES EN CHANTIER ET MORAL DES PROMOTEURS IMMOBILIERS (NAHB)



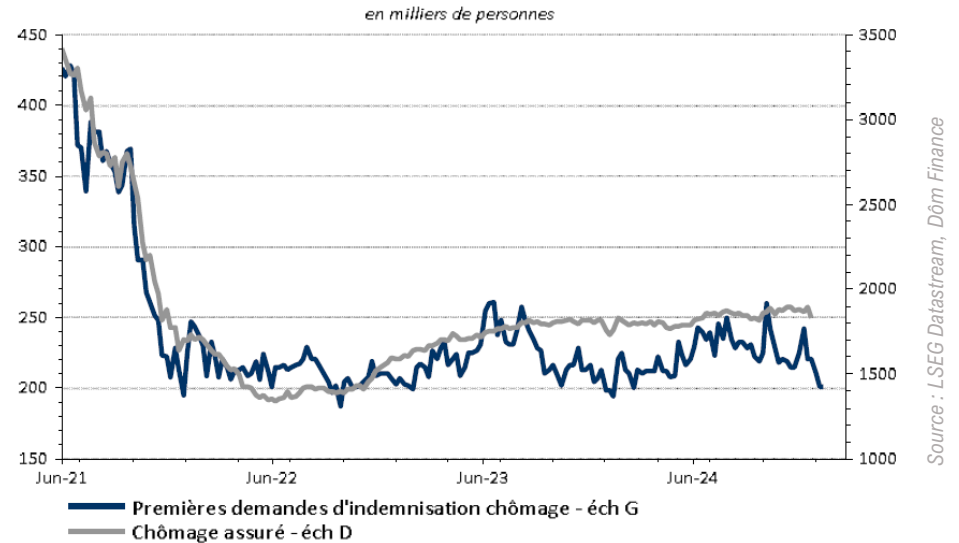
LE MARCHÉ DE L'EMPLOI SE STABILISE

VOIRE RÉACCÉLÈRE LÉGÈREMENT

EMPLOI : PAYROLL VS HOUSEHOLD SURVEYS



INDEMNISATION CHÔMAGE



La plupart des indicateurs suggèrent que le marché de l'emploi a interrompu son soft landing pour amorcer une légère réaccélération :

- Les licenciements sont faibles et les premières demandes d'indemnisation chômage ont nettement baissé.
- Les composantes emploi des enquêtes PMI et ISM se sont nettement redressées, de même que les intentions d'embauche des PME (enquête NFIB).

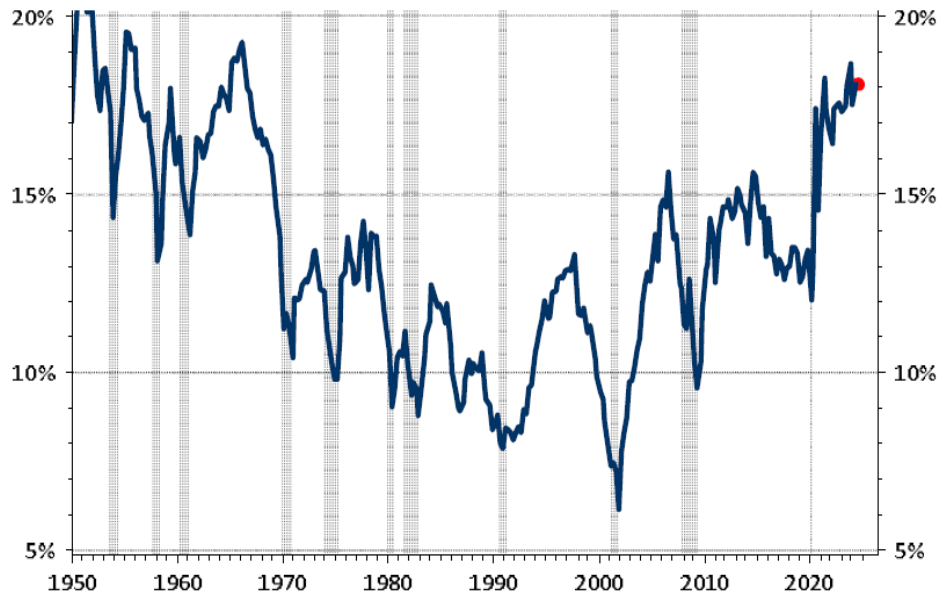
LES MARGES ET LES PROFITS

DES ENTREPRISES RESTENT TRÈS ÉLEVÉS



MARGES DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Au niveau macro; profits des entreprises non financières / valeur ajoutée non financière



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Au niveau macro, les marges et les profits des entreprises US restent très élevés.

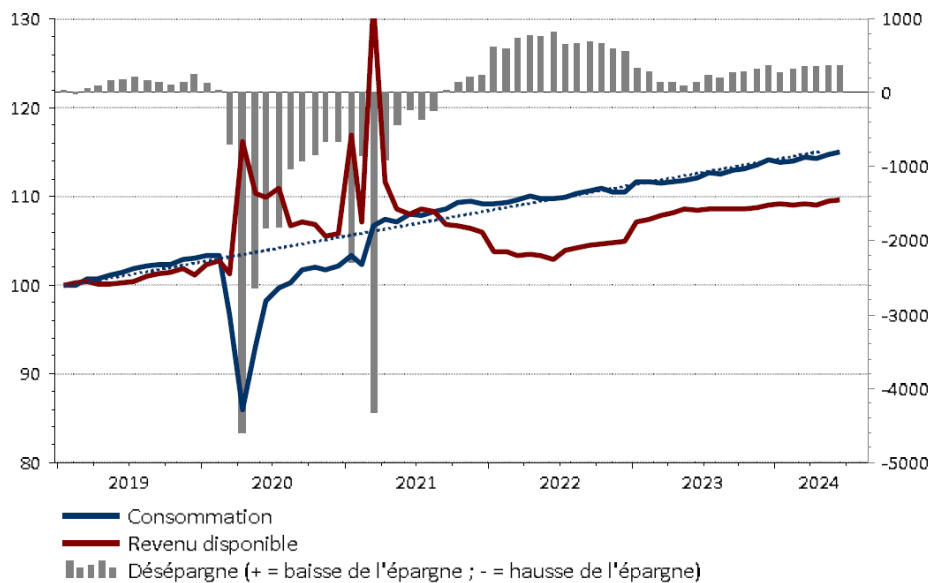
- Les marges des entreprises non financières restent proches de **18%**, un **niveau inédit depuis le milieu des années 60**.
- Cela confirme notre sentiment selon lequel les entreprises US n'ont pas un besoin urgent / important d'ajuster leur outil de production, que ce soit en termes d'emplois ou en termes d'investissements.

ÉTATS-UNIS

LA CONSOMMATION DES MÉNAGES DEVRAIT RÉSISTER À COURT TERME



CONSOMMATION ET REVENUS DISPONIBLE DES MENAGES

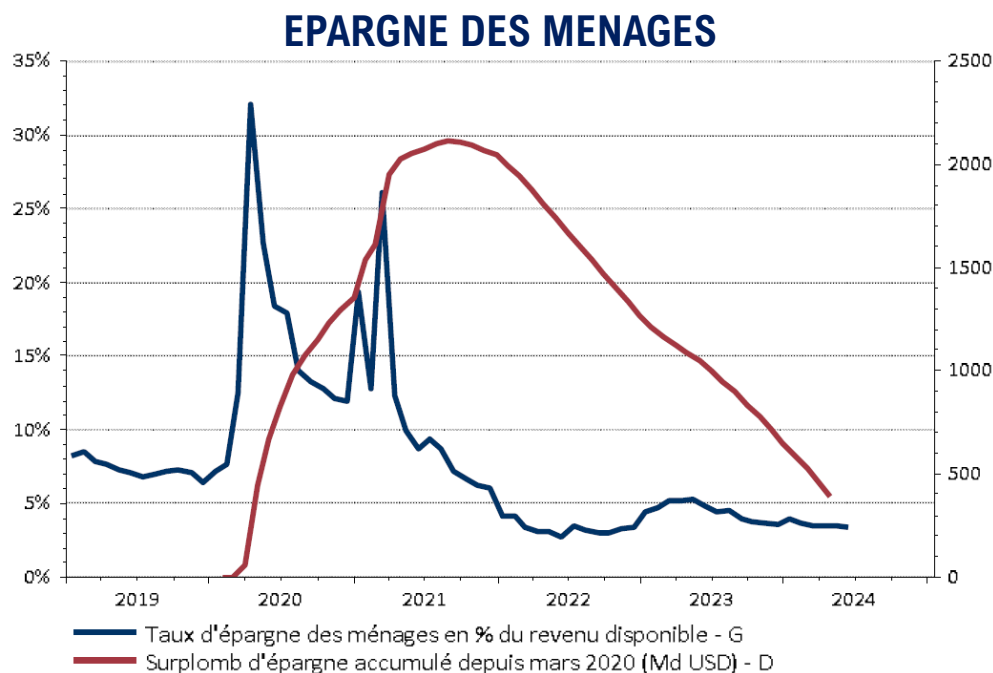


Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

- Les dépenses des ménages sont soutenues par la **croissance du revenu disponible**, la **baisse du taux d'épargne** et la **désinflation** (sur la majeure partie de 2024).
- Le taux d'épargne ressort désormais à 4,4% (contre 5,5% en janvier 2024)

ÉTATS-UNIS

EPARGNE DES MENAGES



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Nous tablons sur un peu moins de 4% fin 2025, sa baisse sera donc un soutien un peu moins fort à la consommation en 2025.

Le surplomb d'épargne des ménages accumulé depuis le début de la pandémie est désormais quasiment réduit à zéro.

PERFORMANCES DU T-NOTE OBLIGATAIRE

10 ANS US AUTOUR DE LA PREMIÈRE BAISSÉ DU TAUX DIRECTEUR DE LA FED



		+ 3 MOIS	+ 6 MOIS
RALENTISSEMENT	02/10/1984	10,8%	11,7%
KRACH OBLIGATAIRE ET ACTIONS	01/10/1887	4,1%	11,5%
RALENTISSEMENT	05/06/1989	8,8%	10,9%
KRACH OBLIGATAIRE ANTERIEUR ET CRISE MEXICAINE	06/07/1995	1,3%	6,3%
CRISE ASIATIQUE	29/09/1998	3,8%	-0,3%
ECLATEMENT ANTERIEUR DE LA BULLE ACTIONS	03/01/2001	3,5%	2,1%
RECESSION	18/09/2007	5,4%	7,8%
RESSERREMENT BRUTAL ET QT ANTERIEURS	31/07/2019	4,1%	1,4%

Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

PREMIÈRE BAISSSE DES TAUX DE LA FED

APRÈS UN INTENSE RESSERREMENT DE 525 PB LE PLUS BRUTAL, DEPUIS + DE 40 ANS



- **Ralentissement ou Récession aux USA** : Sans surprise, le bilan est négatif à 3 et 6 mois pour les actions en cas de récession et positif dans le cas contraire, sans que la performance soit exceptionnelle.
- **Pour le marché obligataire**, la performance est favorable, en récession (ce qui est logique) et hors récession. Ce qui fait qu'en espérance ajustée du risque, le marché obligataire apparaît beaucoup plus attractif, surtout lorsque la valorisation des marchés actions est actuellement élevée, la prime de risque basse et le positionnement des investisseurs agressif, avec un appétit élevé pour le risque.
- **Le risque est donc de voir les investisseurs s'inquiéter** à un moment donné d'un retour du ralentissement plus fort que prévu si la tendance actuelle de la modération macro devait se poursuivre et/ou s'intensifier.



ZONE EURO

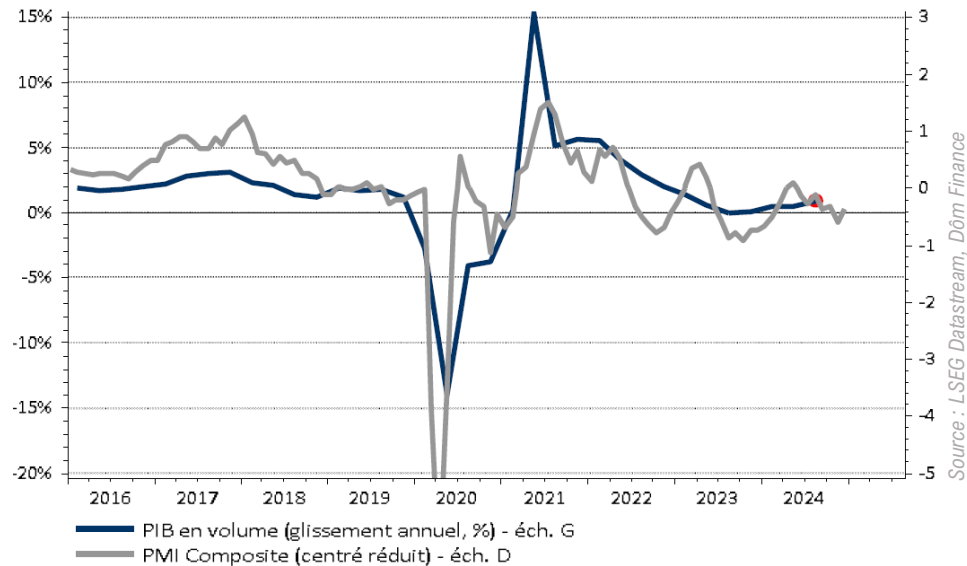
ZONE EURO : DÉBUT 2025 MÉDIOCRE

- **L'industrie reste en récession; stabilisation des services**
- **Le ralentissement du marché de l'emploi se confirme**
- **Résistance des salaires, mais perspectives de modération**
- **Le rebond actuel de la consommation ne semble pas durable**
- **Le crédit est mieux orienté, ce qui va favoriser l'immobilier résidentiel et les entreprises**
- **La désinflation se fait plus difficile**



ZONE EURO : DÉBUT D'ANNÉE MÉDIOCRE

ZONE EURO : PIB ET INDICATEURS AVANCÉS



- **Les principaux indicateurs avancés sont en ligne avec une croissance quasiment au point mort en zone euro.**
- En Allemagne, DeStatis a annoncé une croissance en recul de 0,2% sur l'ensemble 2024, ce qui implique une contraction du PIB au T4.
- Cela alors que la politique économique de D. Trump devrait être défavorable à l'Europe et que les prix du gaz et de l'électricité repartent à la hausse.

L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

RESTE ENGLUÉE EN RÉCESSION



ZONE EURO : PRODUCTION INDUSTRIELLE EN INDICE PMI



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

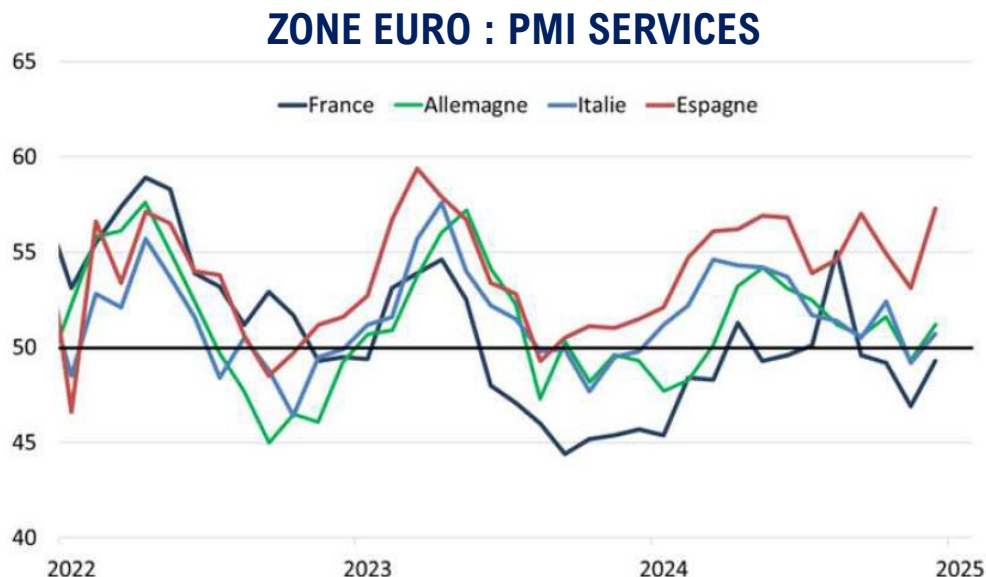
Sur 1 an, la production industrielle affichait en novembre un recul de près de 2%.

La dispersion géographique est forte. On note une certaine amélioration en Espagne et aux Pays-Bas.

La tendance se détériore en Italie et en France alors que le marasme se poursuit en Allemagne et en Autriche avec des industriels qui multiplient les **discours alarmistes** à cause de la forte **concurrence du dumping chinois**.

