

MONTHLY HOUSE VIEW

Août-Septembre 2025

Temps chaud, guerre froide

• Table des matières

01•	Éditorial TEMPS CHAUD, GUERRE FROIDE	P3
02•	Focus SYNTHÈSE ESTIVALE : PRODUCTIVITÉ EUROPÉENNE, PRESSION BUDGÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS	P4
03•	Macroéconomie LES APPARENCES SONT TROMPEUSES	P6
04•	Obligations INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE AMÉRICAINE MENACÉE ?	P8
05•	Actions UN REBOND SOLIDE MAIS DES RISQUES LATENTS	P10
06•	Devises EURO : LE MAILLON MANQUANT	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Deputy Global Head of
Investment Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Alors que les tensions commerciales s'intensifient cet été, l'actualité reste brûlante. En l'espace d'un an, le taux effectif des droits de douane américains a explosé, passant de 2,5 % à environ 15 %, et ce, avant même l'entrée en vigueur de nouvelles salves de l'été. Résultat ? Une double peine pour les consommateurs américains : des prix plus élevés sur les produits importés, à la fois en raison des droits de douane et, d'une moindre mesure, de la dépréciation du dollar. Cette pression se traduit par une inflation en hausse, atteignant 2,7 % en juin, avec une accélération attendue dans les mois à venir, quoique moins marquée qu'initialement prévue.

Sur le plan géopolitique, les États-Unis intensifient leur offensive commerciale en direction de l'Asie du Sud-Est. Certains pays de la région subissent désormais des droits de douane pouvant grimper jusqu'à 40 %, un coup indirect porté à la chaîne d'approvisionnement chinoise. En ligne de mire : le transbordement, une pratique où des marchandises majoritairement fabriquées en Chine transitent par un pays tiers avant d'être exportées vers les États-Unis. La dynamique du Vietnam en est l'illustration. Profitant des tensions sino-américaines, ce pays a vu sa production manufacturière bondir de 70 % en huit ans, avec une corrélation quasi parfaite entre la hausse de ses importations venant de Chine et l'explosion de ses exportations vers les États-Unis.

Pour aller plus loin, Donald Trump s'attaque aux pays alignés sur les politiques « anti-américaines » des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud). La menace ? Des droits de douane supplémentaires pour ceux soutenant des initiatives comme BRICS Pay, un système de paiement international basé sur la blockchain visant à court-circuiter SWIFT et à privilégier les monnaies locales. Donald Trump mentionne : « Si nous perdions le dollar comme monnaie de réserve mondiale, ce serait comme perdre une guerre mondiale. » Dans ce contexte géopolitique tendu, nous suivrons avec attention la quatrième conférence sur les rôles à l'international du dollar, organisée par la Réserve fédérale (Fed), qui se tiendra le 25 septembre à New York. Au programme, entre autres, un focus sur les paiements transfrontaliers.

Enfin, Donald Trump hausse le ton sur le conflit en Ukraine. Il menace d'imposer des droits de douane secondaires de 100 % si un cessez-le-feu n'est pas trouvé d'ici le 2 septembre. Ces sanctions, qui posent questions quant à leur implémentation, pourraient frapper le secteur de l'énergie, comme le pétrole, en ciblant les partenaires commerciaux clés de la Russie, notamment la Chine et l'Inde.

Donald Trump, en quête du prix Nobel de la paix, affiche un double visage : d'un côté, il prône la fin des conflits ouverts, et de l'autre, il accélère une nouvelle guerre froide avec la Chine. Le constat est juste : la suprématie américaine et celle du dollar sont menacées. Mais sa réponse, axée sur des droits de douane massifs, pourrait s'avérer contre-productive, frappant d'abord le portefeuille des Américains. Le « *One Big Beautiful Bill Act*¹ » pourrait remettre du carburant dans le moteur américain mais les revenus générés par les droits de douane risquent d'être insuffisants pour dissiper les inquiétudes des investisseurs concernant les finances publiques des États-Unis.

Pourtant, l'économie mondiale, tout comme celle des États-Unis, reste solide. Selon le Fonds Monétaire International (FMI), seuls 5 % des pays dans le monde sont menacés de récession, un niveau historiquement bas depuis 2007. Le chômage dans les pays de l'OCDE atteint également un creux historique à 5 %, tandis que les bénéfices des entreprises bondissent de 7 % sur un an au premier trimestre, tirant les marchés boursiers vers de nouveaux sommets dans la plupart des économies avancées.

Dans cette édition nous vous invitons notamment à approfondir le sujet sur les tensions budgétaires aux États-Unis et ferons un focus sur l'Europe à la fois sur le défi de la productivité et sur l'avenir de la monnaie unique alors que la zone euro s'apprête à accueillir son 21^e membre ; la Bulgarie.

Bonne lecture !

1 - En français : Grande et belle loi.



SYNTHÈSE ESTIVALE : PRODUCTIVITÉ EUROPÉENNE, PRESSION BUDGÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



Hans BEVERS
Chief Economist
Degroof Petercam

L'été se prête rarement à une efficacité optimale ou à une gestion budgétaire rigoureuse. Cependant, il offre l'opportunité de prendre du recul et d'avoir une vue d'ensemble. Dans cet article, nous examinons à la fois le défi de productivité en Europe et la situation budgétaire tendue aux États-Unis.



PRODUCTIVITÉ

depuis la pandémie :

