



MONTHLY HOUSE VIEW

Juillet 2025

Symposium de Jackson Hole : prendre de la hauteur

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	SYMPOSIUM DE JACKSON HOLE : PRENDRE DE LA HAUTEUR	
02•	Focus	P4
	L'ÉTAT DU « DEALISME » MONDIAL	
03•	Macroéconomie	P6
	RÉSILIENCE	
04•	Obligations	P8
	LA DETTE PUBLIQUE DES ÉTATS-UNIS EST-ELLE SOUTENABLE ?	
05•	Actions	P10
	UN REBOND SPECTACULAIRE AVANT UN ÉTÉ INCERTAIN	
06•	Devises	P12
	ET POUR QUELQUES DOLLARS DE MOINS	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Alexandre
DRABOWICZ

Chief Investment Officer

Chère lectrice, Cher lecteur,

Alors que l'été approche, beaucoup d'entre nous espèrent souffler un peu après un premier semestre mouvementé. Pendant ce temps, les banquiers centraux resteront à pied d'œuvre. Chaque année, la Réserve fédérale (Fed) de Kansas City organise à Jackson Hole, dans le Wyoming, un symposium devenu l'un des plus emblématiques au monde pour les acteurs de la politique monétaire. Dans un contexte mondial incertain, cet événement prend une importance accrue. Garanties de la stabilité, les banques centrales offrent une perspective macroéconomique essentielle, tout en préservant leur indépendance.

Lors d'un séjour personnel à Jackson Hole, j'ai été frappé par la beauté du site. Le choix du lieu s'explique facilement : il permet des discussions approfondies, à l'abri de toute distraction. La première édition, en 1982, fut inspirée par la passion de Paul Volcker pour la pêche à la mouche. Cette année, 120 participants triés sur le volet — chercheurs académiques, banquiers centraux, quelques journalistes — y seront présents.

LE DILEMME DES BANQUES CENTRALES

Le symposium de cette année intervient à un moment où les banques centrales affrontent des défis spécifiques mais partagent des préoccupations similaires :

Fed : « Baisser ou ne pas baisser les taux ? » L'inflation reste un risque, mais les effets des taxes douanières peinent à se matérialiser pour le moment. Ainsi, le chiffre de mai a été le quatrième consécutif en dessous des attentes. Par ailleurs, les déficits budgétaires et leur impact sur les marchés obligataires seront au cœur des échanges.

Banque du Japon : « Relever ou non les taux ? » L'inflation au Japon dépasse largement son niveau cible, mais les anticipations de hausse de taux se sont atténuées. La politique monétaire de resserrement quantitatif, amorcée l'été dernier, est mise à l'épreuve alors que la Banque du Japon affronte la courbe des taux la plus pentue des pays développés. Elle pourrait devoir recourir à nouveau à un assouplissement quantitatif mais sélectif sur la partie longue afin de stabiliser son marché obligataire.

BCE : « Réduire – mais jusqu'où ? » Christine Lagarde aborde ce sommet en position plus favorable. La Banque centrale européenne (BCE), première à réduire ses taux en juin 2024, les a divisés

par deux en un an. L'inflation est maîtrisée, les écarts de taux sur les obligations périphériques se sont resserrés, et les marchés obligataires sont stables. Une dernière baisse est envisageable après l'été, suivie d'un long statu quo.

LE DILEMME DES INVESTISSEURS

L'économie américaine continue de faire preuve d'une résilience remarquable, malgré une scène politique agitée et les tensions liées aux droits de douane. L'inflation est stable, la consommation des ménages tient bon, et le marché du travail ne montre pas de signes de faiblesse majeurs. Sommes-nous à l'orée d'un été de type *goldilocks*, ni trop chaud, ni trop froid ?

Si notre scénario économique d'avril restait prudent, il apparaît désormais que le pire a été évité. Sans prévoir une franche réaccélération, nous recommandons de rester ouverts aux opportunités. Plusieurs échéances cet été pourraient raviver la volatilité des marchés — nous restons donc en veille pour repositionner nos portefeuilles le moment venu.

À l'échelle mondiale, la prudence domine encore, comme en témoigne la faible exposition aux actifs risqués. Toutefois, les investisseurs particuliers, les entreprises via leurs rachats d'actions et les *hedge funds*, augmentent progressivement leur prise de risque, surtout depuis le rebond d'avril. Les institutionnels, plus lents à réagir, pourraient réorienter leurs portefeuilles vers les actions dans les mois à venir.

Enfin, l'évolution du dollar américain mérite une attention plus soutenue. Tandis que les actions américaines flirtent avec leurs sommets historiques, le dollar continue de s'affaiblir. Ce mouvement, de plus en plus visible, pousse les investisseurs internationaux — nous y compris — à couvrir leur exposition au billet vert. Les données récentes montrent une hausse notable des stratégies de couverture sur les actifs américains, traduisant un changement de perception. Il ne s'agit pas d'un désengagement massif, mais bien d'un rééquilibrage avisé. Notre position à l'égard du dollar reste ainsi prudente.

Comme toujours, nous restons vigilants face à la complexité de l'environnement actuel, afin de maintenir nos stratégies alignées avec les dynamiques des marchés.

Bonne lecture de cette édition, et bel été à vous.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Après la guerre commerciale tarifaire lancée par les États-Unis, l'administration Trump s'est focalisée sur plus de 200 accords commerciaux bilatéraux. Pourtant, le commerce américain ne représente qu'environ 10 % du commerce mondial. Alors, qu'en est-il du reste du monde ? Tandis que Washington privilégie les négociations bilatérales, l'économie mondiale s'adapte : nouvelles alliances régionales, chaînes d'approvisionnement alternatives et politiques de compensation se mettent en place.



Les
ÉTATS-UNIS
ne représentent
qu'environ
10 %
DU COMMERCE
MONDIAL

LE COÛT D'UNE « RENAISSANCE INDUSTRIELLE » AMÉRICAINE

Comme le rappelle l'Organisation mondiale du commerce (OMC), les droits de douane ne servent pas qu'à générer des recettes : ils entraînent souvent des effets secondaires inattendus. La stratégie américaine visant à relancer l'industrie nationale via les droits de douane a ralenti la croissance et accru les coûts de production, tout en risquant de détourner le travail vers des secteurs à plus faible productivité. Le dollar plus faible soutient certes les exportations, mais les avancées commerciales restent minimes : plus de 200 accords sont encore en attente, avec pour seule réussite notable un accord symbolique avec le Royaume-Uni.

La Chine, forte de sa position dominante dans les terres rares (70 % de la production mondiale), use de cet atout dans les négociations. Trump affirme que les droits de douane sur les produits chinois passeront de 145 % à 55 %. L'Inde, de plus en plus ouverte, avance vers un accord intérimaire en juillet, après des avancées communes. L'Europe, quant à elle, est reléguée « tout en bas » des priorités commerciales américaines, derrière le Japon. Elle subit un tarif temporaire de 10 % et insiste sur un accord global, refusant une solution partielle. Enfin, le renouvellement de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) est prévu pour juillet 2026, bien que le Mexique réclame une révision anticipée dès septembre 2025.

REDONNER À L'EUROPE SA GRANDEUR ?

L'Union européenne (UE) fait face à des tarifs punitifs américains (en particulier sur l'automobile et l'acier) et aux effets du découplage sino-américain. Mais elle tient bon. Les autorités européennes misent sur la relance budgétaire, la demande interne et le renforcement du marché unique (graphique 1, page 5). Selon le rapport de Mario Draghi sur la compétitivité de l'UE, les principaux obstacles au commerce européen sont internes. Les barrières non tarifaires (lourdeur administrative et divergences réglementaires) engendrent un surcoût équivalent à 45 % de droits de douane sur les biens manufacturés – et jusqu'à 110 % sur les services – soit bien plus que les tarifs récemment appliqués aux États-Unis.

En 2025, l'UE a signé plusieurs accords majeurs, à commencer par le « Reset » avec le Royaume-Uni en mai. Les points clés incluent des projets de défense communs, l'accès mutuel à l'électricité, l'harmonisation des normes sanitaires et surtout un accès réciproque total aux eaux post-Brexit – une concession politique majeure.

D'autres accords sont en cours : un accord de libre-échange avec l'Inde, prévu d'ici fin 2025 (après que New Delhi a finalisé celui avec Londres en mai), et l'accord UE-Mercosur (Brésil, Argentine, Uruguay, Paraguay, Bolivie), conclu fin 2024 mais en attente de ratification. Ce dernier créerait l'un des plus grands espaces de libre-échange du monde (environ 20 % du PIB mondial) et supprimerait plus de 90 % des droits de douane dans la zone, contrebalançant les tendances protectionnistes. En résumé : l'accord avec le Royaume-Uni a la plus grande valeur économique ; celui avec l'Inde offre un levier stratégique (notamment sur les services numériques) ; tandis que l'accord Mercosur soulève des tensions environnementales.