SIGNES DE STABILISATION / REDRESSEMENT

DANS LES SERVICES



Le PMI services de la zone euro s'est nettement repris après son trou d'air de novembre. Il reste légèrement inférieur à sa moyenne longue, mais est en ligne avec un niveau d'activité correct.

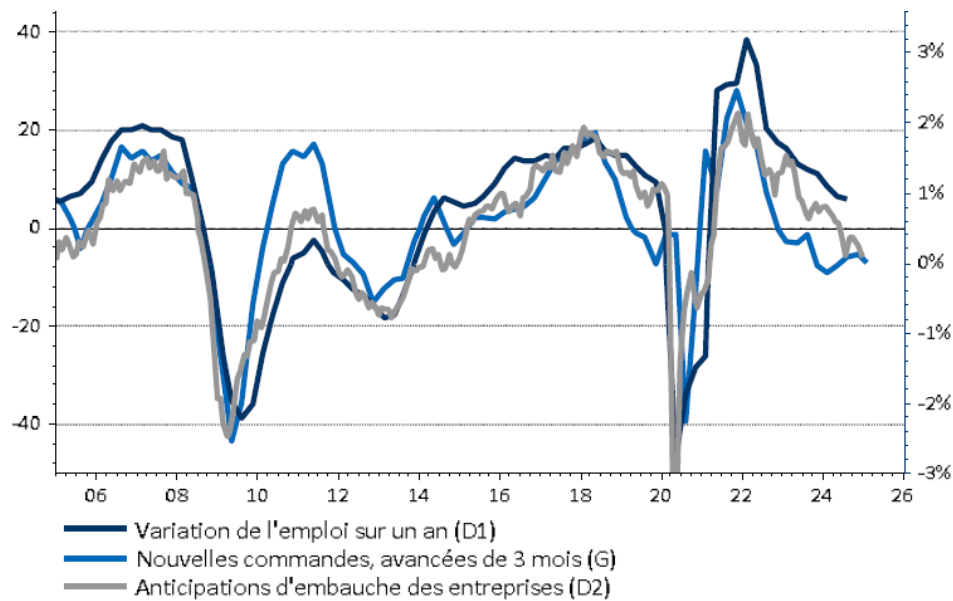
En Allemagne et en Italie, le moral des entrepreneurs a un peu rebondi en décembre, mais la tendance reste celle d'un effritement. Le risque est que les services soient à un moment donné, contaminés par le marasme industriel.

LE RALENTISSEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

SE POURSUIT



EMPLOI ET NOUVELLES COMMANDES À L'INDUSTRIE



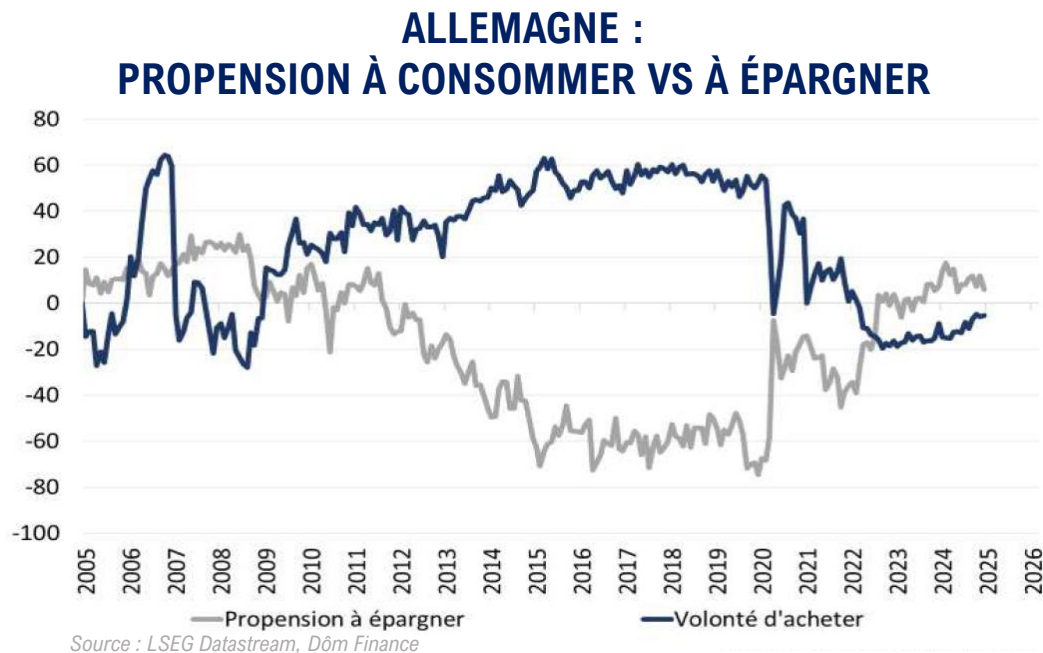
Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

- **La médiocrité des carnets de commandes incite les entreprises à ajuster la taille de leur appareil productif**
- **La productivité des entreprises européennes est faible alors que les progressions salariales restent robustes.** Cela pénalise leurs marges. Or la baisse des marges est historiquement un catalyseur négatif pour l'emploi.

Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

LES PERSPECTIVES RESTENT MÉDIOCRÉS

TAUX D'ÉPARGNE ÉLEVÉ, GAINS DE POUVOIR D'ACHAT LIMITÉS



Les facteurs favorables à la consommation devraient s'étioler en 2025.

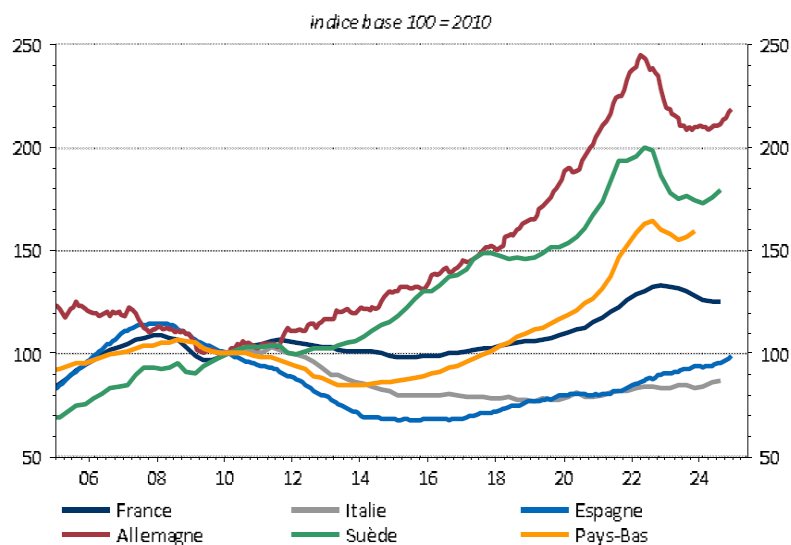
La baisse des revenus d'activité des ménages devrait accélérer du fait du ralentissement du marché de l'emploi et de la modération salariale.

Dans ce contexte, les dépenses de consommation des ménages devraient progresser modérément en 2025, comme en 2023 et 2024 (autour de 0,7% en volume sur l'ensemble de l'année).

IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

QUELQUES SIGNES DE REBOND

IMMOBILIER RÉSIDENTIEL ZONE EURO PRIX DES LOGEMENTS ANCIENS



ZONE EURO NOUVEAUX CRÉDITS IMMOBILIERS



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Quelques signes de rebond qui concernent davantage les transactions dans l'ancien que les nouvelles constructions

CHINE

REBOND AU T4 2024

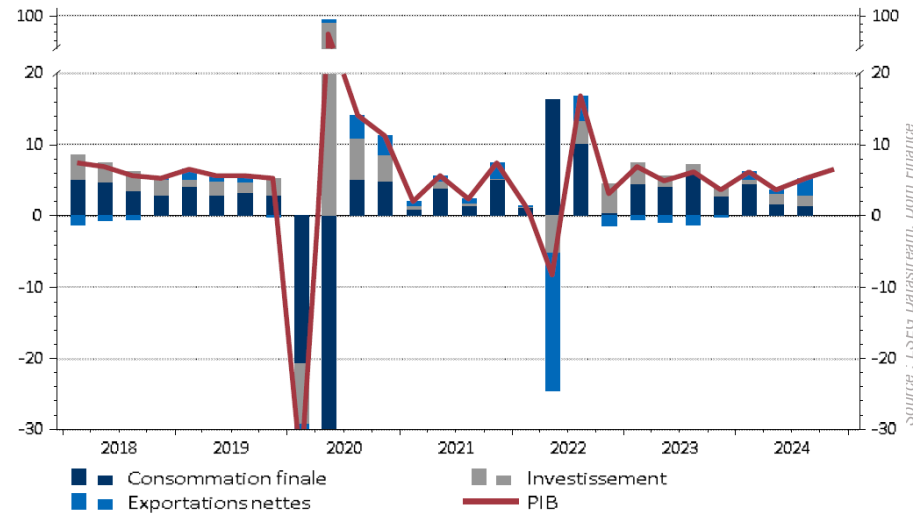
PERSPECTIVES MOYENNES AU-DELA

- **L'activité a atteint 5% en 2024 avec le rebond du T4**
- **Perspectives de croissance un peu en deçà de 5% pour 2025**
- **L'approfondissement du soutien économique est essentiel**
- **L'immobilier ne pourra soutenir l'activité, une rotation vers plus de consommation est indispensable**
- **Les droits de douane et la déflation constituent les risques principaux de l'activité chinoise pour 2025**



LA CROISSANCE DE 5% DE 2024 AURA NÉCESSITÉ UN SOUTIEN CONSTANT DES AUTORITÉS

CROISSANCE DU PIB ET CONTRIBUTIONS DES COMPOSANTES



Soutenue à bout de bras par les autorités (on estime à environ 1pt de PIB l'impact de l'ensemble des mesures prises en 2024) et par le dynamisme des exportations, la croissance chinoise a atteint sa cible officielle d'environ 5%.

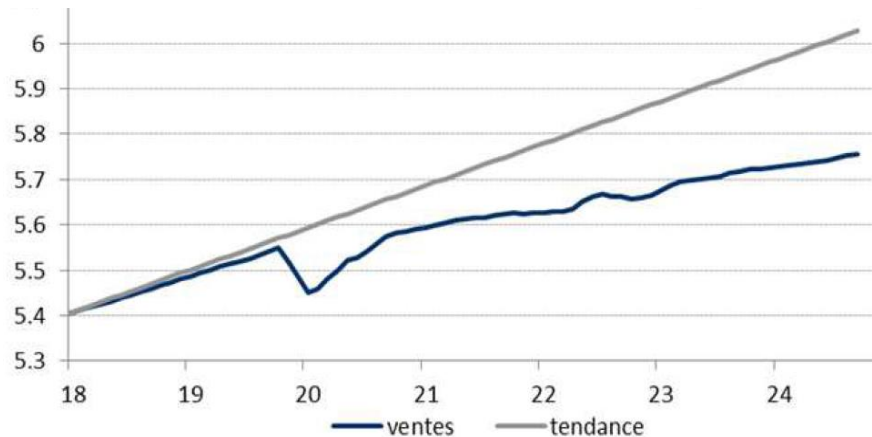
Au T4, la croissance a dépassé le consensus avec une hausse du PIB de 6,5% en rythme trimestriel annualisé.

L'EFFORT DES AUTORITÉS DEVRA ÊTRE RÉORIENTÉ

POUR SOUTENIR PLUS FERMEMENT LA CONSOMMATION

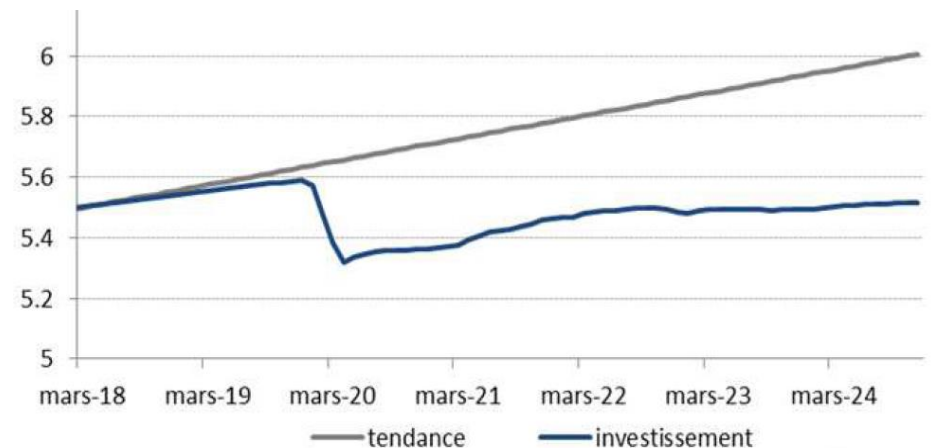
VENTES AU DÉTAIL EN TERMES NOMINAUX VS TENDANCE

données mensuelles lissées sur 3 mois en %



INVESTISSEMENT VS TENDANCE

données mensuelles lissées sur 3 mois en %

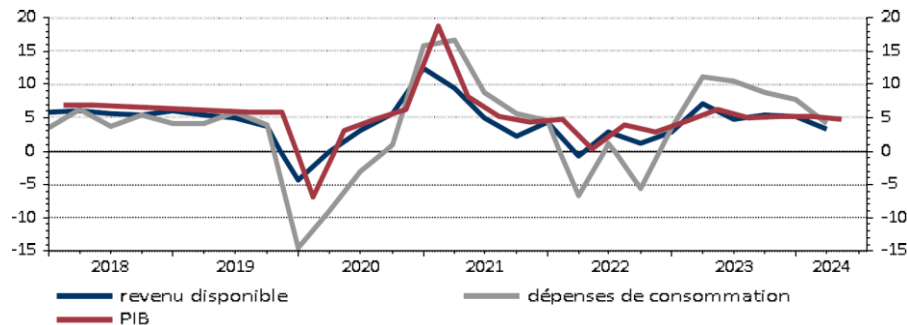


Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

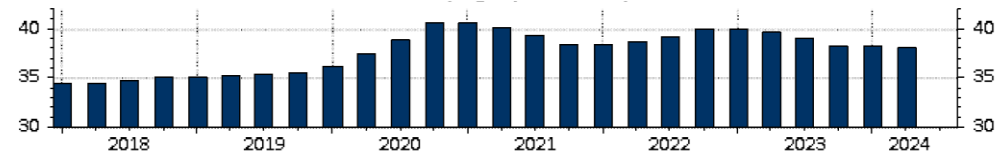
- Après une baisse entre 1980 et 2010 (de 55% à 35%), le poids de la consommation dans le PIB ne s'est que modérément redressé (+4 pts à 38% du PIB).
- Cela traduit un niveau d'épargne toujours extrêmement élevé au niveau agrégé. Le taux d'épargne des ménages ne cesse d'augmenter depuis 20 ans (près de 40% pour les ménages urbains).

CHINE : REVENUS ET TAUX D'ÉPARGNE

REVENUS ET CONSOMMATION PAR TÊTE RÉELS



TAUX D'ÉPARGNE (EN % DU RDB)



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Le problème chinois est depuis longtemps identifié : manque de consommation privée, bridée par une épargne de précaution importante

La consommation des ménages reste toujours pénalisée par :

- un effet richesse négatif (chute de l'immobilier et des marchés actions)
- et une confiance très basse (ralentissement structurel de l'économie, bien qu'une surprise positive au T4 ait été de bon augure).

Le taux d'épargne reste entre 3 et 4 pts de PIB au-dessus de son niveau pré-pandémie. Cela alors que le taux d'épargne est structurellement important en Chine (financement de l'éducation, de la santé, des retraites à la charge des ménages).