+2 %

en zone euro,

+10 %

aux États-Unis

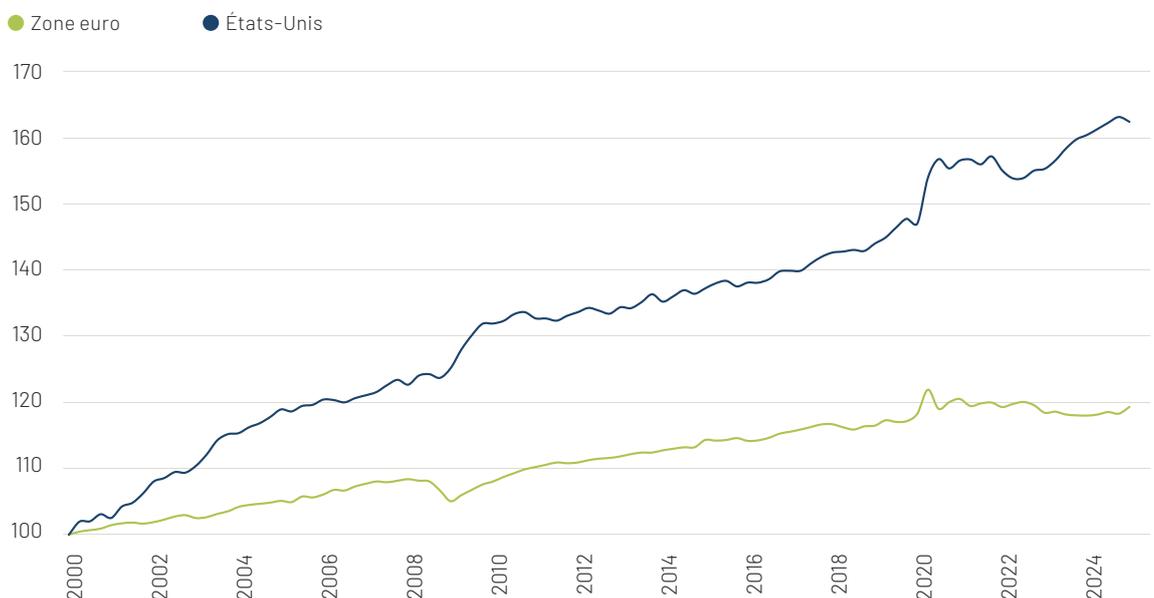
LES DÉCIDEURS EUROPÉENS EN QUÊTE DE PRODUCTIVITÉ ACCRUE

Au cours des six derniers mois, le sentiment à l'égard de l'Europe a connu une transformation positive. Les initiatives sous l'administration Trump ont poussé l'Allemagne à dévoiler des plans d'investissement substantiels dans les infrastructures, accompagnés d'une initiative paneuropéenne visant à augmenter les dépenses de défense. Bien que cet élan politique, longtemps attendu, soit bienvenu, il ne signifie pas que les défis structurels qui limitent le potentiel économique de l'Europe ont été résolus. Plusieurs États membres continuent de faire face à une situation budgétaire précaire. Parallèlement, les exportateurs européens sont exposés à la résurgence de politiques protectionnistes aux États-Unis et à une pression concurrentielle croissante de la Chine.

Cela dit, le défi majeur réside sans doute dans l'accroissement de la productivité. Depuis le début de la pandémie, la productivité du travail dans la zone euro n'a augmenté que de 2 %, un contraste frappant avec la situation aux États-Unis, où cette dernière a progressé de 10 %. Ce constat s'ajoute à deux décennies de creusement de l'écart de productivité entre les deux régions (graphique 1).

Bien sûr, la productivité n'est pas tout dans la vie. Mais dans un contexte de transition énergétique, de populations qui vieillissent rapidement, de tensions géopolitiques et de contraintes budgétaires, une réaccélération de la croissance de la productivité pourrait rendre les choses plus simples. Un large consensus, soutenu par les rapports Letta et Draghi (2024), affirmant que la faible croissance de la productivité en Europe résulte d'un marché insuffisamment intégré et manquant de profondeur et d'échelle.

GRAPHIQUE 1 : PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL (PRODUCTION PAR HEURE TRAVAILLÉE, INDICE RÉEL T1 2000 = 100)



Sources : Eurostat, Bureau américain des statistiques du travail, Indosuez Wealth Management.



Achever le marché unique sera donc crucial pour libérer pleinement le potentiel de croissance de l'Europe et l'euro (voir l'article Devises en page 12). Il existe une marge de manœuvre pour éliminer les barrières internes au commerce. Une analyse du Fonds Monétaire International (FMI) montre que les coûts commerciaux au sein de l'Europe équivalent à un droit de douane de 44 % dans le secteur manufacturier – trois fois supérieurs aux 15 % observés entre les États américains – et atteignent jusqu'à 110 % dans les services. Les marchés fragmentés de biens et de services freinent les gains de productivité et les investissements des entreprises. Compléter le marché unique inclut également l'intégration des marchés de capitaux et la création d'un actif sûr, européen. Combinés à des investissements publics et de défense mieux coordonnés, ces éléments ne sont pas un luxe, alors que les États-Unis et la Chine redoublent d'efforts dans les politiques industrielles et l'intelligence artificielle (IA). En d'autres termes, pour avoir un impact significatif, l'échelle devra être européenne plutôt que nationale. La question reste de savoir si les décideurs européens sauront dépasser les contraintes nationales et aider les citoyens à s'inscrire dans une vision plus large et ambitieuse pour l'Europe.

UN BUDGET FÉDÉRAL AMÉRICAIN EN DÉCALAGE AVEC L'ÉTAT DE L'ÉCONOMIE

Dans un contexte où la démocratie est mise à l'épreuve par une polarisation politique profondément enracinée, le statut de valeur refuge des États-Unis est de plus en plus remis en question, parallèlement à des discussions intenses sur l'état des finances publiques américaines. Bien que l'alarmisme fiscal lié directement aux implications du « *One Big Beautiful Bill Act* » semble exagéré – avec des revenus supplémentaires provenant des droits de douane susceptibles de compenser en grande partie l'augmentation du déficit – la volonté politique de s'attaquer au budget reste totalement absente. Ce qui inquiète, ce n'est pas seulement la taille du déficit – qui dépasse 6 % du PIB – mais le fait qu'il persiste alors que l'économie américaine fonctionne presque à plein emploi. De plus, le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans, à 4,4 %, se situe près du niveau attendu pour la croissance nominale du PIB dans les années à venir. Il n'est donc pas surprenant que les finances publiques américaines soient devenues un sujet de recherche académique croissant.

Le déficit primaire actuel (environ 3 % du PIB), combiné à des taux d'intérêt structurellement plus élevés et à des coûts croissants liés au vieillissement de la population, laisse présager des niveaux d'endettement en hausse constante au cours de la prochaine décennie. Les inquiétudes liées à l'augmentation massive des émissions de bons du Trésor ont déjà poussé à la hausse la prime de terme cette année. Compte tenu de son faible niveau, d'un point de vue historique, et de la situation budgétaire actuelle, le risque de pressions supplémentaires à la hausse ne peut être écarté.