ASIE : L'UNITÉ COMME BOUCLIER

Face aux droits de douane américains, l'Asie fait bloc. Bien que les taux varient (49 % pour le Cambodge, 10 % pour Singapour), l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est (ASEAN) a plaidé pour un dialogue direct avec Trump lors de son sommet à Kuala Lumpur. Deux piliers structurent cette résilience régionale : le RCEP (accord intra-asiatique, sans l'Inde) signé en 2020, et le CPTPP (Pacte transpacifique, hors États-Unis) de 2018. Ensemble, ils protègent partiellement la région des chocs extérieurs. La Chine renforce aussi sa position, en Asie et au-delà. Elle est désormais le premier partenaire commercial de la plupart des pays d'Amérique latine – et un prêteur majeur. Le commerce Chine-Amérique latine a progressé d'environ 10 % depuis 2021, représentant 8 % du commerce extérieur chinois. Cette stratégie accroît l'influence économique de Pékin et constitue une alternative crédible à l'ordre commercial centré sur les États-Unis. En Afrique aussi, la Chine s'impose : elle a annoncé en juin la suppression totale des droits de douane sur les exportations de 53 pays africains.

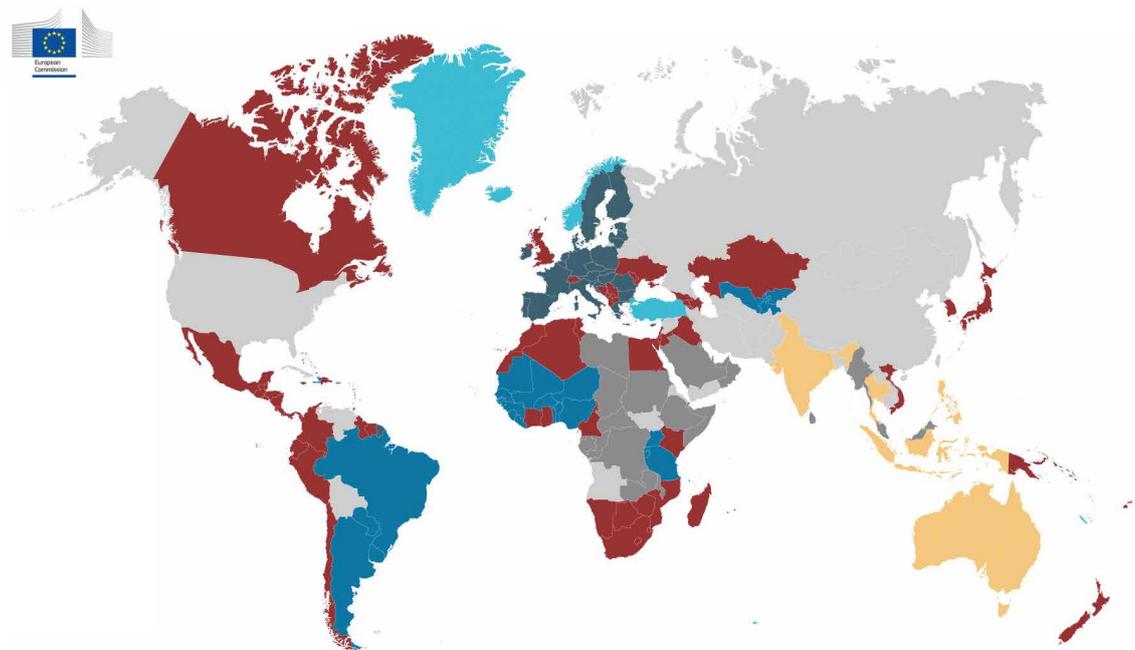
AMÉRIQUE LATINE : LA VOIE DE LA DIVERSIFICATION

Prise entre puissances rivales, l'Amérique latine opte pour une stratégie de non-alignement. Le Brésil illustre bien cette approche : si la Chine est son premier partenaire – et jugé plus fiable depuis le virage protectionniste américain –, le gouvernement Lula reste engagé aussi bien avec Washington qu'avec Bruxelles. Une stratégie proche de celle de l'Inde, qui participe aux grands forums sans jamais s'aligner pleinement (elle a d'ailleurs refusé d'adhérer au RCEP en 2019).

En diversifiant ses alliances et en évitant la dépendance, l'Amérique latine cherche à préserver sa marge de manœuvre. Cela ne la protège toutefois pas de toutes les répercussions de la politique Trump : l'économie mexicaine devrait entrer en récession en 2025, le Fonds monétaire international (FMI) ayant révisé sa prévision de croissance de +1,4 % à -0,3 %.

GRAPHIQUE 1 : ACCORDS COMMERCIAUX DE L'UE EN 2025

- Union européenne (UE)
- Union douanière, EEE et PTOM*
- En vigueur**
- Adoption / Ratification en cours**
- En cours de négociation**
- En suspens**
- Pas d'accord**



* Espace économique européen (EEE) / Pays et territoires d'outre-mer (PTOM).

** Accord de libre-échange (ALE), Accord de libre-échange approfondi et complet (ALEAC), Accord de partenariat et de coopération renforcé (APCR), Accord de partenariat et de coopération avec élément préférentiel (APC).

+ Les accords actualisés avec la Tunisie et l'Afrique orientale et australe sont actuellement en cours de mise à jour ; l'accord actualisé avec le Chili est en cours de ratification. L'ALEAC avec la Géorgie ne s'applique pas en Ossétie du Sud et en Abkhazie.

Sources : Commission européenne, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Nos prévisions de croissance supérieures au consensus reflètent notre conviction que les droits de douane ne sont pas les seuls moteurs de l'activité : les économies occidentales font face aux turbulences commerciales à partir de bases relativement solides. Néanmoins, un ralentissement est probable d'ici la fin de l'année.

ÉTATS-UNIS : CROISSANCE SOLIDE MALGRÉ LES OBSTACLES

Après un premier trimestre difficile, marqué par un recul du commerce net, le deuxième trimestre s'annonce plus dynamique. La croissance du PIB a été révisée à la hausse à 3 % en rythme annualisé (contre -0,2 % au premier trimestre), et notre prévision annuelle atteint désormais 1,7 %, au-dessus du consensus. Cette révision traduit une perspective de croissance plus équilibrée, portée par une trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine, des recours juridiques contre la politique tarifaire de Trump et une relance budgétaire potentiellement anticipée.

Le marché du travail reste solide, bien que des signes de ralentissement apparaissent. Le taux de chômage est resté stable à 4,2 % en mai, et la croissance des salaires est restée soutenue à 3,9 %, soutenant la consommation. Les ventes au détail ont reculé de 0,9 % en mai, mais hors automobiles et carburants – affectés par le revirement des achats anticipés liés aux tarifs des mois précédents – les ventes de base ont progressé de 0,4 %, contre -0,1 % en avril.

Les droits de douane demeurent un facteur clé. Leur impact sur l'inflation officielle reste modéré (2,4 % sur un an en mai), mais une enquête de la Réserve fédérale (Fed) de New York indique que de nombreuses entreprises ont augmenté leurs prix, y compris sur des produits non concernés par les droits de douane. L'impact inflationniste complet est retardé par l'accumulation anticipée d'inventaires et une compression des marges, mais devrait se matérialiser d'ici juillet 2025. Les anticipations d'inflation à un an ont nettement augmenté, mais restent stables à plus long terme.

La Fed devrait réduire ses taux à 4 % d'ici fin 2025, puis à 3,5 % en 2026. Par ailleurs, la stratégie tarifaire de Trump a rencontré un obstacle juridique : un tribunal fédéral a jugé certaines mesures illégales. Si les droits restent en vigueur en attendant l'issue judiciaire, cette incertitude illustre les limites du pouvoir exécutif. La guerre commerciale devrait s'atténuer progressivement, avec un tarif moyen sur les importations américaines stabilisé autour de 15 %.

ZONE EURO : OPTIMISME PRUDENT

L'économie de la zone euro a progressé de 0,6 % au premier trimestre 2025, soit le double des estimations initiales. L'Irlande a mené la croissance avec une hausse de 9,7 %, suivie par l'Espagne (+0,6 %) et l'Allemagne (+0,4 %). L'investissement fixe a bondi de 1,8 %, porté par des achats d'équipement anticipés avant de nouveaux droits de douane, la baisse des taux de la BCE, et un rebond de l'investissement immobilier.