BALANCE OPPORTUNITÉS / RISQUES

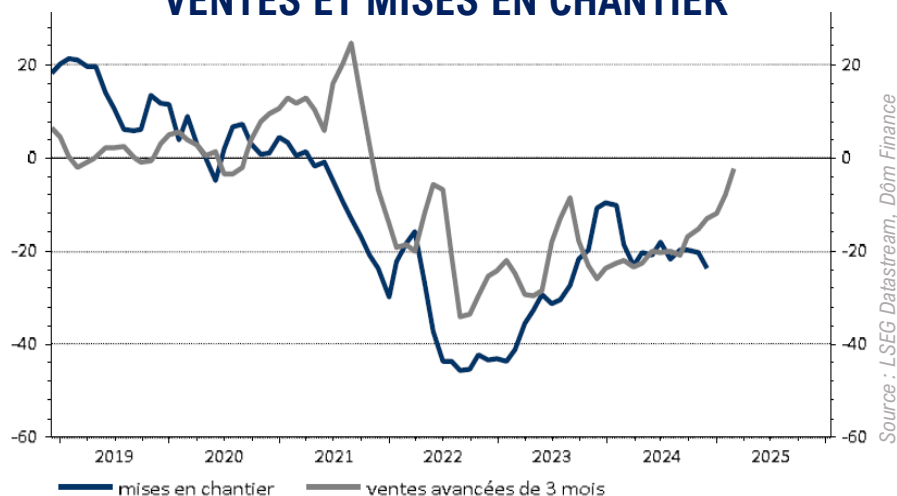
POUR 2025



		Chine : opportunités et risques en 2025		
		probabilité	impact	commentaire
Opportunités	soutien budgétaire	70%	**	- impact fonction de la cible (investissement / consommation, secteur public/privé), de son ampleur et de l'origine des fonds (gvt central/locaux)
	rebond prix immobiliers	20%	**	- le soutien a été conséquent en 2024 et doit se poursuivre en 2025. Les ventes et les prix se redressent. Mais les stocks ne permettent pas d'envisager de contribution positive à la croissance
	hausse de consommation	35%	***	- amélioration (légère) de l'emploi, hausse des salaires des fonctionnaires, redressement de la confiance
	Fed accommodante	10%	**	- nous n'attendons aucune baisse en 2025, il faudrait pour cela une nette dégradation de l'emploi
	Trump accommodant	10%	*	- hausse de seulement 10% des droits de douane pour un impact limité sur l'activité (~0.1pt)
Risques	Trump agressif	40%	**	- si une hausse de 60% est peu probable, une escalade progressive jusqu'à 20% doit être envisagée pour un impact entre 0.3 et 0.5pt de PIB
	pas de rebond de la consommation	50%	***	- sans baisse de l'épargne, ce qui implique des réformes, pas de hausse durable de la consommation
	accident de crédit - crise financière	20%	**	- la faiblesse de la croissance nominale et les surcapacités dégradent les marges et augmentent la dette à risque (promoteurs, banques)
	chute non contrôlée du yuan - sorties de capitaux	60%	**	- hausse de l'écart de taux avec les US (risque haussier sur les Fed funds), sanctions, défiance. Mais les autorités ont de l'expérience

REBOND DE L'ACTIVITÉ ET DES PRIX DANS LE SECTEUR IMMOBILIER

CHINE : IMMOBILIER RESIDENTIEL VENTES ET MISES EN CHANTIER



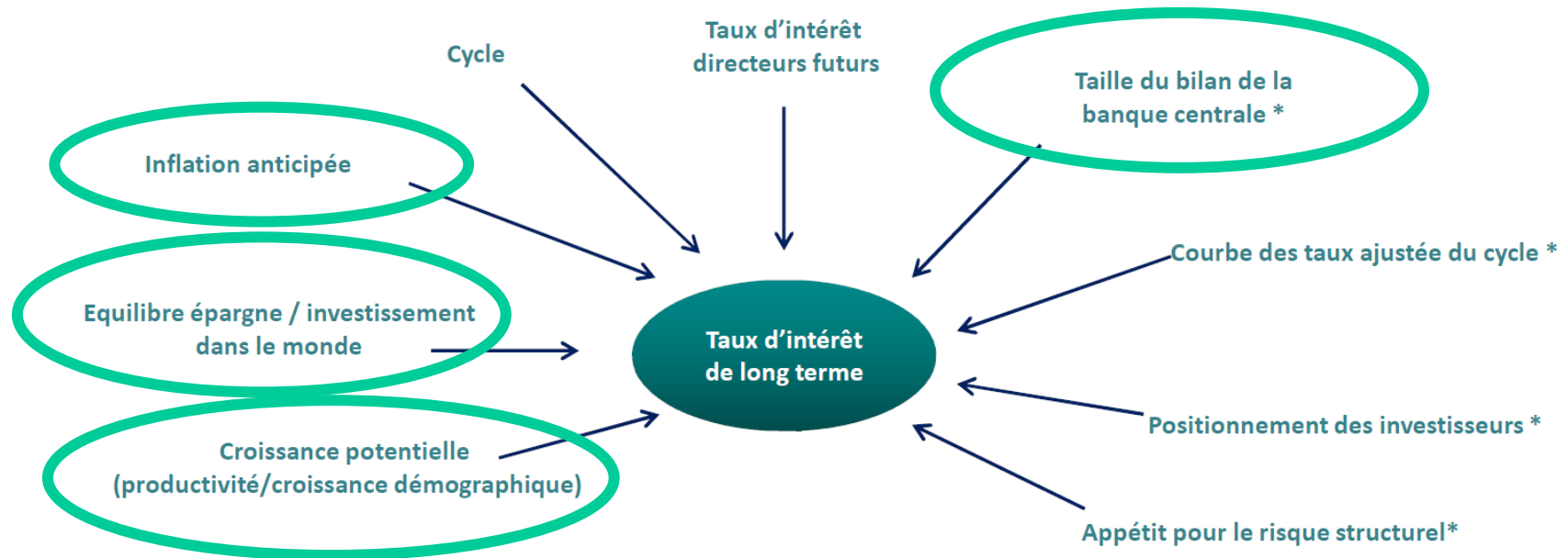
- Nous estimons que la demande sous-jacente de logements pourrait passer de 18M d'unités par an en 2010-2020 à moins de 8M d'ici 2050.
- **L'immobilier résidentiel va donc rester un frein à la croissance dans les années à venir.**
- **Néanmoins, les autorités ont multiplié en 2024 les mesures pour tenter de stabiliser l'activité** (baisse des taux directeurs, assouplissement des contraintes réglementaires, aides directes aux promoteurs immobiliers et aux gouvernements locaux...).

OBLIGATIONS

DE LA THÉORIE À LA PRATIQUE

UN PHÉNOMÈNE COMPLEXE

Le taux long nominal se décompose en une partie réelle et une partie non réelle, les déterminants sont multiples avec des interdépendances entre les différents facteurs



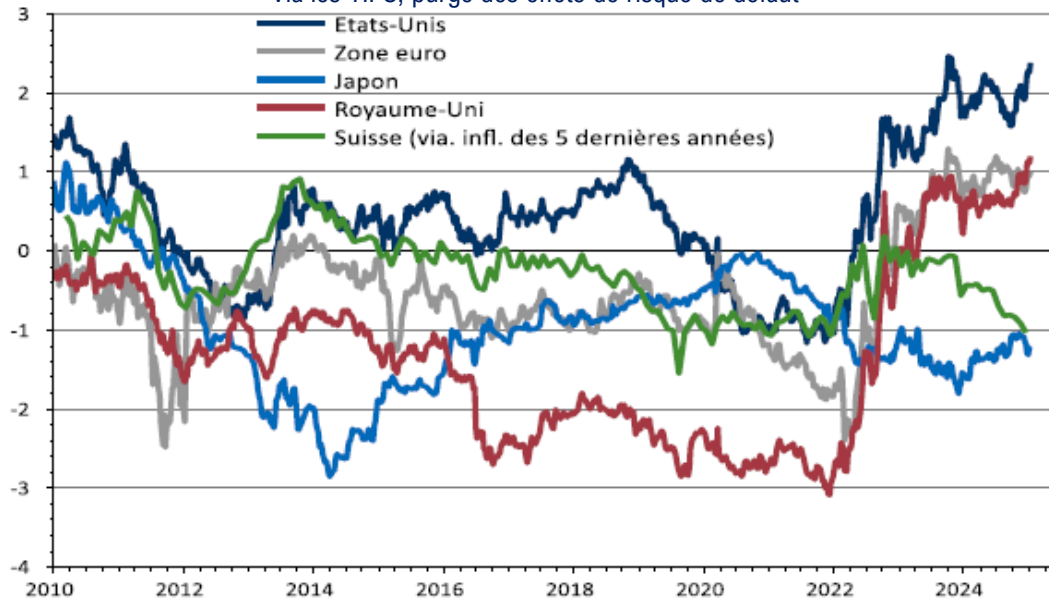
Source: Les Cahiers Verts

**l'impact de ces déterminants sur les taux longs passe principalement par la prime de terme*

QUID DES TAUX LONGS RÉELS MONDIAUX ?

MONDE : TAUX LONGS REELS

Via les TIPS, purgé des effets de risque de défaut



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Les taux des différents pays sont souvent guidés par l'évolution des taux réels américains.

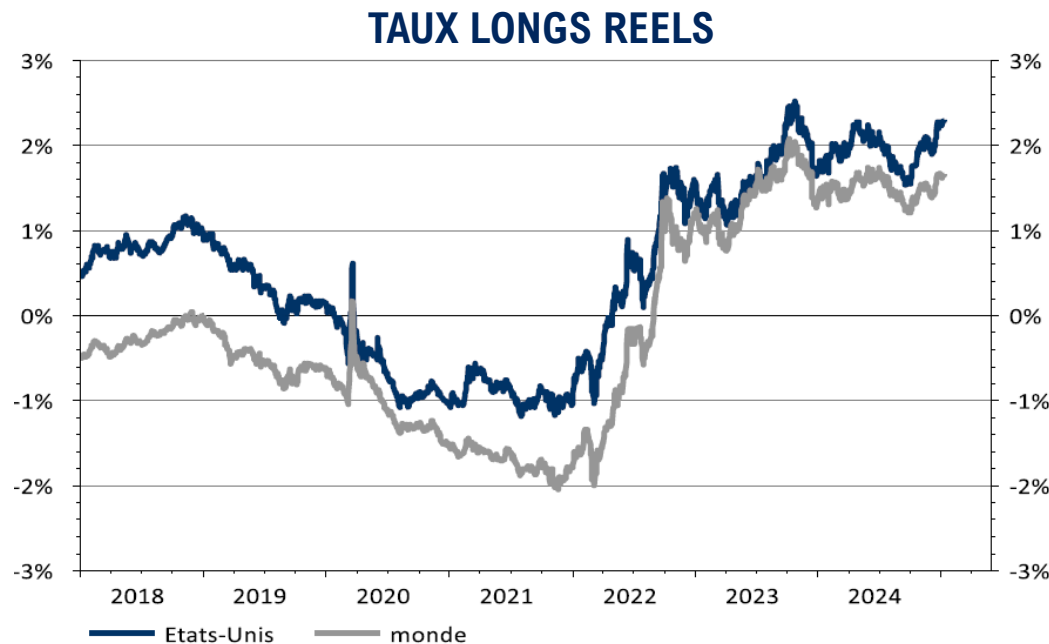
Mais ils peuvent connaître une part d'autonomie en fonction de 4 variables :

- la croissance potentielle réelle ;
- le solde de la balance courante ;
- le cycle d'inflation domestique (et l'attitude la banque centrale nationale) ;
- la perception du risque souverain (et la part des non-résidents dans la détention de la dette publique).

- **Les taux réels japonais et suisses** sont aujourd'hui négatifs en raison d'une croissance potentielle faible, de l'absence de risque souverain (dette publique de seulement 38% du PIB en Suisse, dette détenue à seulement 12% par des non-résidents au Japon).
- **De leur côté, les taux longs réels en zone euro sont logiquement inférieurs aux taux longs réels américains** en raison d'une croissance potentielle nettement plus faible qu'aux États-Unis.

LES TAUX LONGS RÉELS

(AMÉRICAINS ET MONDIAUX) ONT BRUSQUEMENT MONTÉ DEPUIS 3 ANS

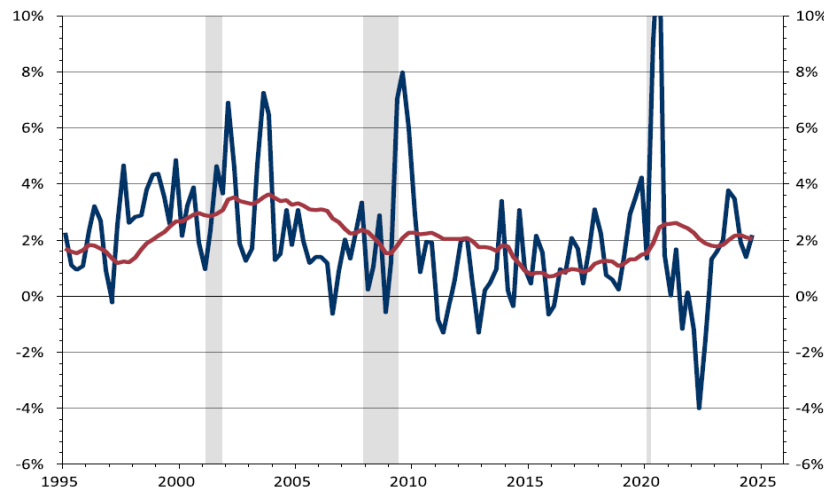


Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

La raison principale en a été bien sûr le **durcissement de la politique monétaire mondiale initié par la Fed** après le double choc d'offre inflationniste de la fin 2021 et du début 2022. **Cette hausse des taux réels a permis de casser les anticipations d'inflation et était pleinement justifiée.**

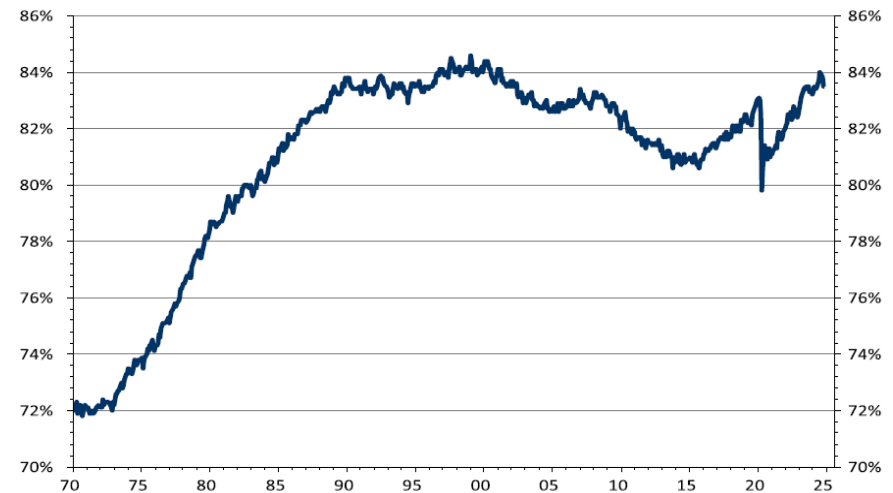
LE TAUX RÉEL NEUTRE DOIT S'ÉTABLIR À UN NIVEAU PROCHE DE LA CROISSANCE RÉELLE POTENTIELLE

USA : GAINS DE PRODUCTIVITE SUR 2 TRIMESTRES ANNUALISES



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

USA : TAUX DE PARTICIPATION DES MOINS DE 55 ANS

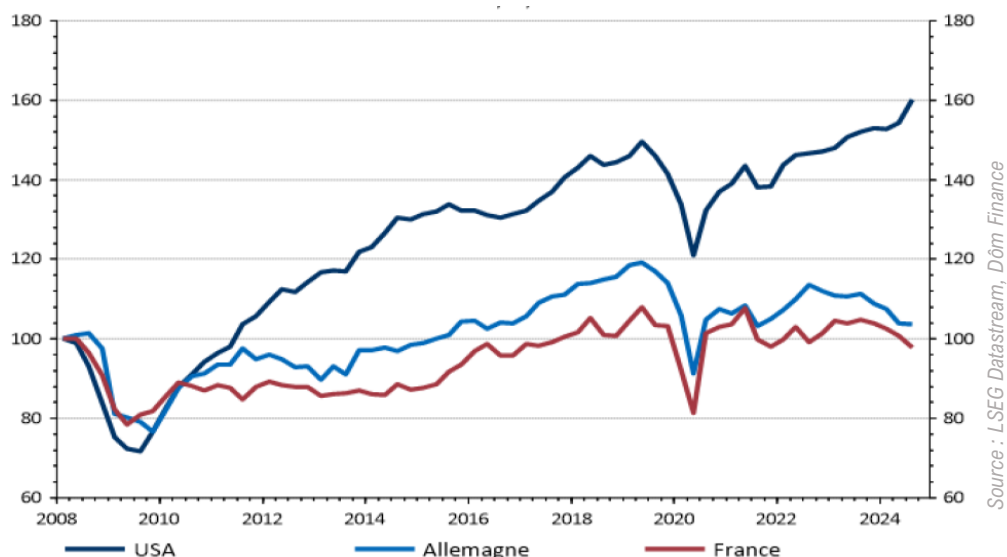


- **La première remarque qui vient à l'esprit est que la croissance potentielle a très probablement augmenté aux USA au cours des dernières années.**
- Plusieurs signes : hausse de la productivité horaire de 2,1% depuis le T2 2022 (graphe de gauche) ; hausse du taux de participation (cf. graphiques de droite) ; croissance exceptionnelle du PIB (2,7% en rythme annualisé depuis le T1 2022).