Soyons clairs, une crise budgétaire n'est pas inévitable. Un plan budgétaire crédible pourrait rapidement apaiser les inquiétudes des investisseurs. Malheureusement, un tel plan n'existe pas, et le paysage politique polarisé actuel offre peu d'espoir en ce sens. En outre, la question se pose de savoir dans quelle mesure le statut de « privilège exorbitant » continue d'offrir une protection dans un contexte où la confiance dans les politiques intérieures et étrangères américaines pourrait s'éroder davantage. Certes, les craintes d'un engrenage incontrôlable doivent être relativisées par le fait que le gouvernement américain émet sa dette dans sa propre monnaie. Cela signifie qu'il peut toujours trouver les moyens de rembourser ses créanciers et d'éviter une crise de liquidité auto-réalisatrice. Cependant, cela ne protège pas l'économie des effets potentiellement négatifs à venir. Une intervention de la Fed pour contenir les taux d'intérêt pourrait, si la stabilité des prix est jugée moins prioritaire, alimenter les anticipations d'inflation, tandis qu'une répression financière risque de freiner l'investissement privé et la consommation. Bien qu'impopulaire, une approche budgétaire traditionnelle (réduction des dépenses, augmentation des impôts ou une combinaison des deux) pour résoudre le problème pèserait également sur l'activité économique.

En somme, le contexte économique et politique actuel suggère que les préoccupations concernant les finances publiques américaines ne sont pas infondées. Une crise de la dette imminente semble peu probable, mais le thème de la vulnérabilité budgétaire des États-Unis devrait rester d'actualité dans les années à venir.



Bénédicte KUKLA
Chief Strategist

Bien que l'inflation des États-Unis ait été révisée à la baisse à court terme, reflétant les tendances récentes, une réaccélération temporaire reste attendue dans les mois à venir – bien que dans une moindre mesure que prévu initialement. Cela contraste fortement avec les perspectives en Europe, et surtout en Chine, où les dynamiques inflationnistes restent plus modérées.

ÉTATS-UNIS : INFLATION, QUELLE INFLATION ?

Après un ralentissement au premier trimestre, la croissance du PIB américain au second trimestre devrait être soutenue par une inversion de la contribution du commerce net. Globalement, les prévisions de croissance du PIB pour 2025 restent inchangées à 1,7 % en 2025 et 1,6 % en 2026. Cependant, notre analyse de l'inflation a évolué. L'inflation a été inférieure aux attentes pendant quatre mois consécutifs et s'est alignée sur les prévisions en juin (à 2,7 %). Nous avons révisé nos prévisions annuelles d'inflation à 2,9 % pour 2025 (contre 3,1 %) et 2,8 % pour 2026 (contre 2,9 %). Bien que ces révisions ne soient pas drastiques, elles reflètent une moindre répercussion des droits de douane sur les prix à la consommation. Selon les enquêtes des Réserves fédérales de New York et d'Atlanta, seuls 50 % des droits de douane sont répercutés sur les consommateurs, le reste semble être absorbé par les marges des entreprises et la baisse des prix à l'importation (notamment dans le secteur de l'habillement).

Malgré ce répit à court terme, nous prévoyons une hausse temporaire de l'inflation au second semestre 2025 et au premier semestre 2026. Les enquêtes auprès des entreprises suggèrent que les pressions sur les prix pourraient réapparaître à mesure que le marché du travail se resserre et que la demande se stabilise. Cependant, le rééquilibrage du marché du travail – avec une modération des embauches et un taux de chômage attendu autour de 4,5 % dans les mois à venir – devrait contribuer à ancrer les anticipations d'inflation et limiter les effets de second tour sur les salaires.

Sur le plan de la politique monétaire, la Réserve fédérale (Fed) adoptera une approche prudente, les marchés anticipant désormais une position plus accommodante. Nous prévoyons deux baisses des taux d'intérêt en 2025, ramenant le taux des fonds fédéraux à 4 % d'ici la fin de l'année, et deux baisses supplémentaires en 2026 pour atteindre 3,5 %, avec des risques orientés vers davantage de réductions. Cela reflète la conviction de la banque centrale que ce choc inflationniste sera temporaire et que l'économie pourra supporter un assouplissement graduel des conditions monétaires.

Pendant ce temps, les bilans des ménages et des entreprises restent solides, les conditions financières favorables et les chaînes d'approvisionnement résilientes face aux perturbations tarifaires. Les ventes au détail aux États-Unis ont rebondi en juin (+0,6 sur le mois, contre 0,1 % attendu), témoignant de la résilience des consommateurs. Un ralentissement de la croissance est attendu à la fin de 2025, mais il ne devrait pas plonger l'économie en récession, avec une reprise de la croissance prévue en 2026. Cependant, des risques subsistent, notamment la possibilité de baisses de taux supplémentaires si la croissance ralentit plus que prévu. Par ailleurs, le récent « *One Big Beautiful Bill Act* » a suscité des inquiétudes quant à la trajectoire de la dette américaine, bien qu'il ne soit pas censé apporter un stimulus budgétaire très significatif à court terme.



ÉTATS-UNIS :

environ
50 %

des droits de douane
répercutés sur les
consommateurs



ZONE EURO : UNE CROISSANCE SURPRISE, MAIS LA PRUDENCE RESTE DE MISE

De l'autre côté de l'Atlantique, la zone euro a bénéficié d'un regain de croissance inattendu. Notre prévision de PIB pour 2025 a été révisée à la hausse de 10 points de base (pb) pour atteindre 1,2 %, tandis que la croissance pour 2026 reste stable à 1,4 %, au-dessus des attentes du consensus. Ce rebond de la croissance s'accompagne toutefois d'une réserve : une grande partie de cette dynamique semble liée à une anticipation des exportations européennes par les États-Unis avant la mise en place de nouveaux droits de douane. La durabilité de cet élan à court terme reste donc incertaine. La volatilité potentielle de la croissance du PIB irlandais constitue, notamment, un risque baissier pour la croissance de la zone euro au second trimestre, avant que le plan de relance budgétaire allemand ne commence à produire ses effets fin 2025.

L'Allemagne, redevenue la locomotive économique de l'Europe, devrait bénéficier des nouvelles réformes fiscales proposées en mai et qui entrera en vigueur dès 2025. Les enquêtes conjoncturelles montrent une résilience relative de l'économie allemande : l'indice IFO des attentes a progressé à 90,70 points en juin 2025, contre 89 points en mai, dépassant les prévisions de 90.

L'inflation dans la zone euro devrait rester stable à 2 % en 2025 et 2026, reflétant des progrès continus vers la stabilité des prix. La Banque centrale européenne (BCE) devrait réduire son taux directeur à 1,75 % en 2025, avec une menace persistante des droits de douane qui pourrait justifier une réduction supplémentaire de 25 pb dans un contexte de commerce mondiale difficile.

Sur le front de la désinflation, plusieurs facteurs – notamment un euro fort, une croissance modérée des salaires, des prix du pétrole relativement bénins et des reprécipitations tarifaires limitées de l'UE – devraient contribuer à contenir les pressions inflationnistes.