Si le secteur des services ralentit, la confiance s'améliore dans l'industrie, soutenue par une meilleure utilisation des capacités et un accès au crédit plus fluide. Néanmoins, les incertitudes commerciales pourraient peser sur l'investissement et la production. La résilience du PIB pourrait s'estomper dès le second trimestre, mais nous ne prévoyons plus de récession au second semestre.

Les pressions inflationnistes s'atténuent, grâce à un euro plus fort, une modération des prix à la production et une baisse des risques de représailles tarifaires. Selon l'indice de la BCE, la croissance des salaires devrait tomber à 1,7 % d'ici fin 2025, contre 5,4 % un an plus tôt. Dans ce contexte, la BCE a réduit ses taux à 2 % en juin, et les marchés anticipent une nouvelle baisse à 1,75 % d'ici décembre – une trajectoire que nous partageons.



1,8 %

investissement
fixe de la

ZONE EURO
AU T1



En France, la croissance est restée modérée, portée par la consommation des ménages, soutenue par le rattrapage de l'indexation des retraites et des revenus financiers élevés. En Allemagne, de nouvelles mesures fiscales viennent d'être annoncées, dont un « booster d'investissement » basé sur un amortissement accéléré (jusqu'à 75 % pour les véhicules électriques à partir du 30 juin). Parmi les autres mesures figurent une baisse de la TVA dans le secteur de la restauration ainsi qu'une réduction des taxes sur l'électricité. Selon l'Institut allemand de l'économie, ces mesures offriront un allègement net de 12 milliards d'euros (0,26 % du PIB) pour les ménages et les entreprises.

MARCHÉS ÉMERGENTS : DYNAMIQUES DIVERGENTES

En Chine, la croissance a ralenti à 1,2 % au premier trimestre 2025 (après 1,6 % au quatrième trimestre 2024). Les autorités ont intensifié les mesures de soutien à la demande intérieure. En mai, les ventes au détail ont surpris à la hausse (+6,4 % en glissement annuel), tout comme la production industrielle (+5,8 %). La désinflation persiste, avec une baisse des prix à la consommation de 0,1 % et une chute des prix à la production de 3,3 %.

L'Inde s'impose comme la locomotive des marchés émergents. Le PIB a bondi de 7,4 % en glissement annuel au premier trimestre 2025, bien au-dessus des attentes. Le pays devrait dépasser le Japon pour devenir la quatrième économie mondiale.

Les tensions au Moyen-Orient ont fait grimper les prix du pétrole au-dessus de 70 dollars le baril. Si les prix atteignaient 90 à 100 dollars, cela exercerait une pression sur l'inflation américaine. En Europe, l'effet serait atténué grâce à une fiscalité plus élevée sur les carburants, repoussant le seuil critique à environ 100 dollars. Toutefois, les hausses de production prévues par l'OPEP+ devraient limiter cette envolée.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2026, %

● Prévisions à la baisse depuis le dernier numéro

● Prévisions à la hausse depuis le dernier numéro

	PIB			INFLATION		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
États-Unis	2,8 %	1,7 %	1,6 %	3,0 %	3,1 %	2,9 %
Zone euro	0,8 %	1,1 %	1,4 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %
Chine	5,0 %	4,5 %	4,5 %	0,2 %	1,4 %	1,5 %
Monde	3,2 %	2,8 %	2,9 %	-	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.



LA DETTE PUBLIQUE DES ÉTATS-UNIS EST-ELLE SOUTENABLE ?



Sam VEREECKE
CIO Fixed Income, DPAM

Le gouvernement américain, comme de nombreux autres pays, a une dette publique importante. Cette dette est principalement financée par l'émission de titres du Trésor, qui incluent des bons du Trésor (court terme), des notes du Trésor (moyen terme) et des obligations du Trésor (long terme). Les investisseurs incluent des particuliers, des entreprises, des fonds de pension, la Fed et d'autres gouvernements. Cela est généralement désigné sous le terme de dette publique.



La
DETTE
PUBLIQUE DES
ÉTATS-UNIS
s'élève à
98,1 %
du PIB

Le montant total actuel de la dette publique est d'environ 28,9 mille milliards de dollars, soit 98,1 % du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis.

En revanche, le gouvernement américain a également d'autres obligations intra gouvernementales liées à la Sécurité sociale et à Medicare. Ces obligations représentent environ 7,3 mille milliards de dollars, soit 24,6 % du PIB. En tant qu'investisseurs, nous nous intéressons davantage à la dette publique, car ces titres doivent être constamment refinancés. La dette totale, incluant à la fois la dette publique et la dette intra gouvernementale, atteint donc 36,2 mille milliards de dollars, soit 122,7 % du PIB. À titre de comparaison, la dette de l'Allemagne s'élève à 63 %, celle de la France à 113 % et celle du Japon à environ 250 % du PIB.

D'un point de vue économique, un niveau modéré de dette publique permet une politique budgétaire « contracyclique » – lorsque l'économie s'affaiblit, le gouvernement peut emprunter pour soutenir l'activité. Les investisseurs achètent souvent ces obligations volontairement, les considérant comme sûres, en particulier en période de ralentissement.

Cependant, des niveaux de dette publique constamment élevés (ratios dette/PIB élevés) soulèvent des inquiétudes quant à leur soutenabilité, car ces obligations sont perçues comme moins sûres. Cela peut rendre les emprunts plus difficiles ou entraîner des coûts d'intérêt plus élevés, à mesure que les investisseurs deviennent plus hésitants. Cela peut déclencher une spirale de la dette, où la hausse des paiements d'intérêts exige davantage d'endettement, ce qui entraîne des taux encore plus élevés. Finalement, cela pourrait contraindre le gouvernement et limiter sa flexibilité politique – comme on l'a vu lors de la crise de la zone euro.

Le gouvernement américain a-t-il des niveaux élevés de dette publique ? Le débat a été relancé par la loi « *One Big Beautiful Bill Act* » (en français : Grande et belle loi) de Trump, adoptée par la Chambre des représentants le 22 mai 2025. Cette loi ajouterait 3 mille milliards de dollars aux déficits américains au cours de la prochaine décennie, selon les estimations du Bureau du budget du Congrès américain (CBO). Des analystes indépendants prévoient une augmentation encore plus importante.

La dette publique s'élève actuellement à 98,1 % du PIB et devrait augmenter pour atteindre 117,1 % au cours de la prochaine décennie conformément aux politiques existantes. Suite à la nouvelle loi, et en utilisant les projections de déficit mentionnées, le CBO estime désormais qu'elle atteindra 123,8 % d'ici 2034. En supposant que la dette intra-gouvernementale n'augmente pas substantiellement d'ici là, la dette totale pourrait dépasser 150 % en 2034.

La question clé est de savoir si les États-Unis entrent dans une spirale de la dette. Ce n'est pas le cas actuellement – bien au contraire. Les taux d'intérêt n'ont pas tendance à augmenter. Le graphique 2 (page 9) montre que les rendements des bons du Trésor à 10 ans ont fluctué au cours des deux dernières années, sans tendance claire à la hausse. En fait, ils sont même plus bas aujourd'hui qu'au début de l'année 2025. Ces fluctuations des taux d'intérêt reflètent plutôt des changements dans les attentes de croissance et d'inflation, et non une détérioration de la soutenabilité de la dette.