EQUILIBRE ENTRE ÉPARGNE & INVESTISSEMENT

UNE DONNÉE IMPORTANTE DU TAUX D'INTÉRÊT RÉEL

USA ET ZONE EURO : INVESTISSEMENTS EN ÉQUIPEMENT



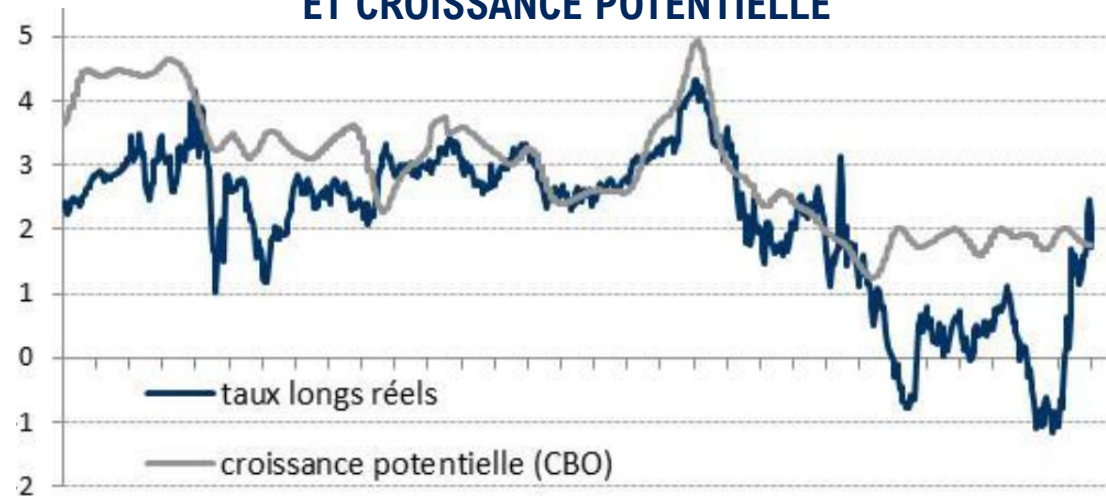
- **Il est indéniable que le déséquilibre épargne/investissement s'est creusé aux USA depuis 2020** (déficit courant de 3,5% du PIB au T3 2024 vs 2,1% en moyenne durant la période 2010-19), **principalement en raison du déficit d'épargne publique**. les capacités d'épargne des pays traditionnellement excédentaires se sont réduites, surtout celles de la Chine (excédent courant de 2% environ sur les 3 dernières années vs 10% en 2008).
- Quant aux besoins d'investissements aux USA, ils ont progressé (transition énergétique, hausse des dépenses d'équipement militaire et d'infrastructures, hausse des besoins d'investissement dans la tech et l'IA...)

INFLATION ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE

PRÉVISIONS POUR LES TAUX LONGS AMÉRICAINS EN 2025



TAUX LONGS REELS AMÉRICAINS ET CROISSANCE POTENTIELLE



6264666870727476788082848688909294969800020406081012141618202224

Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Nos anticipations d'inflation moyennes pour la période sont de l'ordre de 2,2% pour les USA pour 2025/2026.

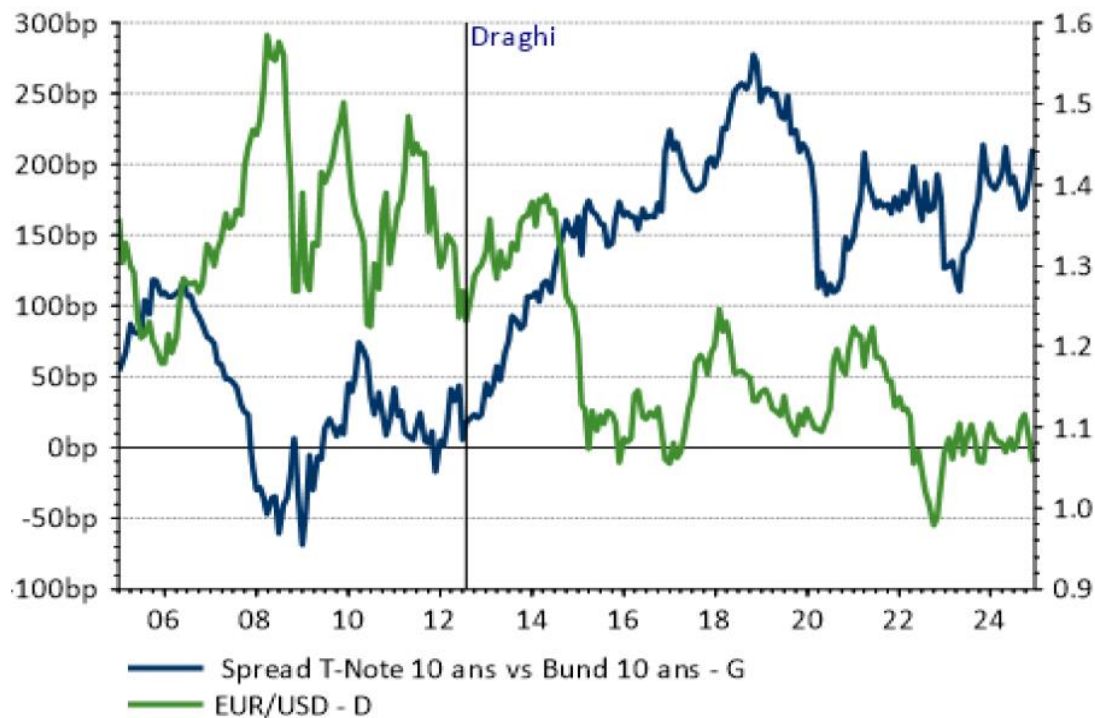
Au total, cela débouche, sur un taux nominal d'équilibre de moyen terme de $2,2 + 2,4 = 4,6\%$ aux USA (alors que le taux effectivement observé est aujourd'hui de 4,58%), ce qui est un équilibre parfait.

INFLATION ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE

PRÉVISIONS POUR LES TAUX LONGS EUROPÉENS EN 2025



SPREADS TRANSATLANTIQUES ET EURODOLLAR



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

Nos anticipations d'inflation moyennes pour la période sont de l'ordre de 1,5% pour la zone euro pour 2025/2026.

Pour la zone euro, le taux nominal d'équilibre de moyen terme serait de $0,7 + 1,5 = 2,2\%$ vs $3,2\%$ aujourd'hui pour le taux observé sur l'ensemble des signatures de la zone.

Pour l'Allemagne, le taux d'équilibre de moyen terme serait de 1,6% si l'on maintient le spread moyen Bund/ensemble des signatures de la zone à 60 pb alors que le taux observé est de 2,50 % aujourd'hui.

Croissance économique de la zone euro : Nous l'avons révisée en baisse à 0,7% (vs 1% pour le FMI) : faiblesse de la productivité et de la démographie, absence de réformes structurelles.

LA FED NE DEVRAIT PLUS BAISSER SES TAUX

DANS LES MOIS A VENIR



- **FED : Nous n'envisageons plus de baisse de taux directeur dans le cycle actuel dans notre scénario.** De son côté, la BCE devrait maintenir un ton souple dans l'ensemble et poursuivre son cycle de baisse de taux.
- Enfin, l'offre de dette publique américaine va de son côté augmenter via le déficit budgétaire (environ 7% du PIB en moyenne sur 2025/2026 selon le FMI). La pression sur la dette publique va donc induire un effet légèrement haussier sur les taux longs. Au total, nous prévoyons pour les prochains mois un taux long américain proche de son équilibre de moyen terme (2025-26). **Au total, le taux long pourrait être en moyenne en 2025 de l'ordre de 4,45% vs 4,58% actuellement, un petit peu en dessous du taux d'équilibre.** En d'autres termes, la Fed restera légèrement accommodante.
- En revanche, le taux européen que nous prévoyons - autour de 2,20% pour la moyenne de la zone euro et de 1,60% pour le Bund en moyenne 2025- est l'équilibre de moyen terme, en fort recul depuis les niveaux actuels. Cela reflète à la fois la divergence entre les taux américains et les taux européens grâce à une politique monétaire qui s'assouplit plus vite que prévu en Europe continentale.
- **En conséquence, nous prévoyons un taux directeur de 1,50% fin 2025, alors qu'un taux de 1% serait parfaitement justifié.**

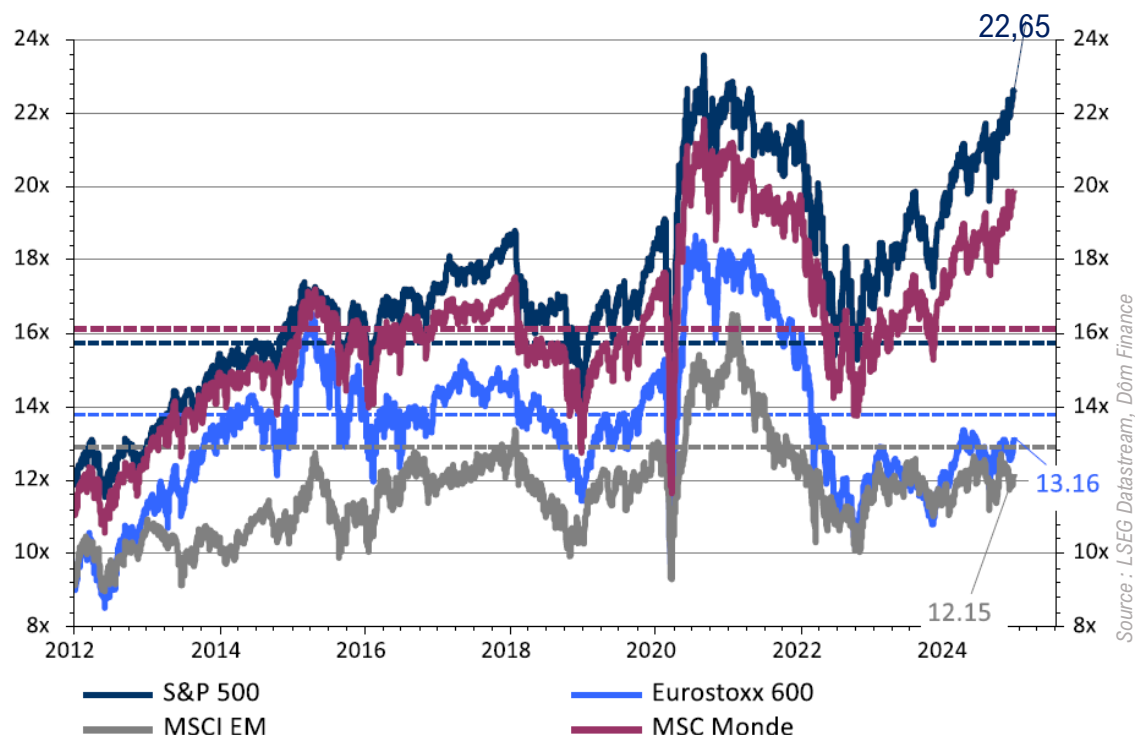
ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS

VALORISATION ABSOLUE AUX USA RESTE TRÈS ÉLEVÉE VS ZONE EURO



P/E 12 MOIS FORWARD EUROPE, USA ET ÉMERGENTS

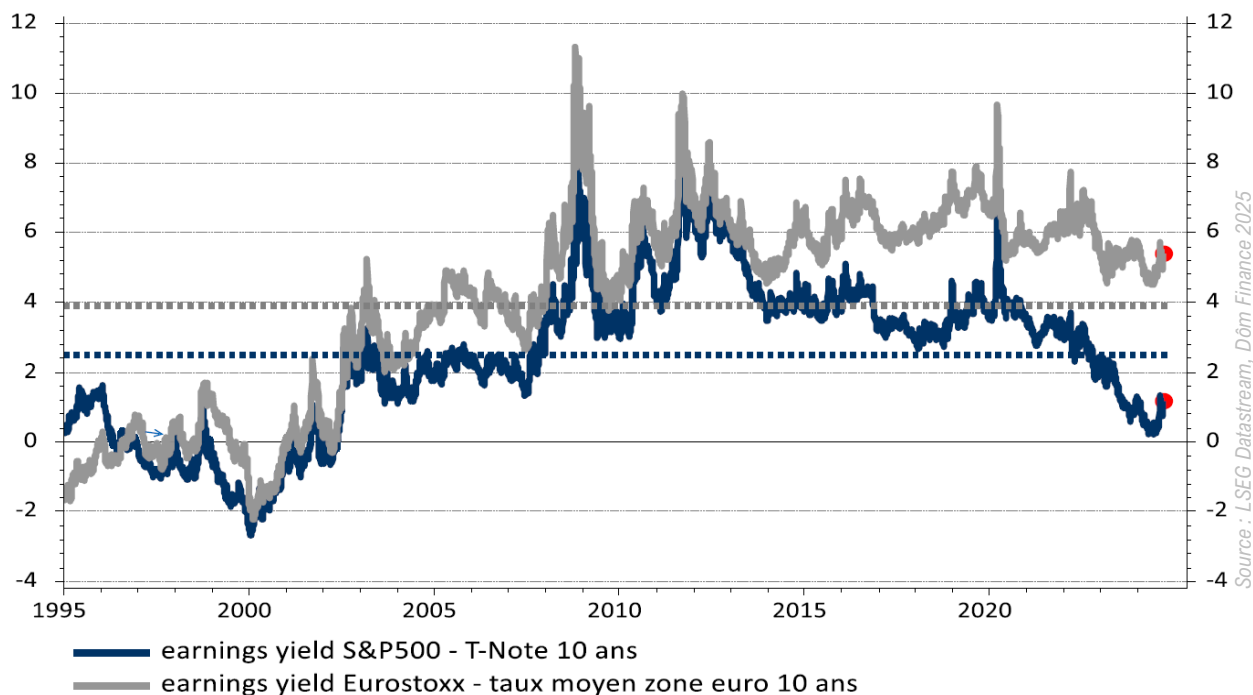


Au total, les niveaux de valorisation absolue demeurent élevés au niveau mondial malgré un léger recul. En particulier, les valorisations demeurent très élevées sur le marché directeur américain.

MARCHÉS ACTIONS

PRIME DE RISQUE TRES FAIBLE SUR LE MARCHÉ AMÉRICAIN

PRIME DE RISQUE ÉTATS-UNIS VS ZONE EURO RENDEMENT ACTIONS – RENDEMENT 10 ANS (EN %)



La prime de risque sur le marché américain évolue toujours sous les 2% actuellement - le niveau le plus faible depuis 2002, ce qui limite considérablement l'intérêt relatif des actions dans une perspective longue.

LES ANTICIPATIONS DE BPA

RESTENT UN PEU ÉLEVÉES POUR 2025 EN EUROPE



- Les attentes relatives aux BPA 2025 (+14%) nous semblent assez raisonnables, sachant que le risque extrême lié à une hausse du taux d'IS et de forte re-régulation dans la tech a été écarté suite à l'élection de D. Trump.
- En zone Euro Le signal donné par les indicateurs cycliques reste médiocre alors que le risque sur les marges est neutre à baissier, avec un risque lié aux droits de douane.