CHINE : STABILITÉ, MAIS À UN RYTHME PLUS LENT

Le parcours économique de la Chine reste stable, avec une croissance du PIB prévue à 4,5 % pour 2025 et 2026. Le gouvernement continue de privilégier la consommation et l'investissement technologique pour renforcer la productivité et garantir la stabilité à long terme. L'excédent commercial de la Chine a atteint 114,77 milliards de dollars en juin 2025, soutenu par une hausse des exportations de 5,8 % supérieure aux prévisions, dans un contexte d'allègement temporaire des pressions tarifaires avant l'échéance des droits de douane américains d'août. Cependant, l'inflation en Chine a été révisée à la baisse de manière significative. La croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) est désormais attendue à seulement 0,5 % en 2025 (contre 1,4 %) et 1 % en 2026 (contre 1,5 %). Ces ajustements reflètent une déflation persistante des prix à la production et des pressions inflationnistes plus faibles que prévu.

Alors que le stimulus budgétaire devrait s'atténuer, la Banque populaire de Chine reste bien positionnée pour fournir un soutien monétaire, avec une nouvelle réduction de 50 pb anticipée en 2025. La capacité de la Chine à maintenir sa croissance repose sur l'accent stratégique du gouvernement sur la consommation et l'innovation, malgré des vents contraires externes.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2026, %

● Prévisions à la baisse depuis le dernier numéro

● Prévisions à la hausse depuis le dernier numéro

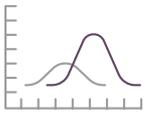
	PIB			INFLATION		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
États-Unis	2,8 %	1,7 %	1,6 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %
Zone euro	0,8 %	1,2 %	1,4 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %
Chine	5,0 %	4,5 %	4,5 %	0,2 %	0,5 %	1,0 %
Monde	3,2 %	2,8 %	2,9 %	-	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.



Alexander BELL
Fixed Income Portfolio Manager

Le marché obligataire américain a eu beaucoup à digérer ces derniers mois : les droits de douane et le débat sur leur impact sur l'inflation, l'adoption de la loi « *One Big Beautiful Bill Act* » (le projet phare de politique intérieure du président Trump qui garantit des déficits budgétaires élevés à perte de vue), et le flot habituel de publications mensuelles de données économiques.



Rendement du
Trésor américain à
10 ANS
stable à
4,2 % - 4,6 %

Malgré l'afflux de nouvelles, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans—sans doute le taux d'intérêt le plus important au monde—est resté remarquablement stable, évoluant dans une fourchette étroite d'environ 4,2 % à 4,6 % depuis fin avril.

Alors que nous continuons à débattre en interne des catalyseurs susceptibles de provoquer une sortie durable de cette fourchette—soit en dessous de 4,2 %, soit au-dessus de 4,6 %—un risque majeur inquiète les participants au marché obligataire : la possibilité que le président Trump limoge Jerome Powell, président de la Réserve fédérale (Fed). Un tel événement remettrait sérieusement en question l'indépendance de la Fed, un pilier de la politique monétaire américaine depuis des décennies. Ce scénario représente un risque typique de « cygne gris² » : improbable, mais avec des conséquences potentiellement significatives.

Même lors de son premier mandat présidentiel, il est clair que Donald Trump et Jerome Powell n'étaient pas sur la même longueur d'onde. Cependant, les attaques contre le président de la Fed se sont considérablement intensifiées sous Donald Trump 2.0. En 2019, elles se limitaient à des critiques relativement inoffensives, comme des remarques sur les compétences de Jerome Powell au golf. Ces derniers mois, cependant, Donald Trump et ses alliés ont redoublé de pressions pour obtenir une baisse des taux d'intérêt. Face à l'indifférence de Jerome Powell, ils ont publiquement exigé sa démission (bien que son mandat de quatre ans se termine bientôt, en mai 2026). Cette campagne a culminé le mercredi 16 juillet, lorsqu'une information largement relayée affirmait que Donald Trump préparait activement le licenciement de Jerome Powell.

Bien que Donald Trump soit revenu sur ses propos une heure plus tard, nous avons eu un aperçu de la réaction du marché dans ce scénario : les rendements à court terme de la courbe des bons du Trésor américain ont baissé, reflétant la probabilité qu'un nouveau président nommé par Donald Trump soit plus enclin à réduire les taux d'intérêt rapidement. Cependant, les rendements à long terme (10 ans et au-delà) ont augmenté, entraînant un fort redressement de la courbe des taux.

Plusieurs raisons convaincantes expliquent pourquoi une telle décision pourrait se retourner contre son initiateur :

DES DÉFIS JURIDIQUES DE TAILLE

Le président des États-Unis n'a pas le pouvoir de révoquer le président de la Fed sans motif valable, tel qu'un manquement, une faute ou une négligence dans l'exercice de ses fonctions. C'est peut-être pourquoi les critiques récentes à l'encontre de Jerome Powell incluent des allégations de mauvaise gestion concernant le projet de rénovation du bâtiment de la Réserve fédérale.

LA FED, UNE INSTITUTION COLLÉGIALE

Le taux des fonds fédéraux américains est fixé par un comité de 12 membres votants, et non uniquement par son président. Selon les dernières minutes de la Fed, la grande majorité des membres du comité soutiennent le maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel en attendant une meilleure compréhension de l'impact des droits de douane sur l'inflation. Il semble difficile qu'un nouveau président plus « accommodant » puisse convaincre le comité de renverser complètement sa position.

2 - Un « cygne gris » est un concept décrivant un événement à faible probabilité mais à fort impact, qui est prévisible mais ni largement anticipé ni préparé.