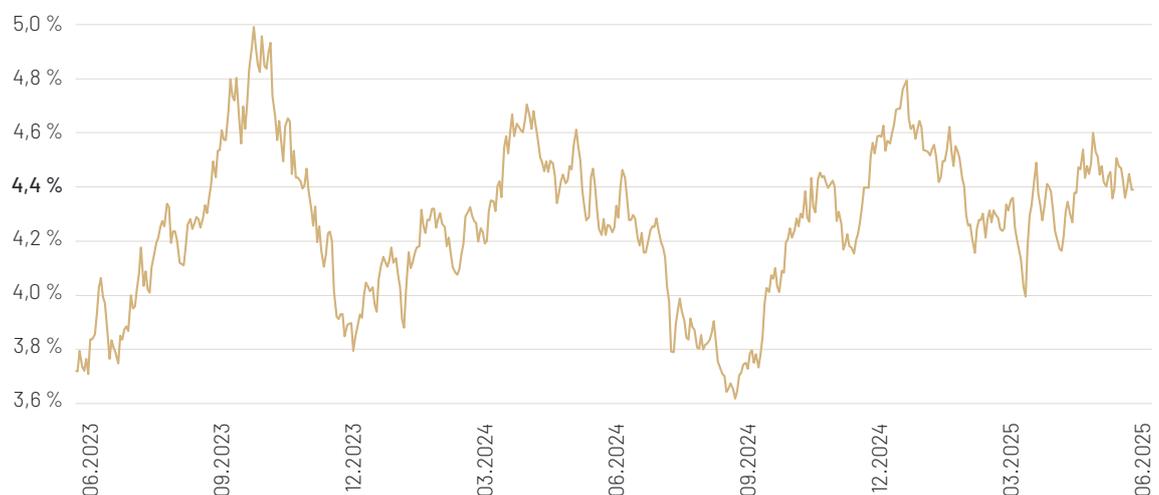
Un investisseur peut actuellement obtenir un rendement de 4,4 % (au 18 juin 2025) sur ce qui est sans doute l'un des investissements les plus sûrs et les plus liquides disponibles. En 2020, ces taux étaient inférieurs à 1 %, ce qui rend les obligations actuelles beaucoup plus attractives. Les niveaux actuels des taux d'intérêt attirent davantage d'investisseurs. Le risque de la spirale de la dette est réduit, car davantage d'investisseurs entrent sur le marché lorsque les rendements sont plus élevés. De plus, en tant que l'une des plus grandes classes d'actifs au monde, la dette américaine reste l'actif de référence pour de nombreux investisseurs institutionnels, y compris les banques centrales étrangères. Cependant, l'incertitude récente entourant les politiques américaines a érodé son statut d'« actif de réserve ».

Il y a d'autres points à considérer. Récemment, la soutenabilité de la dette américaine a largement été couverte par les médias, et de nombreux investisseurs restent sous-investis. Ce type de sous-investissement structurel déclenche souvent des hausses lorsque les investisseurs reviennent après une période de retrait. Par ailleurs, le Trésor américain pourrait émettre moins d'obligations du Trésor à long terme, ces dernières étant plus difficiles à placer sur le marché. Toutefois, une dette à plus court terme doit être refinancée plus fréquemment. À moyen terme, d'autres dynamiques pourraient émerger.

Si la détérioration budgétaire se poursuit, les « vigilantes des obligations » pourraient faire pression sur le gouvernement en augmentant les rendements des bons du Trésor, forçant Washington à réduire les déficits. Cela serait une voie plus douloureuse pour restaurer la soutenabilité de la dette. D'autres outils existent, bien que nous préférions ne pas les voir utilisés. La Fed pourrait reprendre l'achat d'obligations d'État, comme cela a été le cas au cours de la décennie précédente. Alternativement, le gouvernement pourrait contraindre des entités telles que les banques, les assureurs ou les fonds de pension à acheter davantage d'obligations. Ce sont des options indésirables, car elles équivalent à une répression financière et entraînent une mauvaise allocation du capital.

En conclusion, la soutenabilité de la dette est une préoccupation majeure et mérite un débat sérieux – aux États-Unis et ailleurs. La voie la plus prudente reste la discipline budgétaire. Les rendements actuels rendent les obligations attrayantes, bien que de nombreux investisseurs restent prudents. Si nécessaire, des outils moins souhaitables existent pour stabiliser les marchés, mais pour l'instant, nous en sommes loin. La question clé pour de nombreux investisseurs reste : quel est le rendement cible pour acheter davantage ?

GRAPHIQUE 2 : RENDEMENT SUR UNE OBLIGATION DU TRÉSOR SUR 10 ANS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Les marchés actions ont effacé leur correction printanière, portés par une stabilisation des données macroéconomiques et un sentiment de marché redevenu plus optimiste, notamment grâce à l'apaisement temporaire sur le front commercial. Mais à l'approche de la saison estivale, le manque de visibilité politique et le regain des tensions au Moyen-Orient pourraient engendrer une reprise de la volatilité, dans un marché parfois marqué par des volumes plus faibles.

EUROPE

La région bénéficie d'un environnement structurel en amélioration, avec une politique monétaire plus accommodante (assouplissement attendu de la BCE), des plans de relance budgétaire importants et une prime de valorisation toujours attractive, notamment en relatif au marché américain.

Des conditions financières plus favorables couplées à une volonté politique marquée et assumée pour une souveraineté européenne devraient être favorables aux entreprises domestiques.

Alors que les petites et moyennes capitalisations ont connu leur plus longue période de sous-performance relative en 25 ans, affectées par l'inflation, la guerre en Ukraine, la désorganisation des chaînes logistiques et la faiblesse du moteur allemand.

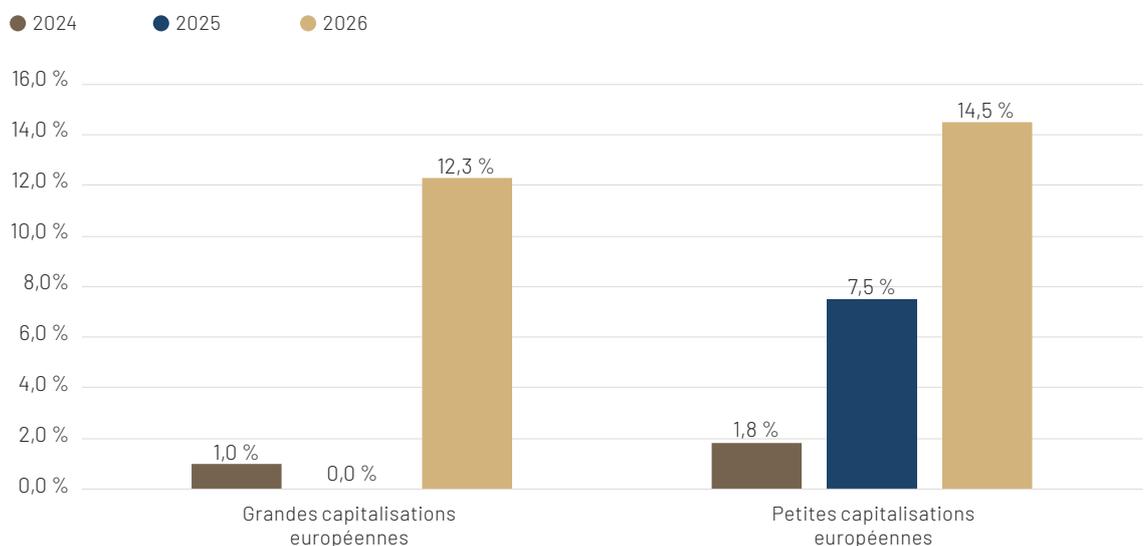
Désormais, la combinaison d'un soutien fiscal équivalent au plan Marshall (près de 1 000 milliards d'euros en 10 ans) et de baisses d'impôts prévues dès 2028 constituent des catalyseurs significatifs pour le segment.

En outre, le positionnement sur les actions européennes, notamment les petites capitalisations, reste encore faible, alors que le risque de récession s'éloigne et que l'activité des fusions-acquisitions repart à la hausse. La croissance des bénéficiaires pour les petites entreprises est également attendue en hausse pour 2026 (+14,5 %) soit près du double de la croissance anticipée sur les grandes capitalisations (graphique 3). Dans un contexte géopolitique incertain, le segment bénéficie désormais de moteurs de soutien plus structurels sur un horizon moyen terme, avec un potentiel de revalorisation attractif.



Petites capitalisations européennes :
+14,5 %
de croissance des bénéficiaires en 2026

GRAPHIQUE 3 : CROISSANCE DES BÉNÉFICIAIRES PAR ACTION DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES EUROPÉENNES, %



Sources : DPAM, Bloomberg données au 03.06.2025, Indosuez Wealth Management.



ÉTATS-UNIS

Depuis mi-avril, les marchés américains ont connu un rebond fulgurant, portés notamment par ce que les analystes surnomment le « TACO Trade »¹ – l'idée que Donald Trump finit souvent par faire marche arrière sur ses menaces. Ce phénomène a ravivé l'optimisme des investisseurs, malgré les incertitudes géopolitiques et commerciales persistantes.

La hausse du marché a également été portée par des résultats d'entreprises solides, notamment dans le secteur technologique et le soutien implicite du projet de loi « *One Big Beautiful Bill Act* » (en français : Grande et belle loi), bien que celui-ci doive encore être approuvé par le Congrès. Ce dernier propose une baisse d'impôts pour les entreprises et une augmentation substantielle des dépenses militaires et d'infrastructures, qui devraient profiter au secteur industriel et aux entreprises domestiques américaines.