S&P 500 (en %)	2023	2024	2025	2026	12mois suivants
financières	9%	13%	8%	12%	8%
non financières	-1%	8%	14%	13%	16%
énergie	-27%	-18%	3%	19%	4%
non énergie	2%	9%	14%	16%	15%
technologie	3%	20%	21%	18%	21%
non technologie	0%	7%	11%	11%	18%
total	1%	10%	14%	14%	14%
ex tech, financières & énergie	1%	4%	11%	12%	22%

Eurostoxx (en %)	2023	2024	2025	2026	12mois suivants
financières	34%	10%	3%	7%	3%
non financières	-11%	-4%	7%	10%	9%
total	3%	0%	8%	11%	8%

Source : LSEG Datastream, Dôm Finance 2024

* Indice large: 300 valeurs

POTENTIEL DES MARCHÉS ACTIONS POUR 2025

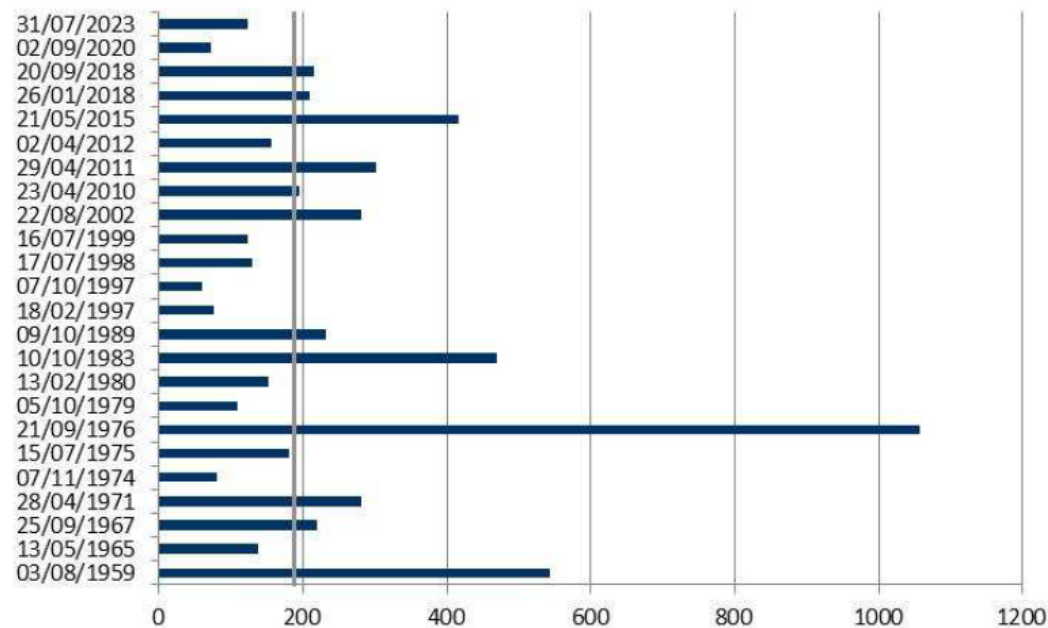
TRÈS MODÉRÉ AVEC DES RISQUES FORTS DE VOLATILITÉ



S&P 500 : CORRECTIONS DEPUIS 1960

pic	creux	variation	Durée (jours)
03/08/1959	25/10/1960	-13.9%	449
13/05/1965	28/06/1965	-9.6%	46
25/09/1967	05/03/1968	-10.1%	162
28/04/1971	23/11/1971	-13.9%	209
07/11/1974	06/12/1974	-13.6%	29
15/07/1975	16/09/1975	-14.1%	63
21/09/1976	06/03/1978	-19.4%	531
05/10/1979	07/11/1979	-10.2%	33
13/02/1980	27/03/1980	-17.1%	43
10/10/1983	24/07/1984	-14.4%	288
09/10/1989	30/01/1990	-10.2%	113
18/02/1997	11/04/1997	-9.6%	52
07/10/1997	27/10/1997	-10.8%	20
17/07/1998	31/08/1998	-19.3%	45
16/07/1999	15/10/1999	-12.1%	91
22/08/2002	09/10/2002	-19.3%	48
23/04/2010	02/07/2010	-16.0%	70
29/04/2011	03/10/2011	-19.4%	157
02/04/2012	01/06/2012	-9.9%	60
21/05/2015	11/02/2016	-14.2%	266
26/01/2018	08/02/2018	-10.2%	13
20/09/2018	24/12/2018	-19.8%	95
02/09/2020	23/09/2020	-9.6%	21
31/07/2023	27/10/2023	-10.3%	88
moyenne		-14%	126
médiane		-14%	63

S&P 500 : DURÉE EN JOURS POUR RETROUVER LE PIC DEPUIS 1960



Source : LSEG Datastream, Dôm Finance

CONCLUSION

CONSENSUS BLOOMBERG

		NIVEAU ACTUEL	FIN 2025	
			DÔM FINANCE	CONSENSUS*
TAUX COURTS	FED (borne haute)	4,50%	4,50%	4,50%
	BCE (dépôt)	3,00%	1,50%	1,50%
TAUX 10 ANS	T-note 10 ans	4,62%	4,45%	4,50%
	Bund 10 ans	2,50%	1,60%	2,20%
L'ONCE D'OR		2740	3000	

Source : ISEG Datastram, Dôm Finance 2025

PRÉVISIONS DÔM FINANCE



PRÉVISIONS DE TAUX POUR DIFFÉRENTS SCÉNARIOS À HORIZON FIN 2025

	TAUX 10 ANS OAT	TAUX 10 ANS BUND
TAUX ACTUEL (20/01/2025)	3,32%	2,50%
SOFT LANDING	2,50%	1,70%
RÉCESSION TECHNIQUE	2,00%	1,20%
RÉCESSION FORTE	1,60%	1,00%
STAGFLATION	3,60%	2,80%

Source : LSEG Datastream, Dôm Finance 2025

CONCLUSION

- **Dans le scénario central d'atterrissage en douceur avec une inflation en recul progressif et une croissance faible mais positive, les performances prospectives sont positives pour l'ensemble des classes d'actifs.**
- D'une manière générale, les produits de taux (crédit, dette souveraine) sont robustes à une variété large de scénarios. Surtout, le moteur de performance des taux manquant depuis les 5 dernières semaines, devrait revenir en force. **45 bps de baisse de taux, par rapport à aujourd'hui, devraient ramener plus de 3% de performance sur le prix des obligations, en plus du rendement et de l'appréciation des spreads, sur les 4 prochains mois.**
- A l'inverse, les actions souffrent fortement dans les scénarios alternatifs, notamment en cas de scénario récessif, et sont donc moins robustes, mais ce scénario s'éloigne depuis quelques mois aux US.
- Dans l'ensemble, le fait que le scénario idéal d'atterrissage en douceur soit envisageable ne permet pas d'adopter une position très agressive.
- **Nous privilégions dans l'ensemble le crédit, avec deux préférences :**
 - L'une pour le crédit le mieux noté qui performe bien dans de nombreux scénarios (sauf le scénario stagflationiste, mais sa probabilité d'occurrence est très faible désormais selon nous).
 - L'autre, sur l'allongement des maturités, augmentant la duration et donc la sensibilité taux et crédit, profitable en cas de baisse de taux et de resserrement de spreads sur du bon risque.

LES RÉPONSES AUX QUESTIONS

- **Les indicateurs économiques sont-ils orientés en direction des baisses de taux pour 2025 ?**

Oui, si l'on prend les indicateurs européens, des hausses de salaire qui ralentissent, une réserve d'épargne pour les consommateurs européens qui reste forte et un assouplissement du monde du travail (remontée du taux de chômage). Attention aux US, car le schéma est inversé.

- **La croissance économique des pays développés sera-t-elle au rendez-vous ?**

Oui, mais elle restera assez molle, voire se dégradera, ce qui est positif pour les équilibres de politique monétaire US et Europe, mais moins profitable pour les actions.

- **Le marché de l'emploi aux Etats-Unis va-t-il se dégrader et apporter les preuves d'une prochaine détente favorable de la politique monétaire.**

NON, les créations d'emploi ne fléchissent pas depuis plusieurs mois aux US et confirme la bonne tenue du marché de l'emploi, favorable au maintien élevé des taux courts US.

- **Les risques géopolitiques vont-ils s'aggraver et remettre en cause les équilibres économiques ?**

Oui les risques géopolitiques sont bien présents et pourraient s'aggraver dans les mois qui viennent ! En tout cas, ils ne devraient pas disparaître.

- **La valorisation élevée des actions américaines n'est-elle pas un risque pour la baisse des marchés ?**

Oui et Non, **Non** si les résultats des entreprises sont au rendez-vous et ne déçoivent pas les investisseurs. La valorisation reste très tendue et nous semble représenter un risque à court terme.

LES RÉPONSES AUX QUESTIONS



Doit-on conserver une poche de cash importante dans les mois à venir ?

Non, un rendement monétaire sur une des meilleures Sicav de la place a rapporté +7,88% net entre le 01/01/2022 et aujourd'hui vs +10,54% net pour DOM Reflex I.

Le rallye obligataire (période de baisse des taux) entre le 19 octobre 2023 et le 29 décembre 2023 a été profitable aux fonds obligataires et non au monétaire : **+4,85% pour Dôm Reflex I vs +0,82% pour la Sicav Monétaire.**

Au regard des réponses apportées, notre scénario pour l'année 2025 est la présence d'un second rallye obligataire aussi puissant que celui de 2023, permettant aux fonds obligataires de creuser l'écart avant la fin de l'année 2025, de l'ordre de 6% à 7% de performance supplémentaire.

L'ADN DE DÔM FINANCE

L'ADN DE DÔM FINANCE

NOS PRINCIPES DE GESTION



Structure de portefeuille qui préserve le capital

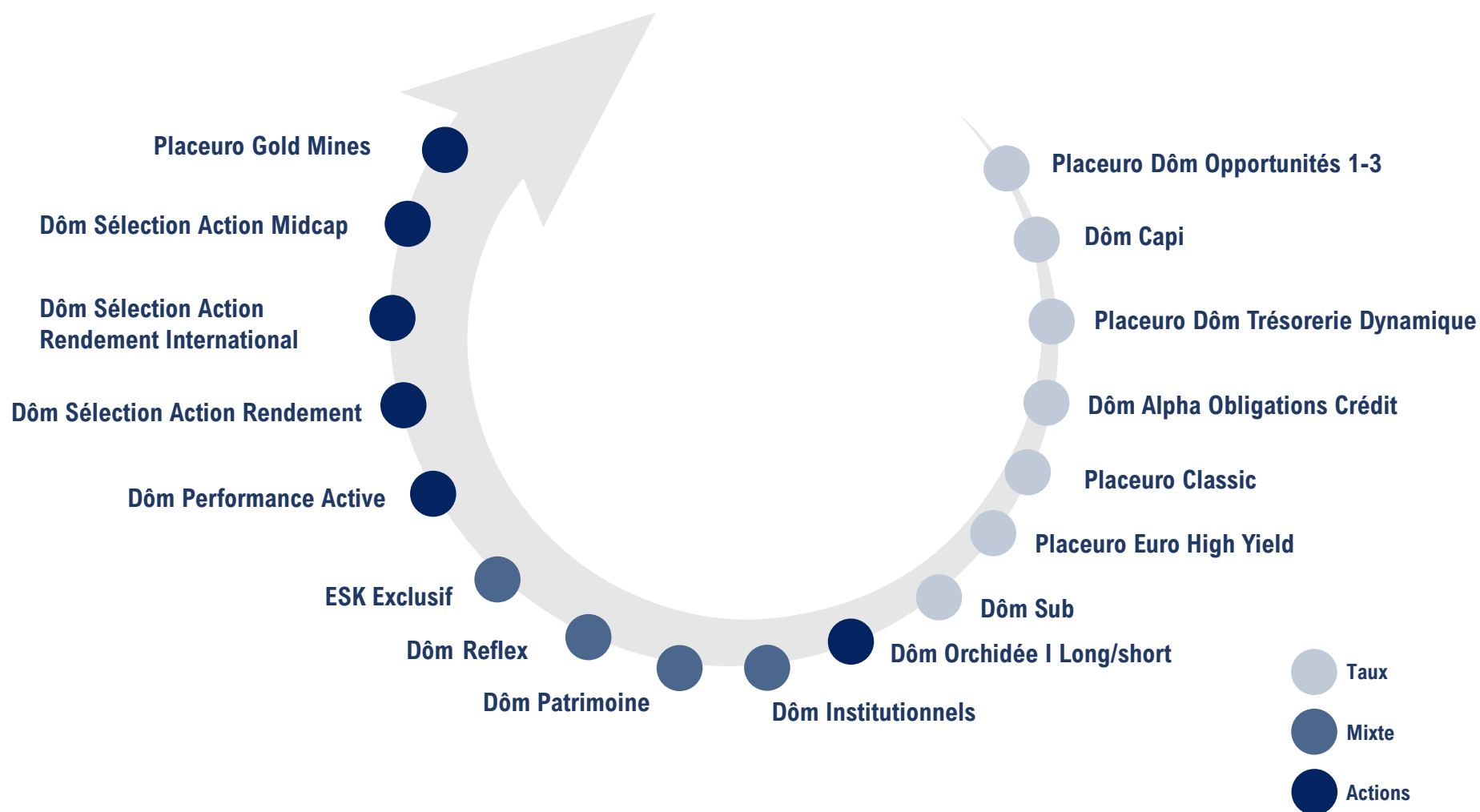
Des investissements qui génèrent un rendement positif

Saisir des opportunités au moment des dislocations de marché

Atteindre des niveaux élevés sur 5 ans

Respecter les critères extra-financiers

GAMME DE PRODUITS



NOS FONDS NOTÉS 5* CHEZ QUANTALYS



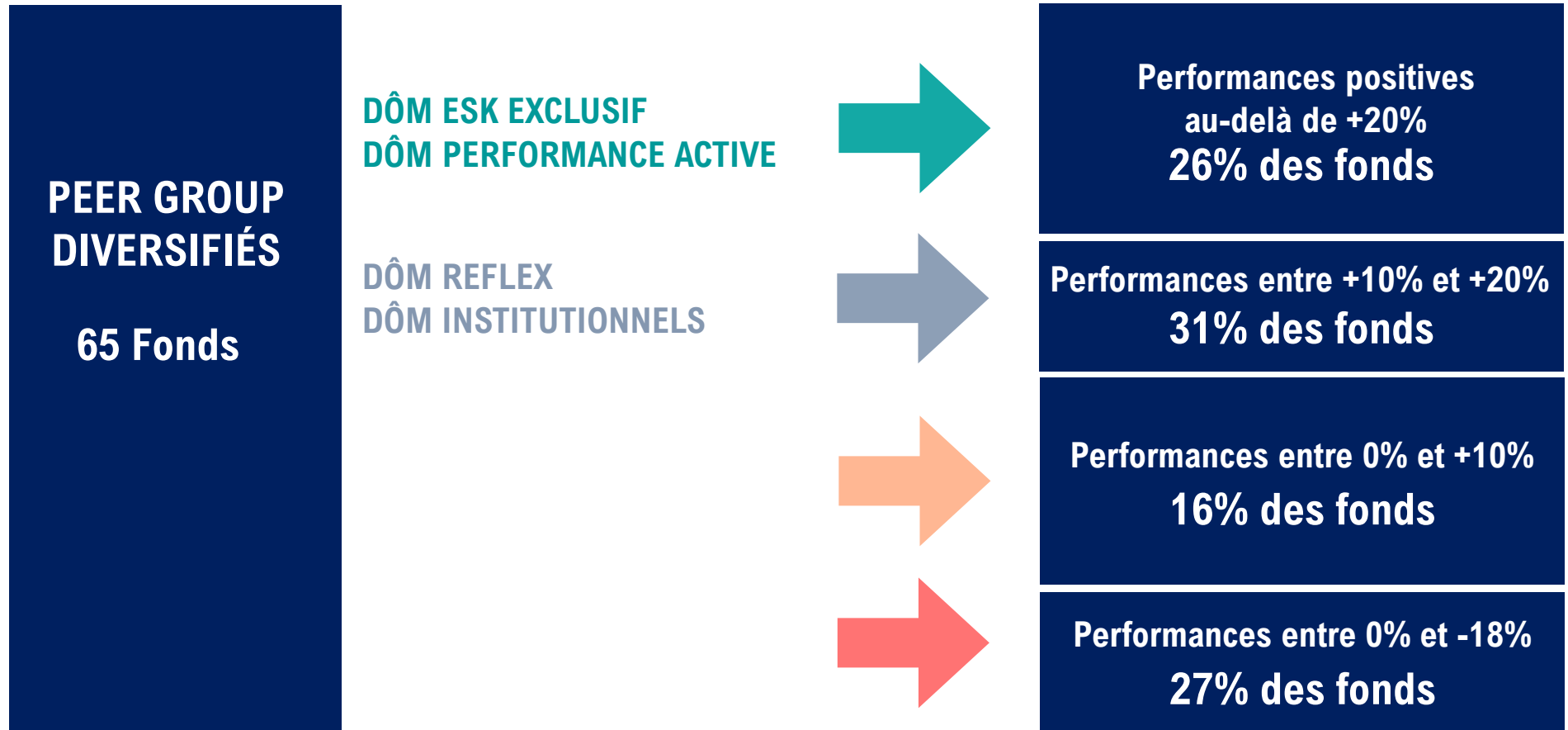
- Dôm Alpha Obligations Crédit
- Dôm Capi
- ESK Exclusif
- Dôm Reflex
- Dôm SUB