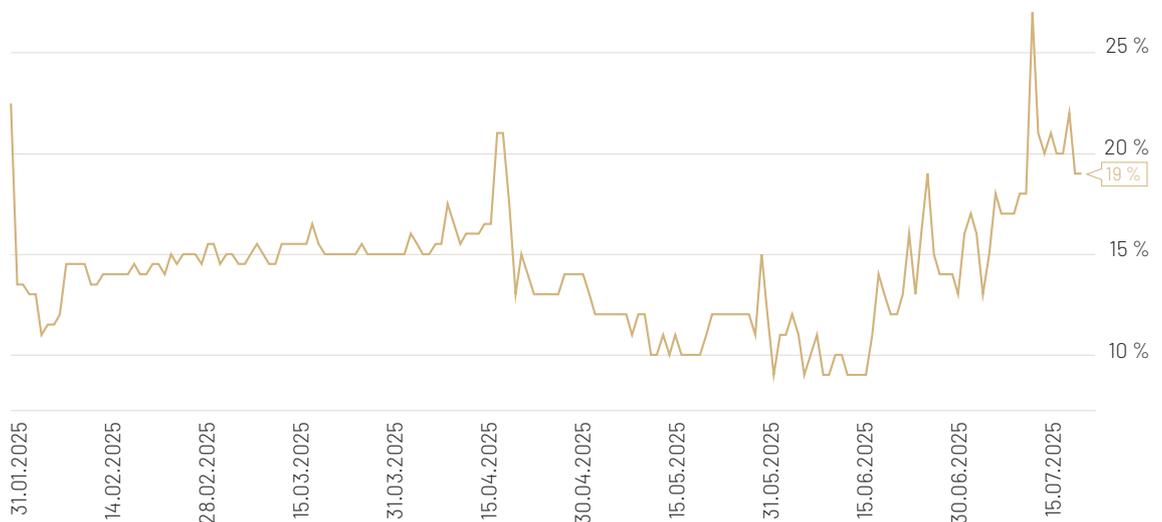
DES CONSÉQUENCES CONTRE-PRODUCTIVES

Si les taux d'intérêt à court terme sont fortement influencés par la politique monétaire, les taux à long terme sont largement dictés par le marché et peuvent même évoluer dans une direction opposée. Les mesures basées sur le marché des anticipations d'inflation à long terme sont restées bien ancrées autour de 2,5 % cette année, une des raisons principales pour lesquelles les rendements des bons du Trésor à long terme ont évolué dans une fourchette aussi étroite. Si les marchés venaient à douter de l'indépendance politique de la Fed ou de son sérieux à cibler l'inflation, les anticipations d'inflation pourraient bondir. Cela, à son tour, pousserait les rendements nominaux à long terme à la hausse. Ironiquement, pour une administration cherchant à réduire les coûts d'emprunt à long terme, une telle décision pourrait se retourner spectaculairement contre elle.

Cela dit, même avec toutes ces raisons expliquant pourquoi le limogeage de Jerome Powell serait une mauvaise idée, pouvons-nous totalement exclure cette possibilité ? Malheureusement, non. Polymarket, la plateforme décentralisée de marché prédictif, estime actuellement à 19 % la probabilité que Jerome Powell soit démis de ses fonctions d'ici la fin 2025 (graphique 2). Ce risque de « cygne gris » est l'un des principaux facteurs qui sous-tendent notre vision prudente sur les obligations américaines à très long terme. Une lueur d'espoir pour les investisseurs mondiaux est qu'il n'y a absolument aucune inquiétude concernant l'indépendance de la Banque centrale européenne (BCE). Cela, combiné à des dynamiques inflationnistes relativement plus favorables dans la zone euro, nous incite à adopter une position relativement plus optimiste sur le marché obligataire européen.

En regardant vers l'avenir, la seule certitude est que Trump 2.0 continuera à tenir les investisseurs du marché obligataire en haleine.

GRAPHIQUE 2 : JEROME POWELL ÉCARTÉ DE LA PRÉSIDENTE DE LA FED EN 2025 ? ESTIMATIONS, %



Sources : Polymarket (données au 23.07.2025), Indosuez Wealth Management.

Nicolas GAZIN
Global Head of Equity SolutionsLaura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Les marchés actions prolongent leur dynamique haussière grâce à l'amélioration des indicateurs économiques et à un retour de la confiance. Les risques de récession s'éloignent et le scénario « *Goldilocks*³ » est de nouveau évoqué. La saison de publication des résultats du deuxième trimestre ne devrait pas décevoir au vu des attentes faibles (4 % de croissance bénéficiaire attendue aux États-Unis). La volatilité accrue et une saisonnalité moins favorable durant l'été pourraient offrir quelques opportunités de marché.

EUROPE

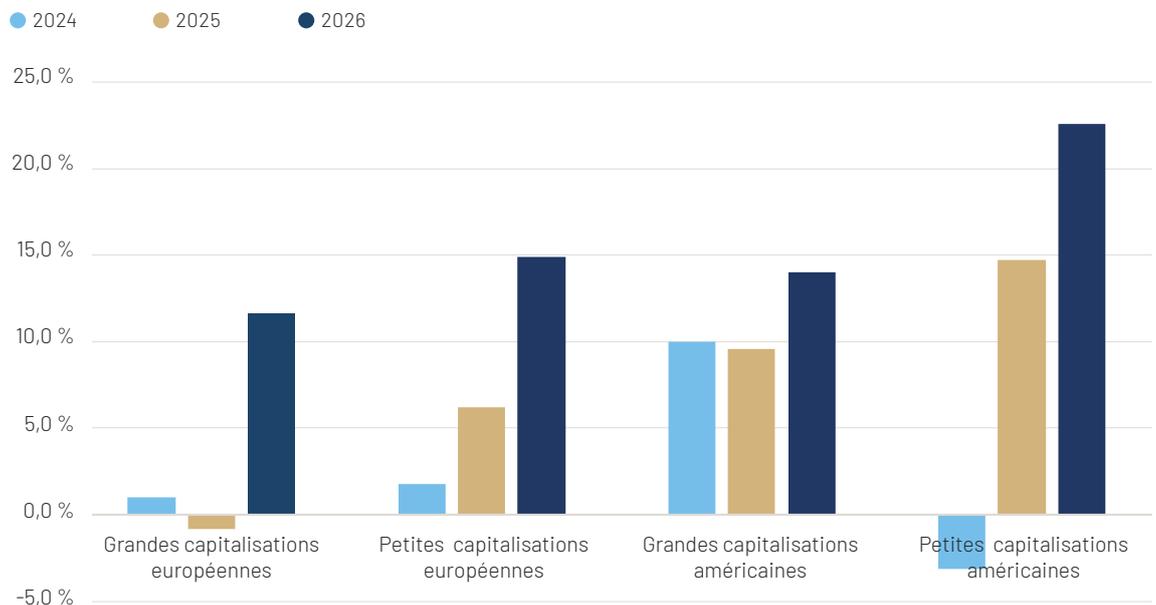
L'Europe affiche ses nouveaux atouts structurels. La région profite d'un environnement en amélioration, soutenu par une politique monétaire plus accommodante (assouplissement attendu de la Banque centrale européenne, BCE) et d'importants plans de relance budgétaire (près de 1 000 milliards d'euros en 10 ans). La volonté politique en faveur d'une souveraineté économique et des conditions financières plus favorables devraient soutenir la croissance.

Les petites et moyennes capitalisations européennes devraient profiter de cet environnement « pro croissance » et offrent un potentiel marqué après des années de sous-performance.