Néanmoins, en toile de fond, les tensions politiques restent élevées. Trump a récemment suspendu certains droits de douane, mais le niveau global reste historiquement haut, posant un risque stagflationniste pour les États-Unis.

Enfin, les publications de résultats des entreprises pour le premier trimestre ont dépassé les attentes (+12 % en glissement annuel), mais les perspectives sont prudentes et les révisions à la baisse des bénéfices par action se poursuivent. À 22 fois les bénéfices futurs pour l'indice S&P 500, les valorisations restent élevées par rapport à leurs moyennes historiques.

ASIE

Le recul du dollar et la revalorisation des anticipations de politique monétaire de la Fed ont bénéficié aux marchés émergents. L'Asie, hors Chine, reste attractive en termes de perspectives économiques et de valorisation, notamment pour l'Inde où les fondamentaux sont plus solides et la croissance plus lisible.

En Chine, malgré un rebond récent des actions, les incertitudes tarifaires persistent et les mesures de relance se font toujours attendre, limitant à court terme la soutenabilité de la reprise.

Le Japon, quant à lui, reste très sensible à l'environnement commercial mondial. L'appréciation du yen liée à un discours plus prudent de la Banque du Japon pèse sur les exportateurs. Cependant, les valorisations sont redevenues attractives, en particulier dans le secteur bancaire, qui pourrait redonner de l'élan au marché.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Le retour de la prudence estivale amène souvent à une hausse de la volatilité durant l'été, ce qui pourrait redonner de l'attrait au style Qualité et aux valeurs défensives, notamment après le rebond considérable des valeurs de Croissance américaines. Malgré des révisions bénéficiaires plus résilientes sur les valeurs de Croissance, le style *Value* continue de bénéficier du cycle de normalisation des politiques monétaires et d'un soutien budgétaire plus marqué en Europe. Les valeurs défensives, qui ont sous-performé pendant le rebond, pourraient redevenir attractives si les taux longs venaient à monter pour de mauvaises raisons (glissement fiscal) ou l'activité économique à ralentir à nouveau.

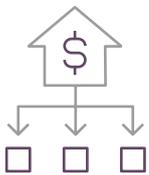
Au final, l'été pourrait offrir des opportunités pour les investisseurs actions.

1 - TACO : *Trump Always Chickens Out*, en français : Trump se dégonfle toujours.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Le recul sur le dollar américain s'est poursuivi ces dernières semaines, les investisseurs gardant une vue résolument pessimiste sur le billet vert. Certains catalyseurs macroéconomiques, géopolitiques ou de positionnement pourraient justifier d'une vue plus nuancée à court terme, mais nous gardons une vue stratégiquement négative sur le dollar, voyant de possibles rebonds comme une opportunité de diversifier nos expositions en devises. Notamment, nous continuons d'adopter une vue positive sur l'euro et l'or.



73 %
des banques
centrales
attendent une
BAISSE
des
**RÉSERVES EN
DOLLAR**

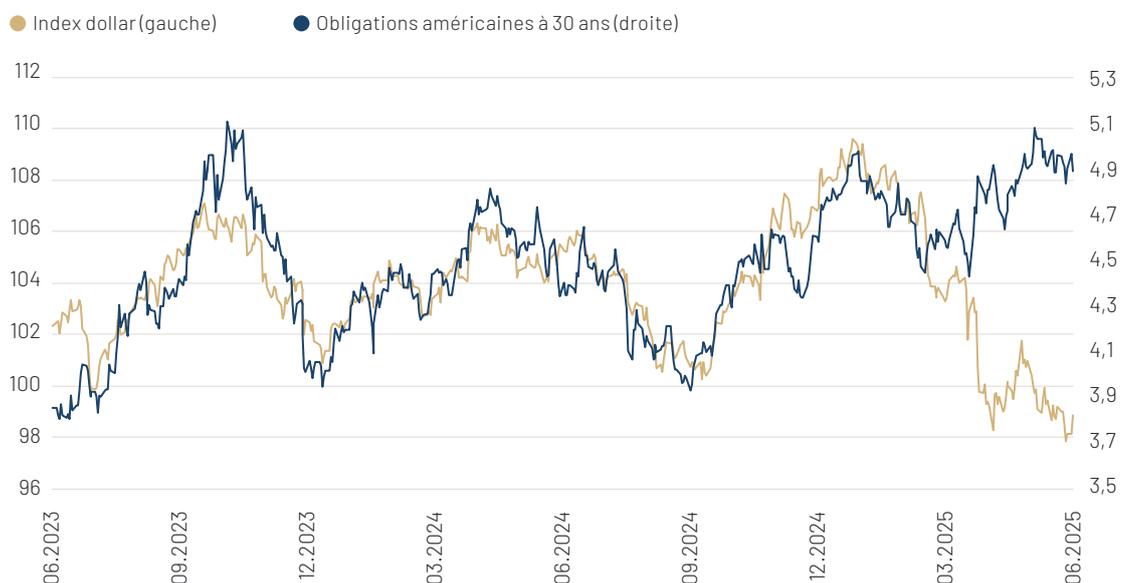
BILLET VERT : COMME UNE PIERRE QUI ROULE

Les mois se suivent et se ressemblent pour le billet vert qui a continué de reculer depuis la mi-mai, pénalisé par une dynamique d'inflation qui a surpris les investisseurs à la baisse pour le quatrième mois consécutif. La hausse des droits de douane ne représentant pour le moment une pression haussière que très limitée sur les prix à la consommation, les stratégies des entreprises (importations anticipées et compression des marges) pour contenir la hausse des prix s'étant révélées plutôt efficaces jusqu'ici.

Dans la foulée du mouvement de défiance des investisseurs internationaux envers le dollar dont nous discutons dans nos précédentes éditions, les derniers développements politiques et économiques n'ont guère amélioré le sentiment à l'égard du billet vert qui continue de reculer malgré la hausse des taux longs américains (graphique 4).

Les négociations autour du budget américain réveillent les inquiétudes des investisseurs sur la soutenabilité de la dette américaine, d'autant que le projet de loi propose de taxer les investissements internationaux - notamment en provenance de pays appliquant des systèmes de taxation jugés injustes par les États-Unis - sur certains actifs américains ne fait que s'ajouter à la désormais longue liste des narratifs de marché préjudiciables au dollar. Une chose est claire : le pessimisme autour du dollar est très élevé et les commentateurs de marché exposant une vue positive sur le dollar se font rares, cela se reflétant dans un positionnement s'étant fortement retractor ces dernières semaines. Une telle configuration pourrait possiblement apporter des supports temporaires au billet vert, notamment si le mix croissance-inflation venait à demeurer plus résilient qu'attendu aux États-Unis, poussant la Fed à ralentir son cycle de normalisation monétaire.

GRAPHIQUE 4 : DÉCOUPLAGE ENTRE LE DOLLAR ET LES TAUX LONGS AMÉRICAINS (ÉTATS-UNIS)



Sources : Reuters, Indosuez Wealth Management.



Le regain de tensions géopolitiques au Moyen-Orient pourrait également constituer un catalyseur positif dans le court terme, le dollar restant malgré tout un actif refuge privilégié en temps d'inquiétudes globales sur les marchés financiers, tandis qu'une hausse des prix du pétrole représente un choc positif sur les termes de l'échange pour les États-Unis qui restent l'un des principaux exportateurs de pétrole dans le monde.