FONDS DIVERSIFIÉS OU DE PERFORMANCE ABSOLUE

DE 50 SOCIÉTÉS DE GESTION EN FRANCE



Performances du 31/12/2019 au 31/12/2024, soit 5 ans



Source : Bloomberg et Dôm Finance

Dôm Finance – Comité Stratégique – T1 2025

Ce document a été réalisé par Dôm Finance et/ou ses partenaires à l'attention exclusive du destinataire. Sa vocation est uniquement informative et il ne saurait être interprété comme une sollicitation ou une offre relative à des produits financiers ni comme un conseil juridique, fiscal, financier, ou de toute autre nature. Ce document ne saurait fonder à lui seul une décision d'investissement. Par ailleurs, il n'a pas fait l'objet d'une validation par une autorité de régulation. Les projections, évaluations, statistiques, sondages, analyses, informations chiffrées, contenus dans ce document impliquent des éléments d'appréciation subjective et n'engagent pas la responsabilité de Dôm Finance. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

ANALYSE

L'ÉQUIPE



David WERTENSCHLAG
Responsable Analyse

**AUTOMOBILE
CONSOMMATION
DISCRÉTIONNAIRE
VOYAGES & LOISIRS
PAPIER & EMBALLAGES
EQUIPEMENTS INDUSTRIELS**



Thomas CAFFRAY
Analyste Senior

**IMMOBILIER
TÉLÉCOMMUNICATION
TECHNOLOGIE
SERVICES DE
PAIEMENT
CASINO & LOTERIES**



Amaury HERVOUET
Analyste

**PÉTROLE & GAZ
CHIMIE
PHARMACEUTIQUE
ENERGIES
MATIÈRES PREMIÈRES
MEDIA & PUBLICITÉ**



Hugo PRIOU
Analyste ESG

**IMPLÉMENTATION
DE LA STRATÉGIE ESG
AU SEIN DES FONDS
ET MANDATS
DE DÔM FINANCE**

ÉQUIPE D'ANALYSTES DÉDIÉE

COUVRANT L'ENSEMBLE DU MARCHÉ DU CRÉDIT



L'ÉQUIPE

3 Analystes corporates + 1 Analyste ESG



COUVERTURE DES PRINCIPAUX SEGMENTS DU MARCHÉ CRÉDIT

- Investment Grade
- High Yield
- Obligations convertibles
- Dettes subordonnées
- Placements Privés (Euro PP)



PRINCIPALE MISSION

- Identification des risques et opportunités à travers l'étude des fondamentaux
- Documentations obligataires
- Analyse des Relative Value sur les marchés de la dette Européenne
- Attribution d'une notation interne, indépendante des agences de notation, à chaque émetteur



UNE APPROCHE COLLABORATIVE

Les décisions sont prises en collaboration avec les gérants à travers la présentation des notes d'initiation, les morning calls lors des périodes de résultats et les émissions primaires

EXEMPLE DE NOTE RÉDIGÉE

1

INTRODUCTION

- Liste des souches étudiées
- Positions sur l'émetteur

2

RÉSUMÉ DE LA NOTE

Prorus (BBB Stable / Baa3 Pos)

ISIN	Titre	Pris	YTM	Z Spread	Sector
FR0013313814	PRORUS 1.327 (01/30/26)	84,99	0,3	3,8	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (05/21/27)	81,79	0,4	3,7	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (08/10/28)	82,38	0,6	5,1	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (01/30/29)	81,85	0,4	5,2	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (05/21/30)	77,96	0,7	5,4	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (08/10/31)	74,74	0,4	5,5	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (01/30/32)	78,99	0,7	5,6	St Unsecured

Positions au 02/02/2024

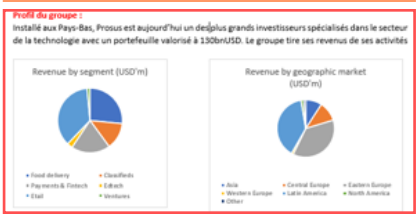
ISIN	Pris	Pris de marché
PRORUS 1.327 (01/30/26)	REFLEX	632 632
PRORUS 2.031 (08/10/2022)	AOC	794 031
PRORUS 2.031 (08/10/2022)	ESK	392 036
PRORUS 2.031 (08/10/2022)	Mutuelle Bist us	232 209
PRORUS 2.778 (01/30/2024)	AOC	1 420 570
PRORUS 2.778 (01/30/2024)	ESK	1 578 421
PRORUS NV	DPA	111 460
Total		5 159 326

3

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

- Bref historique
- Activités, zone géo
- Actionnariat
- Notation

Résumé :
Nous avons une vue constructive sur l'évolution du profil crédit de Prorus et adoptons une recommandation à l'achat sur l'ensemble de la courbe avec une préférence pour les maturités 2028 et 2029.



4

STRATÉGIE DE CROISSANCE

Structure de capital et liquidité :

ISIN	Titre	Pris	YTM	Z Spread	Sector
FR0013313814	PRORUS 1.327 (01/30/26)	84,99	0,3	3,8	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (05/21/27)	81,79	0,4	3,7	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (08/10/28)	82,38	0,6	5,1	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (01/30/29)	81,85	0,4	5,2	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (05/21/30)	77,96	0,7	5,4	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (08/10/31)	74,74	0,4	5,5	St Unsecured
FR0013313814	PRORUS 1.327 (01/30/32)	78,99	0,7	5,6	St Unsecured

5

CAPITAL STRUCTURE

- Sources de financement
- Séniorité des créances
- Liquidités disponibles
- Échéancier de dette
- Levier, covenants, etc...



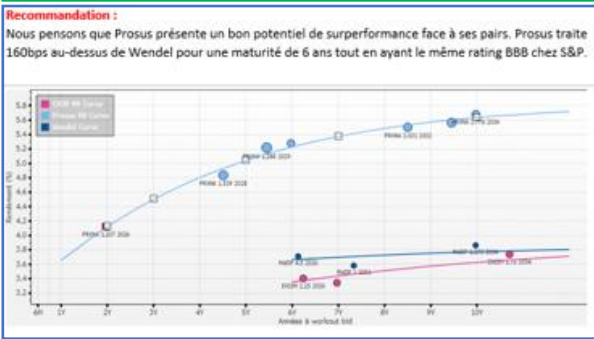
Financiers :

Statement	Mar-20	Mar-21	Mar-22	Mar-23	Mar-24	Mar-25e	Mar-26e	Mar-27e
Revenue	1.830	2.136	2.626	3.170	2.924	3.938	4.670	5.203
EBITDA (ex post)	524	57	544	648	149	57	57	133
FCF	67%	68%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
Net debt	2.309	3.803	2.479	306	324	484	673	640
Capital ratio	44,2%	36,7%	48,1%	91,3%	89,6%	87,4%	87,4%	87,4%

Les revenus de l'exercice clôturant en mars de cette année sont attendus en baisse, impactés par la vente de OLX Auto. Néanmoins, nous tablons sur une croissance organique de +8%...



Recommandation :
Nous pensons que Prorus présente un bon potentiel de surperformance face à ses pairs. Prorus traite 160bps au-dessus de Wendel pour une maturité de 6 ans tout en ayant le même rating BBB chez S&P.



6

MODÈLE FINANCIER

- Historique de 5 années
- Projection sur 5 années
- Hypothèses retenues
- Guidance de la société
- Métriques de crédit
- Projection de liquidités

7

ANALYSE ESG

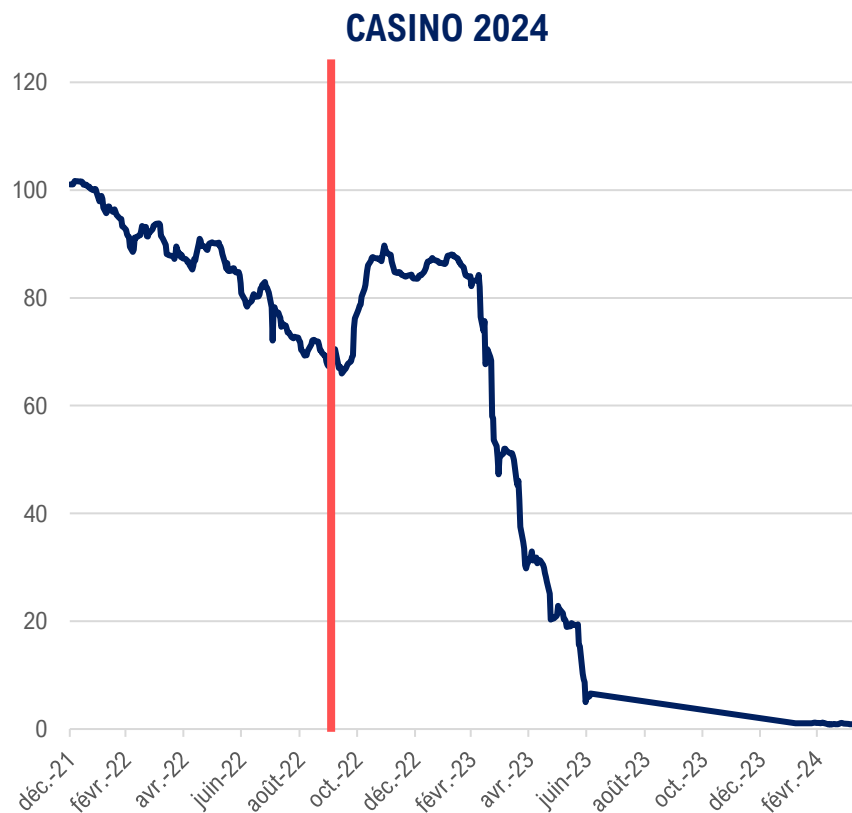
- Notation globale
- Notation par piliers
- Résumé commentaire MSCI

8

RECOMMANDATION

- Achat/vente
- Souche préférée
- Comparaison avec ses pairs

ÉTUDES DE CAS LES ALERTES



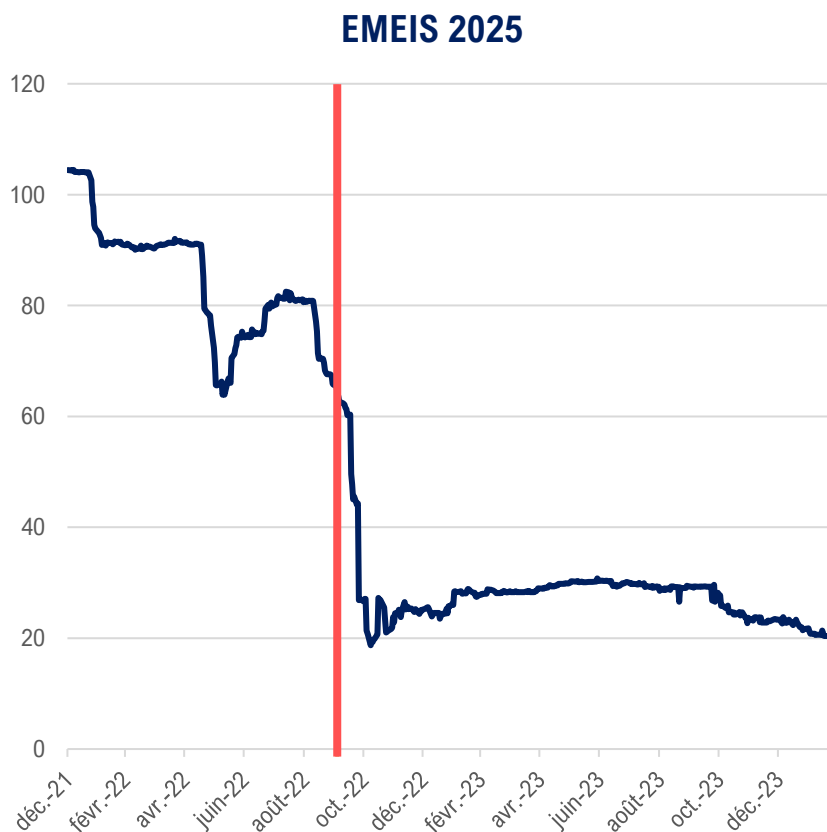
Recherche externe : 13/09/2022

- « Restructuration n'est pas notre scénario central »
- « Upside plus important que le downside »
- **« Passage à l'achat »**

Dôm Finance : 30/09/2022

- Contraction du pouvoir d'achat et hausse des coûts = réduction des marges
- Poursuite de la pression sur la liquidité
- Risque élevé de bris de covenants

VENTE 30/09/2022



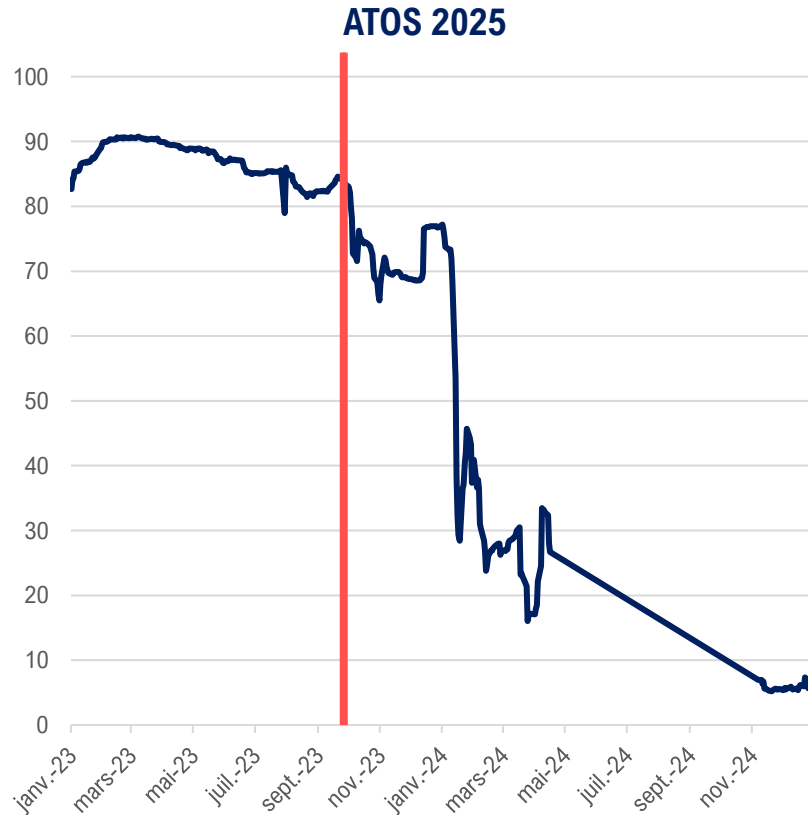
Recherche externe : Sept 2022

- Seulement 10% des analystes à la vente (Consensus Bloomberg)
- « Fortes performances opérationnelles »
- **« spreads reflètent le risque »**

Dôm Finance : 13/09/2022

- Business model plus viable (hausse des taux et inflation)
- Manque de liquidité et bris de covenants dès 2023
- Recovery Value des obligations proches de 0%

VENTE 13/09/2022



Recherche externe :

- 40% des analystes à la vente (consensus Bloomberg)
- Prix cible à +70% sur l'action
- Downgrade par les agences en novembre 2023 (S&P à BB-)

Dôm Finance : 09/10/2023

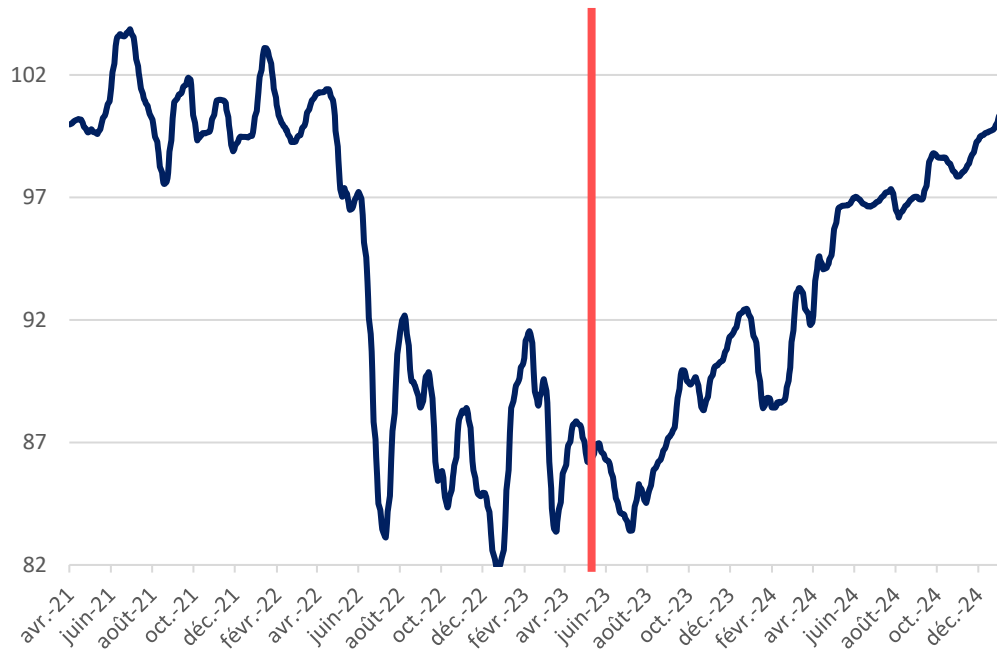
- Stress test montre une crise de liquidité
- Bris de covenants en fin d'année
- Recovery value calculée à 0%.