Avec une croissance des bénéfices attendue à +14,9 % en 2026 (nettement supérieure aux grandes capitalisations), des valorisations qui demeurent attractives et des flux toujours faibles, les petites et moyennes entreprises offrent des points d'entrées attrayants (graphique 3).

Enfin, les acteurs domestiques, notamment ceux bénéficiant de la réindustrialisation européenne (construction, défense), ainsi que valeurs financières constituent toujours des opportunités intéressantes.

GRAPHIQUE 3 : CROISSANCE DES BÉNÉFICES PAR ACTION, %



Sources : DPAM, Bloomberg, (données au 03.07.2025), Indosuez Wealth Management.

3 - En français « scénario Boucle d'Or » qui décrit une situation économique idéale.



ÉTATS-UNIS

Les marchés américains continuent leur rebond fulgurant, et atteignent de nouveaux records historiques (le S&P 500 a cassé le niveau symbolique des 6 200 points à la clôture du 3 juillet). Les flux positifs portés par l'optimisme des investisseurs et notamment des particuliers restent un soutien important pour les marchés actions américains. Ce regain d'optimisme a également été soutenu par la nouvelle loi « *One Big Beautiful Bill Act* », approuvée récemment par les deux chambres. 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.

En outre, le « *One Big Beautiful Bill Act* » constitue un catalyseur majeur pour les petites et moyennes capitalisations américaines : l'élargissement de la déductibilité des intérêts pourrait augmenter les bénéfices de +12 % selon certains analystes, compte tenu de leur profil fortement capitalistique et de leur sensibilité aux charges financières.

Moins exposées aux tensions commerciales que les grandes valeurs exportatrices, elles devraient également bénéficier d'un affaiblissement du dollar et d'un environnement domestique et politique favorable. Si les coûts de financement restent une contrainte à court terme, l'amélioration attendue des bénéfices au second semestre 2025, combinée à ce soutien fiscal, renforce leur attractivité.

ASIE

Les marchés asiatiques ont connu une reprise substantielle en juin. Les tensions commerciales mondiales se sont quelque peu apaisées lorsque les États-Unis et la Chine ont conclu une trêve dans la guerre commerciale. Cet accord a, pour l'instant, stabilisé les liens entre les deux super-puissances et a contribué à améliorer le sentiment des investisseurs mondiaux.

Par ailleurs, l'élection du nouveau président Lee Jae-Myung en Corée du Sud, relance les réformes majeures en matière de gouvernance d'entreprise, dans le but de réduire la décote du marché coréen. Une réforme fiscale vise également à encourager des taux de distribution plus élevés via un traitement favorable des dividendes. Ces évolutions pourraient à terme soutenir le marché actions et attirer davantage d'investisseurs étrangers.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Aux États-Unis, le rebond de marché s'est davantage concentré sur le thème de la Croissance, qui continue d'afficher des révisions bénéficiaires plus résilientes. Le symbole de ce rallye est peut-être le record historique atteint par Nvidia, qui a franchi le cap des 4 000 milliards de dollars de capitalisation boursière (une première mondiale) et se rapproche désormais de la capitalisation de l'ensemble des entreprises de l'EURO STOXX 50⁴. Ce record traduit le regain d'intérêt porté par les investisseurs sur les thématiques liées à l'intelligence artificielle (IA) au sens large. En effet, d'une part, les secteurs de la technologie et des services de communication aux États-Unis affichent une croissance des bénéfices supérieure aux autres secteurs. D'autre part, les intentions de dépenses d'investissement des entreprises de ces mêmes secteurs ont été revues à la hausse sur 2025, auquel s'ajoute celui des services aux collectivités, notamment la production et distribution d'énergie, en forte expansion liée aux besoins accrus en électricité.



+22,6 %

de croissance
des bénéfices
pour les petites
capitalisations
américaines en 2026

4 - Indice représentant les 50 plus grandes capitalisations de la zone euro.

Bénédicte KUKLA
Chief Strategist

Malgré le recul en juillet, l'indice euro reste en hausse de près de 16 % depuis le début de l'année. Cette progression, cependant, masque un problème plus profond : l'euro manque toujours d'une base fiscale et financière solide — une véritable union des marchés de capitaux — qui en feraient une monnaie de référence mondiale. Des progrès sont en cours, mais ce « maillon manquant » maintient l'euro fort, sans pour autant le rendre suprême.



L'EURO

atteint

1,17

contre le dollar
américain à
mi-2025

Depuis le début de 2025, l'euro s'est considérablement renforcé face au dollar américain, enregistrant une hausse de +13 % à la mi-juillet. Bien que cette appréciation soit impressionnante, elle reste loin des sommets historiques : l'euro s'échangeait au-dessus de 1,20, voire proche de 1,40, lors de cycles précédents. Le moteur principal de ce récent mouvement est davantage la faiblesse du dollar que la résurgence de l'euro.

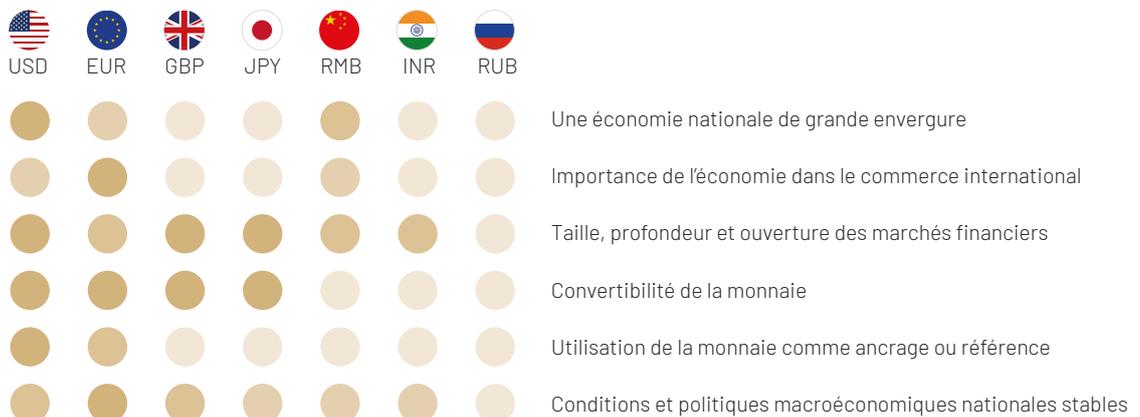
Face aux inquiétudes concernant la « weaponisation » (utilisation comme une arme) du dollar, au ralentissement de la croissance américaine, aux attentes de baisse des taux de la Fed et à l'incertitude budgétaire, les investisseurs diversifient leurs avoirs en s'éloignant du dollar. L'euro bénéficie ainsi d'un regain de crédibilité, grâce à la stabilité des politiques de la zone euro et à de meilleures perspectives de croissance.