LE GRAND RÉÉQUILIBRAGE

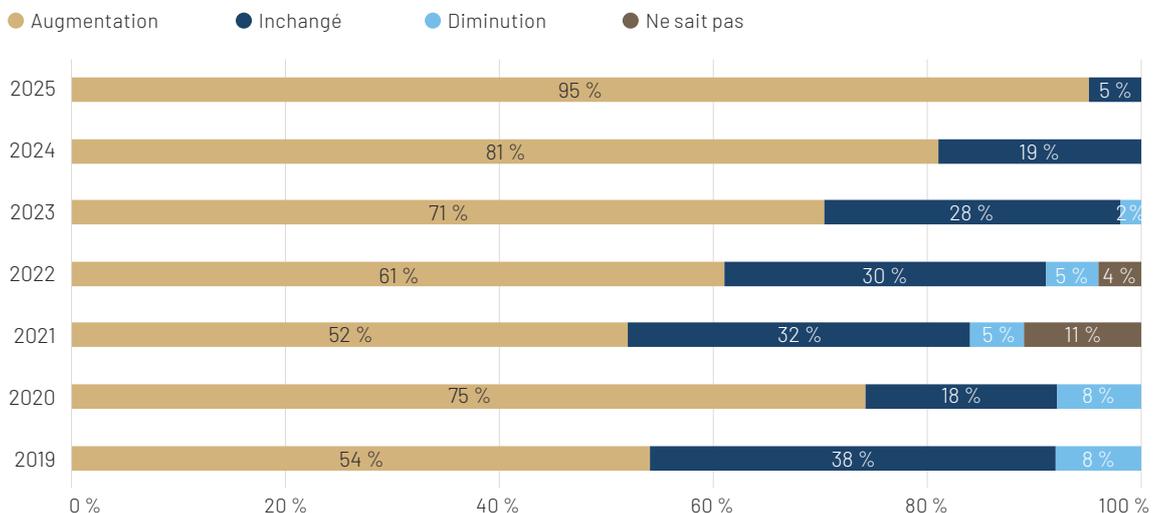
Cela dit, en prenant du recul, nous ne perdons pas de vue que le dollar, en parité de pouvoir d'achat, demeure historiquement richement valorisé et que le contexte actuel devrait favoriser un ajustement continu des portefeuilles des investisseurs, que ce soit en se diversifiant des marchés financiers américains, notamment au profit de l'Europe, mais également en augmentant les ratios de couverture du dollar. Ce mouvement, déjà observé ces dernières semaines, notamment chez certains fonds de pensions et d'assurance internationaux, pourrait continuer à peser sur le dollar.

Dans le même temps, l'enquête annuelle du World Gold Council (Conseil Mondial de l'Or) 2025² publiée courant juin révèle que près de trois quarts des banques centrales s'attendent à voir une réduction des expositions au dollar dans les réserves globales d'ici les cinq prochaines années, contre seulement 42 % en 2022. Ainsi, même si le panorama de court terme peut paraître plus nuancé que ce que pourrait laisser penser les dernières évolutions sur le dollar, nous conservons une vue négative sur le billet vert avec l'idée de profiter des possibles regains pour renforcer notre exposition en euro.

Au jeu de la diversification, le grand gagnant de ces dernières années a évidemment été l'or. Une récente publication de la BCE³ sur le rôle international de l'euro mettait en avant la part grandissante de l'or (20 %) dans les réserves des banques centrales qui a même dépassé l'euro (16 %) dans la hiérarchie des actifs, en raison de l'accumulation des banques centrales émergentes ces dernières années mais aussi grâce à la hausse stellaire du cours du métal jaune depuis 2024, celui-ci restant cependant encore loin du roi dollar qui représente encore un peu moins de la moitié des réserves (46 %).

Le même rapport du World Gold Council révèle également que 95 % des banques centrales (graphique 5) s'attendent à ce que la part d'or dans les réserves globales continue à augmenter dans les 12 prochains mois, ce qui devrait soutenir encore davantage le cours du métal jaune qui reste dans le même temps supporté par un environnement économique et géopolitique résolument incertain. Dans ce contexte, malgré un positionnement déjà élevé sur l'or, nous continuons de considérer ce dernier comme un actif de couverture attrayant dans nos portefeuilles, les creux de marché pouvant représenter des opportunités intéressantes d'augmenter la voilure.

GRAPHIQUE 5 : ÉVOLUTION ATTENDUE SUR LES RÉSERVES EN OR DES BANQUES CENTRALES DANS LES 12 PROCHAINS MOIS, %



Sources : World Gold Council, Indosuez Wealth Management.

2 - Central Bank Gold Reserves Survey 2025 | World Gold Council : <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>.

3 - The international role of the euro : <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>.



07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



ZONE EURO :
croissance de
1,1 %
EN 2025
et de
1,4 %
EN 2026

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : nous relevons nos prévisions de croissance aux États-Unis à 1,7 % pour 2025 et maintenons 1,6 % pour 2026. Les données économiques récentes témoignent d'une résilience notable, tandis que la contribution nette du commerce extérieur au PIB devrait rebondir au deuxième trimestre. En zone euro, nous anticipons désormais une croissance de 1,1 % en 2025 et de 1,4 % en 2026. Enfin, les marchés émergents devraient continuer à enregistrer des niveaux de croissance soutenus.
- **Inflation** : nous abaissons notre prévision d'inflation aux États-Unis à 3,1 % pour 2025, à la lumière des dernières publications sur l'évolution des prix outre-Atlantique. Le ralentissement des loyers devrait soutenir la désinflation, tandis que l'impact des droits de douane pourrait être retardé par rapport à nos premières estimations. Toutefois, nous restons vigilants pour la seconde partie de l'année, plusieurs enquêtes signalant que des entreprises envisagent d'augmenter leurs prix en raison des droits de douane. En zone euro, la trajectoire de désinflation apparaît plus claire : l'appréciation de l'euro et le ralentissement attendu de l'inflation salariale devraient conduire à une stabilisation de l'inflation autour de 2 %.
- **Banques centrales** : en l'absence de détérioration notable du marché de l'emploi, la Fed devrait maintenir une politique monétaire restrictive dans les mois à venir, afin d'évaluer plus précisément les impacts inflationnistes liés aux taxes douanières. Toutefois, face au ralentissement progressif de l'activité économique, nous maintenons notre prévision de deux baisses de taux d'ici la fin de l'année. En zone euro, la BCE, disposant de davantage de flexibilité, a déjà procédé à plusieurs réductions de ses taux. Nous prévoyons une dernière baisse au second semestre, avec un taux de dépôt terminal de 1,75 %.
- **Résultats d'entreprises** : la période de révisions à la baisse des prévisions bénéficiaires dans un contexte d'incertitude économique élevée semble toucher à sa fin. La saison des résultats du premier trimestre s'est révélée globalement rassurante, bien que des disparités sectorielles subsistent.

- **Environnement de risque** : si le paroxysme des tensions commerciales semble avoir été atteint début avril, les risques économiques et financiers demeurent importants. De nombreuses échéances politiques et géopolitiques pourraient raviver la volatilité sur les marchés cet été. Nous continuons de penser qu'ajouter de l'asymétrie aux portefeuilles est pertinent, d'autant que les actifs refuges traditionnels, à l'exception de l'or, ont perdu leur statut d'actifs de couverture à court terme.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Après une période de reprise notable des marchés actions, nous avons adopté une posture de prudence tactique exprimée à travers une légère sous-pondération sur les actions américaines. Les incertitudes autour de la politique américaine restent élevées et, bien que certaines tensions commerciales semblent s'apaiser, elles pourraient rapidement refaire surface. Parallèlement, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient reviennent sur le devant de la scène. Enfin, les valorisations des actions américaines apparaissent à nouveau exigeantes. Avec des échéances politiques et géopolitiques importantes à venir, nous anticipons un été volatil.
- Toutefois, nous restons prêts à redéployer nos liquidités sur une respiration de marché. L'activité économique américaine fait preuve d'une certaine résilience, alors même que des mesures de relance budgétaire sont attendues. Le positionnement des investisseurs sur les actions s'est allégé, les révisions à la baisse des croissances bénéficiaires se stabilisent, et les rachats d'actions se poursuivent. Ces éléments plaident pour un redéploiement progressif des liquidités vers les actions à moyen terme.
- À ce stade, nous continuons de privilégier les actions européennes malgré des négociations commerciales qui s'éternisent avec les États-Unis. Les flux restent favorables, les investisseurs cherchant à se diversifier hors des actifs américains, attirés par des valorisations plus



attractives et une meilleure visibilité économique. Notamment, les petites capitalisations devraient tirer parti des plans de relance, des baisses de taux de la BCE et d'une moindre exposition aux politiques commerciales américaines ou à l'appréciation de l'euro. En parallèle, les marchés émergents, notamment asiatiques, restent surpondérés au sein de nos allocations.

Obligations

- Nous maintenons une sous-sensibilité aux taux par rapport à nos indices de référence. Aux États-Unis, les incertitudes liées à la politique fiscale et aux discussions budgétaires alimentent une défiance croissante des investisseurs envers la dette américaine. Dans ce contexte, nous privilégions les emprunts d'État de la zone euro avec une préférence pour les échéances courtes qui offrent un rendement ajusté du risque plus attractif.
- Sur le segment du crédit, nous restons prudents vis-à-vis des actifs américains, le contexte macroéconomique et politique incertain justifiant une approche plus mesurée. Nous maintenons en revanche une conviction forte sur le crédit européen. Les rendements demeurent attractifs, avec une faible volatilité réalisée. Cette classe d'actifs devrait également continuer de bénéficier de flux supplémentaires à mesure que l'écart de rendement avec les fonds monétaires se creuse.