VENTE 09/10/2023

ÉTUDES DE CAS LES OPPORTUNITÉS



VIRIDIEN (CGG) 2027



Recommandation s'inscrivait dans une note sectorielle publiée en juin 2023

- Nous anticipions un pétrole fort autour de 80\$/b, favorable à l'exploration
- Le secteur pétrolier avait sous investi depuis 2014. Un rattrapage était nécessaire et donc favorable aux parapétrolières

La qualité de crédit de Viridien était sous valorisée

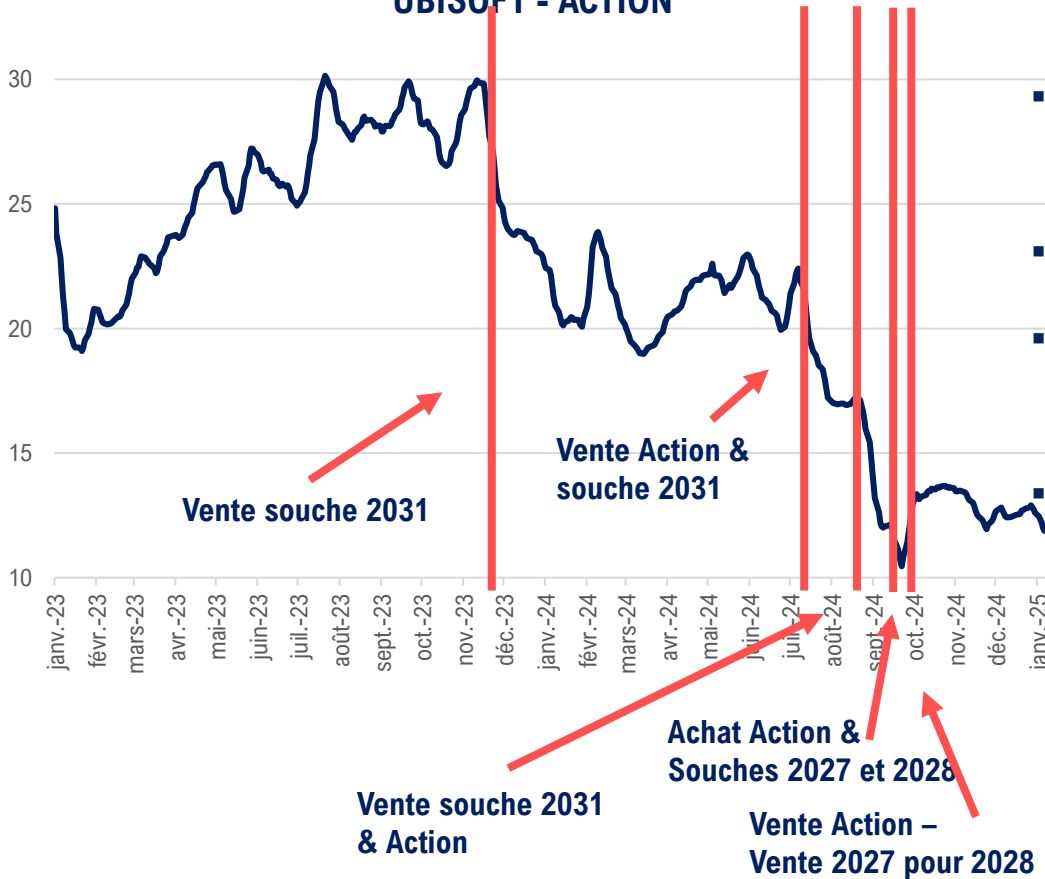
- La note CCC+ par S&P nous semblait trop dure.
- Nous anticipions une amélioration à, au moins, B-

Performance depuis juin 2023 :

+ 33%



UBISOFT - ACTION

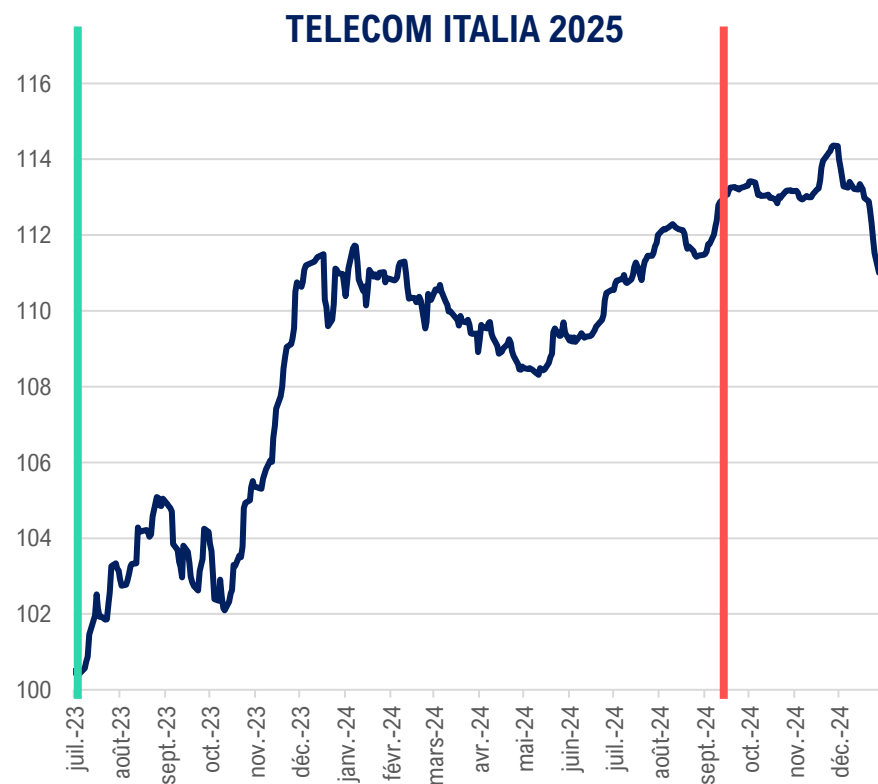


Un exemple de suivi rapide et proche des gérants

- Première opinion négative sur Ubisoft en novembre 2023 avec recommandation de vente sur la souche 2031. Nous avertissions déjà d'un futur profit warning
- Deuxième opinion négative en juillet 2024 avec recommandation de vente sur l'action et toutes les souches (sauf 2024). Nous avertissons d'un profit warning et d'une absence de suivi des analystes sell-side
- Troisième opinion négative début septembre 2024 pour prévenir d'un profit warning assuré pour les résultats à venir
- Quatrième note fin septembre 2024, après le profit warning, où nous passons à l'achat sur l'action et les souches 2027 et 2028. Nous alertons sur une opportunité d'acquisition d'Ubisoft par d'autres acteurs
- Cinquième note début octobre, nous passons à la vente sur l'action après l'annonce d'une potentielle reprise d'Ubisoft par Tencent. Nous recommandons aussi la vente de la souche 2027 pour la 2028

Performance :

+ 30% Action (Achat) sur 11 jours
+47% Action (Vente) sur 70 jours



Achat 12/07/2023 :

- Discussions pour la vente du réseau fixe
- Amélioration opérationnelle
- Niveau élevé de trésorerie

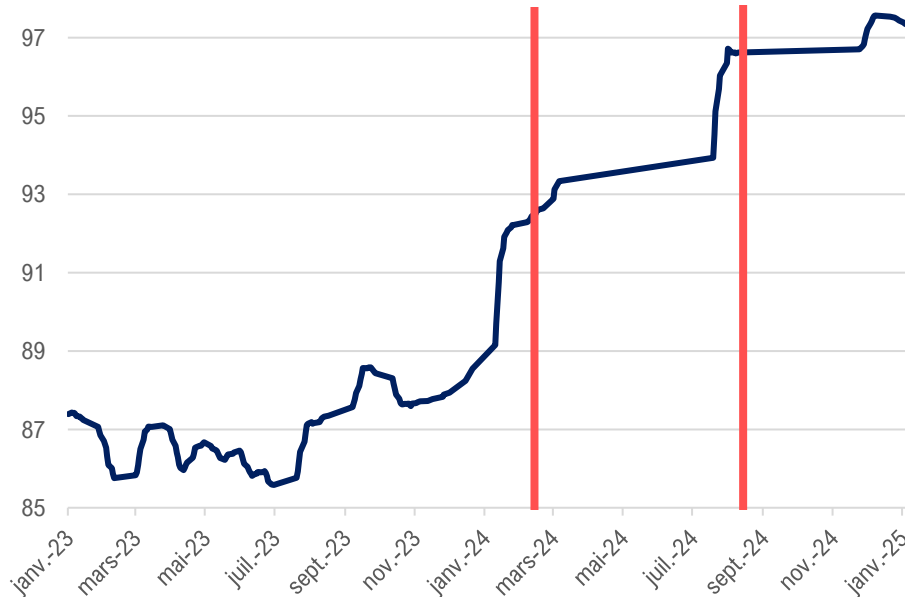
Vente 09/09/2024 :

- Finalisation de la cession du réseau fixe
- Guidances trop ambitieuses
- Resserrement des spreads n'offrant plus de primes de rendement

**ACHAT PRIMAIRE
+22,50% net return**



GREENVOLT 2028



Recommandation s'inscrivait dans une note sectorielle publiée en mars 2024

- Nous anticipions de nombreuses acquisitions dans les ENR
- Nous avons ciblé des obligations avec une clause de changement de contrôle
- 3 recommandations achats : Neoen, Encavis, Greenvolt. 3 sociétés acquises.

Greenvolt était déjà en procédure de rachat à la date de recommandation

- Le marché n'avait pas pricé une clause de changement de contrôle à 100%
- L'obligation traitait à 92-93%

Performance entre mai 2024 et juillet 2024:

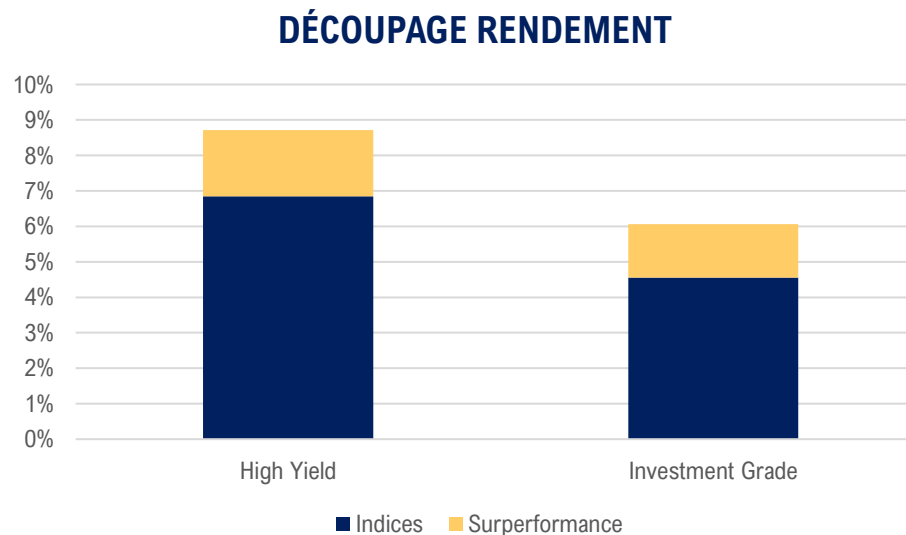
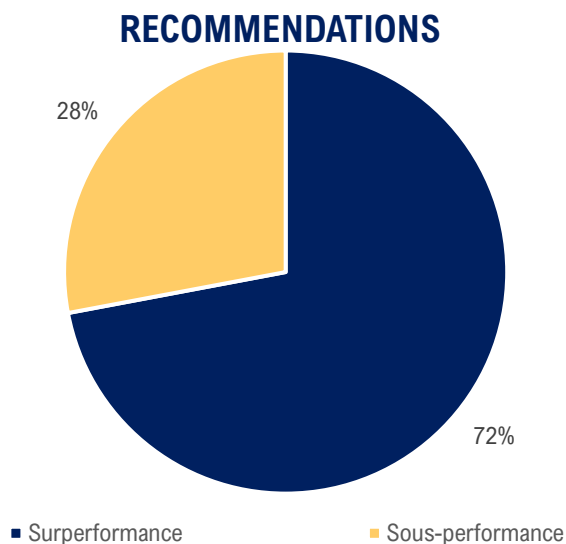
+ 13%

LES PERFORMANCES DU DÉPARTEMENT

NOS PERFORMANCES

Nous avons procédé à 63 analyses pour 72 souches en 2024, contre 59 analyses pour 109 souches en 2023

- Notre département a surperformé les indices dans 72% de nos recommandations depuis sa création
- En 2024, nous avons surperformé le marché High yield de plus de +1,9% que le marché concernant l'IG la surperformance a été de +1,4%



NOS RECOMMANDATIONS OBLIGATAIRES

LES PLUS SUIVIES - 2024



ACHATS

Ticker		Date reco	Perf totale	Perf Indice sur la période	Différentiel	Positions prises	Gain vs. Index en EUR
BQ294643 Corp	Elior 26	12/01/2024	10,1%	4,4%	5,7%	3 692 000	209 399
XS2393001891 Corp	Grifols 28	29/04/2024	16,4%	4,7%	11,7%	924 564	108 000
FR0014000087 Corp	Ubisoft 27	27/09/2024	5,5%	-0,1%	5,6%	1 874 546	105 732
XS2211183756 Corp	Prosus 32	05/02/2024	15,3%	5,8%	9,6%	4 800 000	458 736
FR001400QC85 Corp	Eramet 2029	10/06/2024	-1,1%	4,0%	-5,1%	1 600 000	-82 263
FR001400RIT6 Corp	ITM 29	11/09/2024	9,3%	2,4%	7,0%	4 200 000	292 815
PTTAPFOM0003 Corp	TAP 29	08/11/2024	2,6%	1,1%	1,5%	6 000 000	89 424
XS2830945452 Corp	Webuild 29	24/06/2024	9,1%	4,0%	5,1%	4 300 000	220 403
PTGVAOM0000 CORP	Greenvolt 28	04/03/2024	13,4%	2,5%	10,9%	741 512	81 140
Total en EUR					5,3%	28 132 622	1 483 386
IBXXCBB1 Index	Iboxx HY BB						
QW81 Index	Iboxx IG BBB						

VENTES

Ticker		Date reco	Perf totale	Perf Indice sur la période	Différentiel	Positions prises	Gain vs. Index en EUR
FR0013524865 Corp	Elo 2027	16/01/2024	-6,7%	5,1%	11,8%	2 463 950	289 964
FR0013510179 Corp	Elo 2026	16/01/2024	0,2%	5,1%	4,9%	450 500	22 251
FR001400KLT5 Corp	Worldline 28	26/03/2024	3,6%	4,8%	1,2%	2 100 000	25 511
FR00140060J6 Corp	Clariane 28	19/07/2024	5,4%	3,2%	-2,2%	1 500 000	-32 618
FR001400OM10 Corp	Kering 32	14/10/2024	0,4%	1,2%	0,7%	3 400 000	24 940
XS2784661675 Corp	Sacyr 27	06/08/2024	4,0%	3,6%	-0,4%	815 000	-3 225
Total en EUR					3,0%	10 729 450	326 823

Indice de comparaison : High yield : Iboxx Euro High Yield Corp. BB

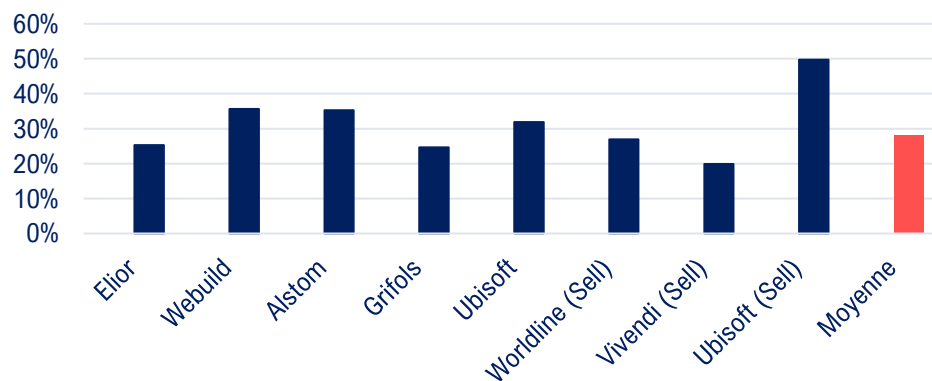
Indice de comparaison : Investment grade : Iboxx Euro Corporates BBB