Bien que récemment renforcé, l'euro reste structurellement inachevé en tant que véritable monnaie de réserve mondiale. Selon l'évaluation de l'Atlantic Council (graphique 4), la zone euro dépasse les États-Unis en termes de part du commerce mondial (13 % contre 11 %) et bénéficie désormais d'une politique macroéconomique interne plus prévisible et stable. Cependant, il est à la traîne par rapport aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon en ce qui concerne la taille et la profondeur de ses marchés financiers.

UNE DYNAMIQUE EN CONSTRUCTION

C'est pourquoi la nouvelle Union de l'épargne et des investissements (SIU), lancée en mars 2025, est cruciale. Le SIU vise à canaliser les vastes économies privées européennes vers des investissements transfrontaliers productifs, à réduire la dépendance au financement étranger et à approfondir les marchés des actions et des obligations.

GRAPHIQUE 4 : QU'EST-CE QUI EST NÉCESSAIRE POUR DEVENIR UNE MONNAIE DE RÉSERVE ?



Sources : Atlantic Council, Indosuez Wealth Management.



Cette initiative s'appuie sur les propositions d'union bancaire et des marchés de capitaux formulées après la crise financière mondiale.

L'Europe dispose d'épargnes abondantes mais souffre d'un manque d'investissement, la contribution du secteur privé étant plus que jamais essentielle face aux besoins d'investissement significatifs et aux contraintes budgétaires (hors Allemagne). Actuellement, 80 % de l'épargne en Europe est détenue sous forme de dépôts bancaires, souvent confinés à des économies nationales. Selon le Fonds Monétaire International (FMI), ce « biais domestique » s'explique par des barrières réglementaires qui limitent l'activité financière transfrontalière et freinent le développement de marchés des capitaux unifiés.

Par exemple, la faible émission d'actifs titrisés en Europe découle de réglementations non uniformes et de charges en capital élevées, rendant difficile la création de titres hypothécaires regroupant plusieurs pays de l'Union européenne (UE). La Commission européenne a proposé en juin 2025 un ensemble de réformes pour remédier à ces obstacles – un pas dans la bonne direction.

En somme, le SIU stimule la croissance, renforce l'autonomie stratégique en réduisant la dépendance aux financements extérieurs et consolide le rôle mondial de l'euro grâce à des marchés de capitaux plus profonds et plus liquides dans la zone euro.

L'émission prévue d'obligations au niveau de l'UE, à mesure que l'Europe prend en charge sa propre défense, pourrait également contribuer de manière significative à ces objectifs. La stratégie de financement conjoint de l'UE, qui a initialement gagné du terrain avec des initiatives comme NextGenerationEU, constitue une première étape vers une dette commune. Ces euro-obligations supranationales, garanties par le budget de l'UE, représentent une forme embryonnaire de dette commune. Bien que leur ampleur reste limitée, elles posent les bases d'un actif sûr paneuropéen – une condition essentielle pour que l'euro devienne une monnaie de réserve. Le programme SAFE (Security Action For Europe), proposé dans le cadre du plan ReArm Europe en janvier 2025, prévoit de fournir 150 milliards d'euros sous forme de prêts à long terme et à faible coût aux États membres pour leurs plans de défense nationale, financés par des emprunts de l'UE. Cette intégration progressive, bien que lente, est perçue comme structurellement « euro-positif » à long terme.

En outre, la politique budgétaire expansionniste de l'Allemagne est également considérée comme un soutien pour l'euro, en élargissant le pool d'actifs sûrs libellés en euros et en stimulant la liquidité et la croissance. Par ailleurs, l'introduction de l'euro numérique par la Banque centrale européenne (BCE) constitue une initiative prometteuse, bien que son impact dépende de son adoption à grande échelle.

PERSPECTIVES À COURT TERME

À court terme, la dépréciation du dollar pourrait marquer une pause dans les semaines à venir, car de nombreuses mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les prix. De plus, malgré les baisses de taux prévues aux États-Unis, le différentiel de taux d'intérêt reste favorable au dollar. Cela ne serait pas nécessairement une mauvaise nouvelle pour l'Europe et le reste du monde, à un moment où les droits de douane refont surface dans les discussions. En effet, la baisse du dollar a agi comme une forme de « droit de douane » supplémentaire pour les exportateurs mondiaux. Cependant, à moyen terme, la trajectoire de l'euro reste positive et dépendra de plus en plus des progrès en matière de réformes institutionnelles et d'intégration des marchés de capitaux.

Ailleurs, le franc suisse (CHF) demeure une monnaie de financement solide, les craintes déflationnistes s'estompant. Le yen (JPY), quant à lui, reste pris entre deux feux : les élections générales au Japon se sont déroulées dans un contexte d'incertitude accrue sur les droits de douane américains, tandis que l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon continue de peser sur le cours USD/JPY.

Enfin, l'alternative la plus solide au dollar reste l'or, qui fonctionne désormais comme une seconde monnaie de réserve de facto (dépassant même l'euro), en particulier dans les marchés émergents.



07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : aux États-Unis, nos prévisions de croissance demeurent inchangées à 1,7 % en 2025 et 1,6 % en 2026. Les risques pesant sur la croissance semblent globalement équilibrés. Le marché du travail américain montre des signes de modération mais demeure robuste, les conditions financières s'améliorent et le plan de relance récemment voté devrait soutenir l'activité. Toutefois, l'impact à moyen terme des droits de douane sur la trajectoire de l'économie américaine reste incertain. En zone euro, nous projetons une croissance de 1,2 % en 2025 et 1,4 % en 2026, portée par la mise en œuvre progressive du plan de relance allemand. Les pays émergents continuent d'être le moteur de la croissance mondiale.
- **Inflation** : les dynamiques récentes, plus favorables, observées sur l'inflation américaine ainsi que l'impact moindre attendu des droits de douane sur les prix nous conduisent à réviser à 2,9 % notre prévision d'inflation aux États-Unis pour 2025. Toutefois, les enquêtes d'activité suggèrent une hausse temporaire des prix au cours des prochains mois. En zone euro, l'inflation devrait se stabiliser autour de 2 %, soutenue par l'appréciation de l'euro, le ralentissement des hausses salariales et l'afflux de produits à bas prix en provenance de Chine.
- **Banques centrales** : nous prévoyons toujours deux baisses de taux de la part de la Fed en 2025 et un taux terminal de 3,5 % d'ici fin 2026. Cette trajectoire reflète la nature temporaire du choc inflationniste engendré par les taxes douanières et le ralentissement progressif du marché du travail. En zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) bénéficie de davantage de flexibilité et a déjà procédé à plusieurs réductions de taux. Nous anticipons au moins une baisse supplémentaire, tout en estimant les risques orientés à la baisse, en particulier si la vigueur de l'euro se confirme ou si la Fed accentue son assouplissement monétaire.