- Au sein de nos allocations libellées en dollars, nous renforçons notre conviction sur les dettes des pays émergents en devises locales. En plus d'offrir des rendements attractifs, la dépréciation du dollar face aux devises émergentes, combinée à des politiques monétaires plus accommodantes dans ces pays, constitue un soutien à la performance.

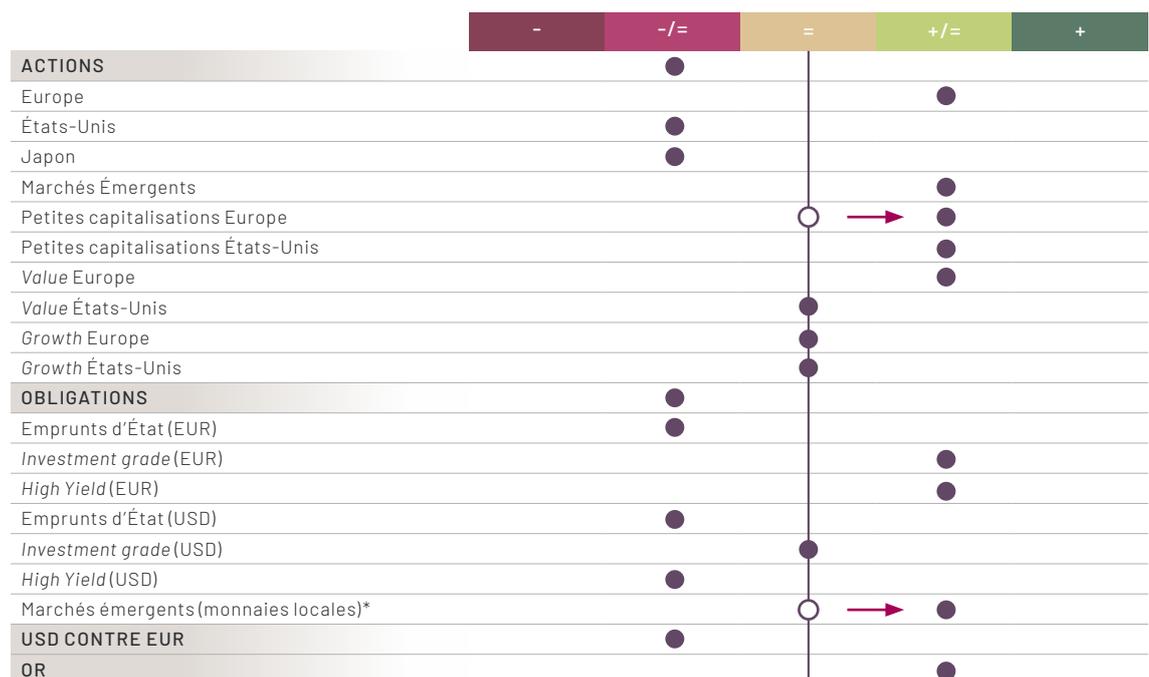
Marchés de Change

- Les débats budgétaires aux États-Unis, les négociations sur les droits de douane et la situation au Moyen-Orient devraient continuer à influencer le sentiment autour du dollar américain. Bien que la perspective d'une dépréciation de la devise américaine soit largement partagée par les investisseurs, nous maintenons une sous-pondération significative vis-à-vis de nos indices de référence. La perte temporaire du statut d'actif refuge, l'augmentation des ratios de couverture par les investisseurs institutionnels et la diversification progressive des réserves de change devraient, selon nous, continuer à exercer une pression à la baisse sur le dollar à moyen terme.
- Dans ce contexte, nous continuons de favoriser l'or qui offre la meilleure source de diversification en période d'aversion pour le risque et qui bénéficie d'une demande soutenue des banques centrales.

CONVICTIIONS CLÉS - POSITION TACTIQUE

○ Mai 2025

● Juin 2025



* Surpondération uniquement dans les grilles en USD.

Source : Indosuez Wealth Management.



08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 18 JUIN 2025



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,39 %	-20,76	-17,81
France 10 ans	3,21 %	-9,80	1,80
Allemagne 10 ans	2,50 %	-14,80	13,20
Espagne 10 ans	3,13 %	-13,50	6,90
Suisse 10 ans	0,29 %	-12,40	-3,50
Japon 10 ans	1,45 %	-6,60	36,50

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	39,57	1,36 %	9,65 %
Emprunts d'État en EUR	212,67	0,53 %	1,65 %
Entreprises haut rendement en EUR	236,78	0,67 %	2,41 %
Entreprises haut rendement en USD	374,63	1,19 %	3,61 %
Emprunts d'État américains	325,44	0,87 %	3,15 %
Entreprises émergentes	44,91	0,81 %	1,19 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9400	0,52 %	-0,01 %
GBP/USD	1,3422	0,01 %	7,24 %
USD/CHF	0,8187	-0,82 %	-9,78 %
EUR/USD	1,1480	1,31 %	10,88 %
USD/JPY	145,13	1,01 %	-7,68 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	20,14	-0,73	2,79

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	5 980,87	2,33 %	1,69 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	8 843,47	0,65 %	8,20 %
STOXX Europe 600	540,33	-2,44 %	6,44 %
Topix	2 808,35	2,76 %	0,84 %
MSCI World	3 899,46	1,82 %	5,17 %
Shanghai SE Composite	3 874,97	-1,06 %	-1,52 %
MSCI Emerging Markets	1 193,45	1,61 %	10,97 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 291,51	1,56 %	23,69 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	219,85	-2,29 %	7,68 %
MSCI Asia Ex Japan	780,56	2,15 %	10,86 %
CAC 40 (France)	7 656,12	-3,22 %	3,73 %
DAX (Allemagne)	2 3317,81	-3,34 %	17,12 %
MIB (Italie)	3 9418,61	-2,79 %	15,31 %
IBEX (Espagne)	13 923,20	-2,69 %	20,08 %
SMI (Suisse)	11 959,47	-3,40 %	3,09 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 022,00	-1,05 %	-8,37 %
Or (USD/Oz)	3 369,38	1,64 %	28,38 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	75,14	22,04 %	4,77 %
Argent (USD/Oz)	36,91	10,31 %	26,23 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 655,50	1,28 %	10,12 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,99	18,44 %	9,80 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

MARS 2025	AVRIL 2025	MAI 2025	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (18.06.2025)
4,27 %	6,26 %	6,15 %	2,76 %	23,69 %
2,12 %	1,04 %	5,69 %	2,33 %	10,97 %
0,38 %	0,86 %	5,03 %	2,15 %	10,86 %
-0,07 %	0,74 %	5,00 %	1,82 %	8,20 %
-0,16 %	0,53 %	4,02 %	1,61 %	7,68 %
-0,87 %	0,32 %	4,00 %	1,56 %	6,44 %
-2,58 %	-0,76 %	3,27 %	0,65 %	5,17 %
-4,18 %	-1,02 %	1,85 %	-1,06 %	1,69 %
-4,64 %	-1,21 %	0,91 %	-2,29 %	0,84 %
-5,75 %	-3,00 %	0,80 %	-2,44 %	-1,52 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

BCE : La Banque centrale européenne, qui régit l'euro et la politique monétaire des États membres de la zone euro.

Blockchain : Technologie de stockage et de transmission d'informations, prenant la forme d'une base de données qui a la particularité d'être partagée simultanément avec tous ses utilisateurs et qui ne dépend généralement d'aucun organe central.

BLS : Bureau américain des statistiques de l'emploi (Bureau of Labor Statistics).

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

Brent : Un type de pétrole brut doux, souvent utilisé comme référence du cours du pétrole brut en Europe.

Cycliques : Les (valeurs) Cycliques désignent des entreprises soumises aux fluctuations de l'économie. Ces entreprises enregistrent des bénéfices plus élevés lorsque l'économie est en expansion.

Défensives : Les (valeurs) Défensives désignent des entreprises relativement à l'abri des fluctuations du contexte économique.

Déflation : La déflation est l'opposé de l'inflation. À l'inverse de cette dernière, elle se caractérise en effet par une baisse durable et auto-entretenu du niveau général des prix.

Duration : Elle évalue la sensibilité d'une obligation ou d'un fonds obligataire aux variations des taux d'intérêt. Cette valeur est exprimée en années. Plus la durée d'une obligation est longue, plus son cours est sensible aux variations des taux d'intérêt.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) : Terme anglo-saxon désignant les bénéfices générés avant la prise en compte des intérêts financiers et des impôts. Ce ratio, qui correspond à la notion de résultat d'exploitation, est calculé en soustrayant les dépenses hors exploitation aux bénéfices.