NOS RECOMMANDATIONS ACTIONS - 2024

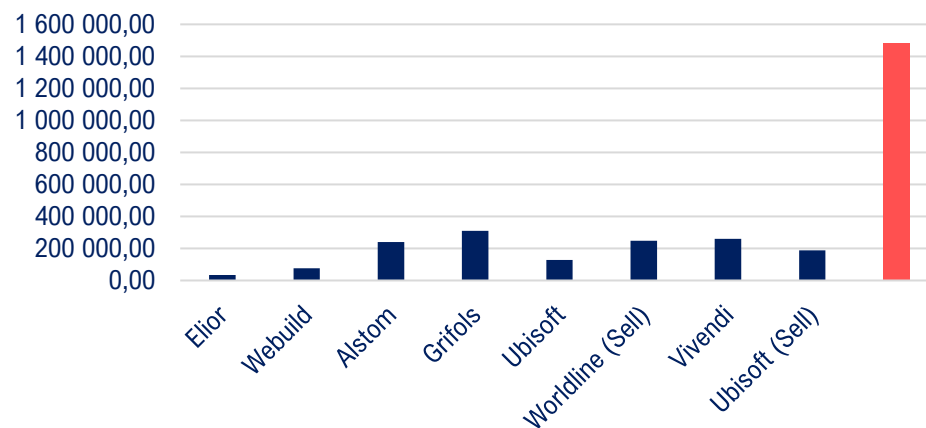
- Performance moyenne de 26% sur les calls actions avec 5 achats et 3 ventes
- Majorité de calls contrariants. Forte diversification sectorielle et géographique

Ticker		Date reco	Perf Totale	Perf Indice sur la période	Différentiel	positions prises	Gain vs. Index en EUR
ELIOR FP Equity	Elior	16/01/2024	38,4%	13,1%	25,3%	137 491	34 754
WBD IM Equity	Webuild	29/05/2024	35,5%	-0,1%	35,6%	213 405	76 001
ALO FP Equity	Alstom	09/07/2024	35,2%	0,0%	35,2%	679 473	239 463
GRF SM Equity	Grifols	29/04/2024	26,1%	1,4%	24,7%	1 260 066	311 018
UBI FP Equity	Ubisoft	27/09/2024	30,2%	-1,6%	31,9%	401 250	127 830
WLN FP Equity	Worldline (Sell)	26/03/2024	-24,9%	2,0%	27,0%	916 868	247 361
VIV FP EQUITY	Vivendi (Sell)	05/12/2024	-22,2%	-2,2%	19,9%	1 310 335	260 918
UBI FP EQUITY	Ubisoft (Sell)	22/07/2024	-46,8%	2,9%	49,8%	376 843	187 503
Total	Moyenne				28,0%	5 295 731	1 484 848

PERFORMANCE RECOMMANDATION ACTION VS. INDEX



PERFORMANCE IN EUR VS. INDEX

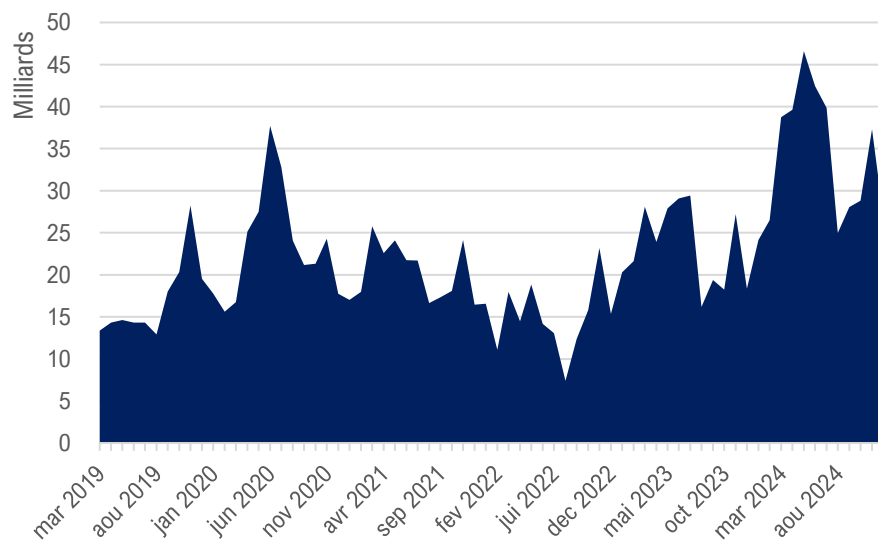


Indice de comparaison : Euro Stoxx 600

NOS PERSPECTIVES

2025, ANNÉE DYNAMIQUE

TOTAL ÉMISSIONS (EX. GOVT & FIN)



... tirée par un échéancier 2025 significatif

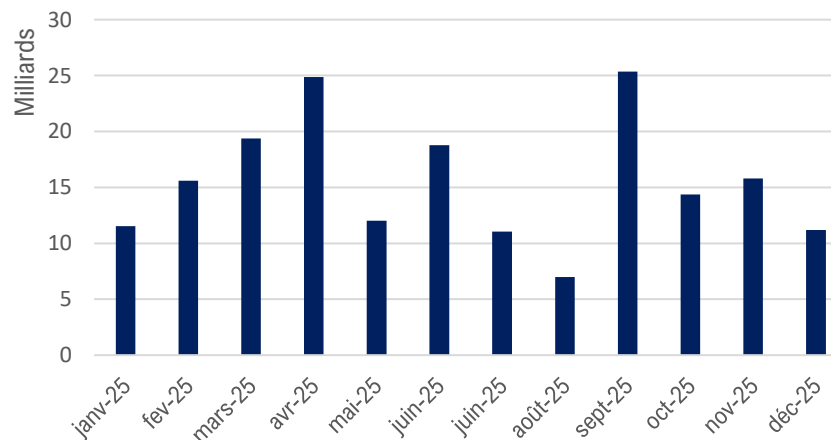
Nous attendons près de 190 milliards d'euros de souches obligataires à rembourser dont une partie sera refinancée

Hausse des émissions...

L'année 2024 confirme la poursuite de l'augmentation des volumes d'émission constatée en 2023

Les sursouscriptions démontrent un appétit du marché pour l'obligataire et compressent les spreads

ECHÉANCIER 2025



NOS IDÉES 2025



RÉSILIENCE DU GAMING

Licences long termes, marges confortables et relais de croissance dans le online



RETOUR DE LA CHIMIE ?

Nous avons été très négatifs sur la chimie en 2023 et 2024. Il pourrait y avoir des opportunités en 2025



INTÉRÊT POUR LA TRANSMISSION D'ÉLECTRICITÉ

Sociétés réglementées à la solidité aussi forte que des états mais avec des spreads plus élevés que les souveraines

FONCIÈRES COMMERCIALES

Indexation des loyers, Fréquentation élevée, nombreuses cessions d'actifs

PERFORMANCE DU MONÉTAIRE

ANTICIPÉ SUR 1 AN



EUR012M Index (Euribor 12 Month ACT/360) Jour 22JAN2020-20JAN2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

20-Jan-2025 14:51:48

SIMULATION DE LA PERFORMANCE DES IG

EN FONCTION DE DIFFERENTS SCÉNARIIS EN 2025

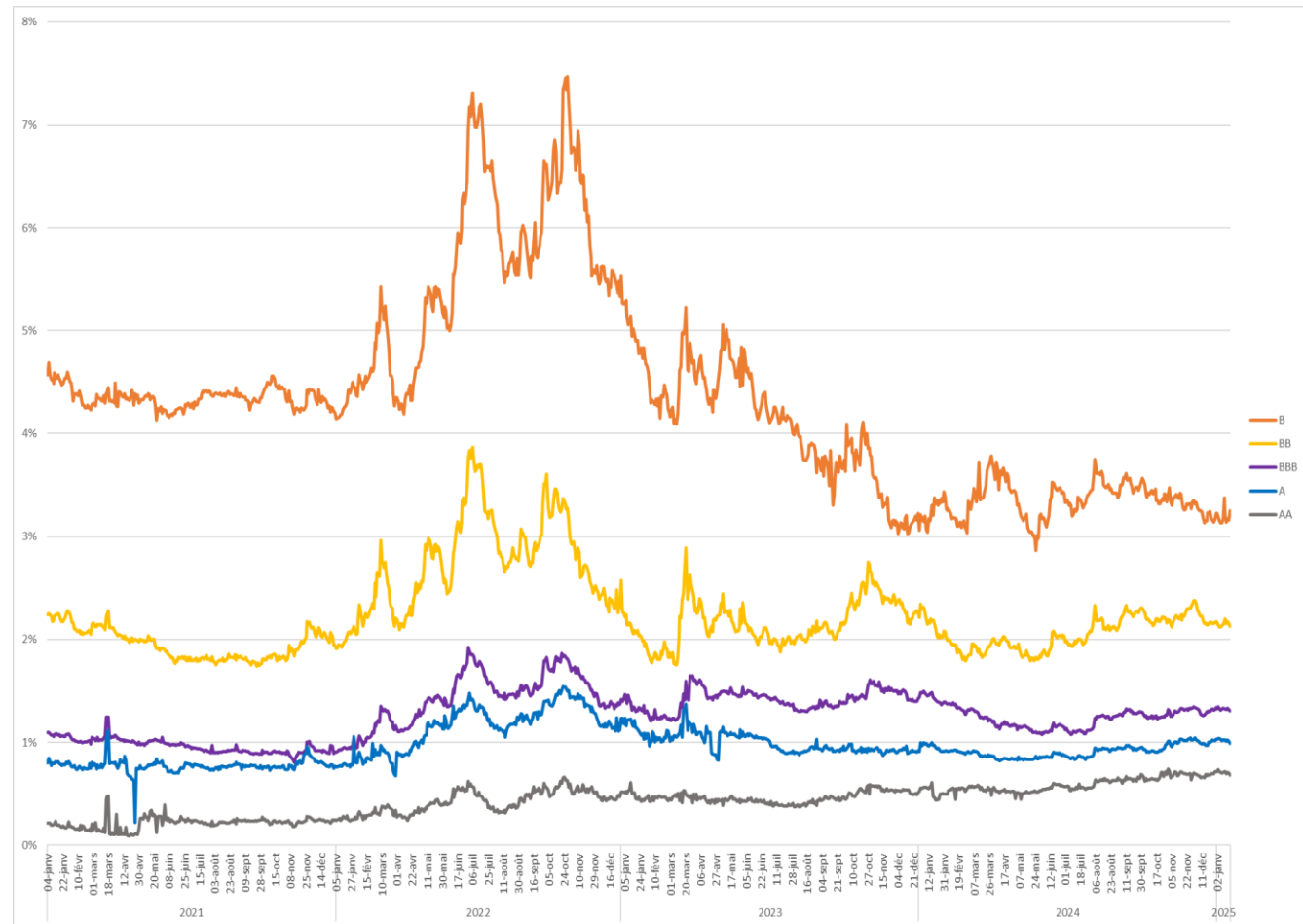


- **POURSUITE DE LA DÉINFLATION ET RÉACCÉLÉRATION DE L'ÉCONOMIE**
Les spreads se resserrent encore, et les taux se résorbent → **Le portefeuille connaît donc un haut rendement et une valorisation dès 2025.**
- **DÉINFLATION LIMITÉE : STAGFLATION**
Les spreads stagnent et les taux ne bougent pas → **Le portefeuille rapporte son portage.**
- **INFLATION STABLE OU EN LÉGÈRE REPRISE GÉNÉRANT UNE RÉCESSION**
Les spreads s'élargissent et les taux se déprécient → **Le portefeuille rapporte néanmoins un rendement positif.**
- **ÉCHEC DES BANQUES CENTRALES : REPRISE GÉNÉRALE DU PHÉNOMÈNE INFLATIONNISTE ACCOMPAGNÉE D'UNE HAUSSE DES TAUX ET D'UNE ÉCONOMIE EN BERNE.**

		TAUX BUND					
		1,30	1,70	2,10	2,50	2,90	3,30
SPREAD CORPORATE ZONE EURO	80	13,8%	11,2%	8,6%	6,0%	3,4%	0,8%
	95	13,1%	10,5%	7,9%	5,3%	2,7%	0,1%
	110	12,3%	9,7%	7,1%	4,5%	1,9%	-0,7%
	125	11,6%	9,0%	6,4%	3,8%	1,2%	-1,5%
	140	10,8%	8,2%	5,6%	3,0%	0,4%	-2,2%
	155	10,1%	7,5%	4,9%	2,3%	-0,4%	-3,0%

VALEUR RELATIVE DU CRÉDIT

- Les obligations **AA** et **A** se sont écartées en sympathie des Etats et sont un excellent segment pour profiter d'une conjonction d'une baisse des taux et de baisse de leur prime de risque
- Les obligations **BBB** et **BB** nécessitent une vraie analyse fondamentale et de la sélectivité
- Les obligations moins bien notées **B** présentent une prime de risque insuffisante



MERCI

AVERTISSEMENT



Ce document d'information non contractuel est réservé à des investisseurs professionnels au sens du Règlement Général de l'AMF.

Une attention particulière a été portée quant à la nature claire et non trompeuse des informations fournies dans le présent document.

Les fonds présentés dans ce document ont été autorisés à la commercialisation en France. Aucune action n'a été entreprise pour permettre la commercialisation de ces fonds dans une quelconque autre juridiction dans laquelle une telle action serait nécessaire.

Les données chiffrées, commentaires et analyses présentés reflètent le sentiment de SA Dôm Finance sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour.

Du fait des risques d'ordre économique et boursier, il ne peut être donné aucune assurance que les fonds présentés atteindront leurs objectifs. La valeur des parts peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière.

Le prospectus de l'OPCVM doit être portée à la connaissance du souscripteur potentiel préalablement à tout investissement. Comme toute la documentation réglementaire y afférent, ce document, qui comprend notamment la présentation des risques encourus, est disponible sur le site Internet de SA Dôm Finance (www.dôm-finance.fr), ou sur simple demande auprès de notre service commercial.

SA Dôm Finance est une marque déposée. Ce document est la propriété de SA Dôm Finance. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de SA Dôm Finance. La responsabilité de SA Dôm Finance, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de SA Dôm Finance. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement. La responsabilité de SA Dôm Finance, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation de ce document non conforme à sa destination.



CONTACTS & DISCLAIMER



DÔM FINANCE

39, rue Mstislav Rostropovitch
75017 PARIS
www.dom-finance.fr

Vincent Priou - Président Directeur Général

Tél : 01 45 08 77 60
Port : 06 85 90 36 58
E-mail : vincent.priou@dom-finance.fr

Jan De Coninck - Directeur de la Gestion

Tél : 06 72 96 61 22
E-mail : jan.deconinck@dom-finance.fr

David Wertenschlag – Responsable Analyse

E-mail : david.wertenschlag@dom-finance.fr

Ce document a été réalisé par Dôm Finance et/ou ses partenaires à l'attention exclusive du destinataire. Sa vocation est uniquement informative et il ne saurait être interprété comme une sollicitation ou une offre relative à des produits financiers ni comme un conseil juridique, fiscal, financier, ou de toute autre nature. Ce document ne saurait fonder à lui seul une décision d'investissement. Par ailleurs, il n'a pas fait l'objet d'une validation par une autorité de régulation. Le destinataire est invité à contacter son propre conseil pour toute analyse relative au contenu de ce document. L'information présentée ne prétend pas être exhaustive eu égard à celle que le destinataire peut requérir.

Ce document a été réalisé à la date indiquée sur celui-ci, à partir d'informations publiques, fournies par le destinataire, propriété de Dôm Finance et protégées par le secret professionnel. Dôm Finance apporte le plus grand soin à la qualité des informations fournies. Néanmoins, celles-ci sont susceptibles de changer à tout moment, sans préavis préalable. Dôm Finance ne saurait les garantir. Aucune information dudit document ne saurait être considérée comme une promesse, un engagement ou une représentation passée ou future.

Les projections, évaluations, statistiques, sondages, analyses, informations chiffrées, contenus dans ce document impliquent des éléments d'appréciation subjective et n'engagent pas la responsabilité de Dôm Finance. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Toute reproduction ou diffusion, qu'elle soit partielle ou totale, sans l'autorisation préalable écrite de Dôm Finance est strictement interdite. Dôm Finance ne saurait engager aucune responsabilité relative à l'usage qui serait fait de tout ou partie dudit document par une tierce partie non dûment autorisée.

Dôm Finance est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP04-000059. Son siège social est situé 39 Rue Mstislav Rostropovitch 75017, Paris, FRANCE. Dôm Finance est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 479 086 472.