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation) : Ce ratio est calculé en rajoutant les intérêts financiers, les impôts, la dépréciation et les charges d'amortissement aux bénéfices. Il est utilisé pour mesurer la rentabilité du cycle d'exploitation de l'entreprise avant les dépenses hors exploitation et les charges hors caisse.

Économie d'échelle : Baisse du coût unitaire d'un produit qu'obtient une entreprise en accroissant la quantité de sa production.

ESG : Système de notation extra-financière des entreprises sur les piliers Environnement, Social et Gouvernance qui permet d'évaluer la soutenabilité et l'impact éthique d'un investissement dans une société.

Fed : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis.

FMI : le Fonds monétaire international.

FOMC (Federal Open Market Committee) : Il est l'organe de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.

GIEC : Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat.

Growth : Le style *Growth* désigne des entreprises dont le chiffre d'affaires et les bénéfices devraient croître à un rythme plus rapide que la moyenne du marché. Les actions *Growth* se caractérisent généralement par des valorisations supérieures à celle du marché dans son ensemble.

IDA : Indice des directeurs d'achat, PMI (Purchasing Manager Index) en anglais.

Indice de surprises économiques : Mesure le niveau de variation des données macroéconomiques publiées par rapport aux anticipations des prévisionnistes.

IPC (indice des prix à la consommation) : Cet indice estime le niveau général des prix auquel est confronté un ménage type sur la base d'un panier de consommation moyen de biens et de services. Il est l'instrument de mesure de l'inflation le plus couramment utilisé.

IPT (Instrument de protection de la transmission) : Cet instrument complétant la boîte à outils de l'Eurosystème peut être activé par la BCE pour contrer les évolutions injustifiées et désordonnées du marché si celles-ci constituent une menace sérieuse pour la transmission harmonieuse de la politique monétaire au sein de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé cet instrument le 21 juillet 2022.

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

ISM : Institute for Supply Management, Institut pour la gestion de l'approvisionnement en français.

ISR : Investissement socialement responsable.

Métavers : Un métavers (de l'anglais *metaverse*, contraction de *meta* univers, c'est-à-dire *méta-univers*) est un monde virtuel fictif. Le terme est régulièrement utilisé pour décrire une future version d'Internet où des espaces virtuels, persistants et partagés sont accessibles via interaction 3D.

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

OPEP : Organisation des pays producteurs de pétrole composée de 14 membres.

OPEP+ : Organisation constituée des pays de l'OPEP et de 10 autres pays producteurs, dont la Russie, le Mexique et le Kazakhstan.

OMC : Organisation mondiale du commerce.

PIB (produit intérieur brut) : Mesure le niveau de production de biens et services d'un pays au cours d'une année par les agents résidant à l'intérieur du territoire national.

Point de base (pb) : 1 point de base = 0,01 %.

Point mort d'inflation (ou « inflation breakeven » en anglais) : Niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation (de maturité et de qualité identiques). En d'autres termes, c'est le niveau d'inflation pour lequel un investisseur est indifférent entre la détention d'une obligation nominale ou d'une obligation indexée sur l'inflation. Il représente ainsi les anticipations d'inflation sur une zone géographique pour une certaine maturité.

Policy mix : Stratégie économique qu'un État adopte en fonction de la conjoncture et de ses objectifs, consistant principalement à combiner politique monétaire et politique budgétaire.

Pricing power : Expression anglo-saxonne désignant la capacité d'une entreprise ou d'une marque à augmenter ses prix, sans que cela n'affecte la demande pour ses produits.

Qualité : Le style *Qualité* désignent des entreprises affichant des bénéfices plus élevés et plus réguliers associés à un faible endettement, ainsi que d'autres indicateurs de stabilité des bénéfices et de bonne gouvernance. Les actions de *Qualité* se caractérisent par un rendement élevé des capitaux propres, un ratio dette/capitaux propres raisonnable et une moindre variabilité des bénéfices.

Quantitative easing QE (Assouplissement quantitatif) : Instrument de politique monétaire par l'intermédiaire duquel la banque centrale acquiert des actifs, par exemple des obligations, afin d'injecter des liquidités dans l'économie.

SEC (Securities and Exchange Commission) : Organisme fédéral américain indépendant en charge du bon fonctionnement des marchés financiers.

Spread (pour Spread de crédit) : Correspond à l'écart entre deux actifs, généralement entre les taux d'intérêt, par exemple entre le taux d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État.

Stagflation : La *stagflation* désigne une situation dans laquelle une inflation élevée coexiste avec une stagnation de la production économique.

Stagnation séculaire : La stagnation séculaire fait référence à une période prolongée de faible croissance ou de non-croissance économique.

Taux swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : Mesure du marché de ce que seront les anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans. Il donne une fenêtre sur la façon dont les anticipations d'inflation peuvent changer à l'avenir.

Trump Put : Perception des investisseurs selon laquelle la politique économique et les déclarations du président Trump pourraient influencer les marchés actions de manière à en limiter la baisse.

Value : Le style *Value* désigne des entreprises qui se négocient avec une décote par rapport à leurs fondamentaux. Les actions *Value* se caractérisent par un rendement du dividende élevé et de faibles ratios cours/valeur comptable et cours/bénéfices.

VIX : Indice de volatilité implicite de l'indice S&P 500. Il mesure les anticipations des opérateurs sur la volatilité à 30 jours sur la base des options contractées sur l'indice.



AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « Monthly House View » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail d'Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Brochure n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Brochure n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables.

Le présent document ne constitue ni ne contient une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un instrument et/ou un service financier, quel qu'il soit. De même, il ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. En aucun cas ce document n'affirme qu'un investissement ou une stratégie est adapté et approprié à une situation individuelle ou qu'un investissement ou une stratégie constitue un conseil en investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futurs.

Les risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Avant toute transaction, vous devez consulter votre conseiller et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou les revenus de l'investissement après conversion dans la monnaie de référence de l'investisseur.

CA Indosuez, société de droit français, maison mère de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales ou entités apparentées, à savoir CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, leurs propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres entités de Indosuez Wealth Management sont désignés individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

Les Entités ou leurs actionnaires et plus généralement les entreprises du groupe Crédit Agricole (le Groupe) ainsi que, respectivement, leurs mandataires sociaux, dirigeants ou employés peuvent, en leur nom personnel ou au nom et pour le compte de tiers, réaliser des transactions sur les instruments financiers présentés dans la Brochure, détenir d'autres instruments financiers liés à l'émetteur ou au garant de ces instruments financiers, ou fournir ou chercher à fournir des services concernant les titres, des services financiers ou tout autre type de service pour ou à partir des Entités. Lorsqu'une Entité et/ou une entité du Groupe Crédit Agricole agit en tant que conseiller et/ou gérant, administrateur, distributeur ou agent de placement pour certains produits ou services mentionnés dans la Brochure, ou exécute d'autres services dans lesquels une Entité ou le Groupe Crédit Agricole détient ou est susceptible de détenir un intérêt direct ou indirect, votre Entité accorde la priorité à l'intérêt de l'investisseur.

Certains investissements, produits et services, y compris la garde des titres, peuvent être soumis à des restrictions légales et réglementaires ou ne pas être disponibles dans le monde entier sans restriction, compte tenu de la législation de votre pays d'origine, de votre pays de résidence ou de tout autre pays avec lequel vous pourriez avoir des liens. En particulier, les produits et services présentés dans la Brochure ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis et du Canada. Ces produits ou services peuvent être fournis par les Entités selon leurs prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve de leur licence. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

Veillez contacter votre chargé de relations clientèle pour plus d'informations.

Chaque entité met la Brochure à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 853 571 130 euros, maison mère du groupe Indosuez et établissement bancaire de plein exercice agréé pour la fourniture de services d'investissement et l'activité de courtage en assurance, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635 (numéro individuel d'identification d'assujetti TVA : FR 075 72 17 16 35) ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., dont le siège social est situé 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, autorisée par et soumise au contrôle prudentiel de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), 283 route d'Arion, L-2991 Luxembourg, site Internet www.cssf.lu, tél. (+352) 26251-1, et de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de leurs compétences respectives.

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1 S, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe).
 - la Banque Degroof Petercam SA, située Rue de l'Industrie 44 B-1040 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre des Entreprises sous le numéro 0403 212 172, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques no. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au Portugal** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal basée à Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, inscrite à la Banque du Portugal sous le numéro 282, code fiscal 980814227 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente Brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente Brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente Brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;
- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Nayef & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Brochure ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photo : Alexandre Drabowicz.

Achévé de rédiger le 20.06.2025.