- **Résultats d'entreprises** : les révisions à la baisse des prévisions bénéficiaires semblent s'être stabilisées. La saison des résultats du deuxième trimestre débute dans un contexte d'attentes relativement modestes, ce qui limite le risque de surprises négatives significatives. L'impact des droits de douane sur les marges, ainsi que l'effet de l'appréciation de l'euro sur les bénéfices des entreprises européennes, seront scrutés de près.
- **Environnement de risque** : dans un contexte où les valorisations des actions américaines demeurent élevées et où d'importantes échéances politiques et économiques se profilent à l'horizon de cet été, la volatilité pourrait faire son retour, exacerbée par la faible liquidité caractéristique de cette période. Face à des niveaux bas de volatilité réalisée, et dans une optique de gestion prudente des risques, nous continuons de privilégier l'intégration de stratégies de couverture optionnelles à faibles coûts.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Après une période de prudence tactique sur les marchés actions, motivée par de nombreuses incertitudes, nous avons décidé de revenir à une position de neutralité par rapport à nos indices de référence. Cette décision reflète une amélioration significative de l'environnement macroéconomique, soutenue par l'adoption de plans de relance, un apaisement des tensions géopolitiques et une Réserve fédérale (Fed) qui, bien que restant attentiste, conserve des marges de manœuvre en cas de dégradation notable du marché de l'emploi.
- Sur le plan microéconomique, la stabilisation des prévisions de bénéfices, combinée à l'impact structurellement positif des programmes de rachats d'actions, offre un soutien supplémentaire aux marchés. Cependant, avec des valorisations élevées et des échéances importantes à venir cet été, nous n'excluons pas un regain de volatilité, susceptible de créer des points d'entrée attractifs pour envisager une surpondération actions.



Retour à la
NEUTRALITÉ
sur les
ACTIONS



- D'un point de vue géographique, nous maintenons notre préférence pour les actions européennes. Les flux d'investissement demeurent favorables, les investisseurs cherchant à diversifier leurs portefeuilles hors des actifs américains. Au sein de la zone, nous restons positifs sur les valeurs décotées ainsi que sur les petites capitalisations, qui devraient bénéficier des baisses de taux de la BCE et qui se montrent moins vulnérables à l'appréciation de l'euro. Nous maintenons également une vision positive sur les actions émergentes, en particulier asiatiques. Ces dernières bénéficient d'un différentiel de croissance favorable par rapport aux économies développées, de la dépréciation marquée du dollar et des politiques monétaires accommodantes des banques centrales locales.

Obligations

- Nous maintenons une sous-sensibilité taux par rapport à nos indices de référence. Aux États-Unis, les incertitudes budgétaires, exacerbées par le plan de relance « *One Big Beautiful Bill Act* » et le refinancement d'une partie importante de la dette, devraient continuer de peser sur la prime de terme et les maturités longues. Nous privilégions donc les emprunts d'État de la zone euro, en particulier les échéances courtes (jusqu'à 5 ans), moins exposées aux risques fiscaux et soutenues par les baisses de taux attendues de la BCE.

- Sur le marché du crédit, nous restons prudents vis-à-vis des actifs américains. Les valorisations élevées et la compression limitée des *spreads* ne rémunèrent plus suffisamment le risque encouru par les investisseurs. En revanche, nous maintenons notre conviction sur le crédit européen, porté par des fondamentaux solides et une activité primaire dynamique, témoignant de l'intérêt croissant des investisseurs pour les actifs à rendement. Cette classe d'actifs devrait continuer à attirer des flux importants, soutenue par un écart de rendement de plus en plus favorable par rapport aux fonds monétaires.

Marchés de Change

- Après une phase de dépréciation marquée du dollar, notamment face à l'euro, ce mouvement pourrait s'essouffler à court terme. Les marchés réévaluent les baisses de taux de la Fed, tandis que la BCE manifeste son inconfort face à un euro proche de 1,20. De plus, le positionnement net sur le dollar reste vulnérable à une inversion des positions vendeuses. À moyen terme, notre perspective sur le dollar reste négative, les flux de couverture institutionnels limitant tout rebond significatif. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier l'or, actif refuge par excellence, qui offre une diversification optimale et bénéficie d'une demande structurelle solide des banques centrales.

CONVCTIONS CLÉS - POSITION TACTIQUE

○ Juin 2025

● Juillet 2025



* Surpondération uniquement dans les grilles en USD.

Source : Indosuez Wealth Management.



08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 25 JUILLET 2025



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,39 %	11,09	-18,12
France 10 ans	3,39 %	12,10	19,10
Allemagne 10 ans	2,72 %	12,60	35,20
Espagne 10 ans	3,31 %	8,90	25,60
Suisse 10 ans	0,44 %	-2,50	11,50
Japon 10 ans	1,60 %	16,80	51,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	40,44	0,70 %	12,06 %
Emprunts d'État en EUR	212,13	-0,16 %	1,40 %
Entreprises haut rendement en EUR	238,50	0,75 %	3,15 %
Entreprises haut rendement en USD	380,94	0,68 %	5,36 %
Emprunts d'État américains	327,04	-0,12 %	3,66 %
Entreprises émergentes	45,47	0,33 %	2,46 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9336	-0,25 %	-0,69 %
GBP/USD	1,3438	-2,03 %	7,37 %
USD/CHF	0,7954	-0,45 %	-12,34 %
EUR/USD	1,1742	0,20 %	13,41 %
USD/JPY	147,69	2,10 %	-6,05 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	14,93	-1,39	-2,42

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	6 388,64	3,49 %	8,62 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	9 120,31	3,65 %	11,59 %
STOXX Europe 600	549,95	1,16 %	8,34 %
Topix	2 951,86	3,92 %	5,99 %
MSCI World	4 127,47	2,95 %	11,32 %
Shanghai SE Composite	4 127,16	5,24 %	4,89 %
MSCI Emerging Markets	1 257,78	2,38 %	16,95 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 265,96	-1,92 %	22,31 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	238,48	4,21 %	16,80 %
MSCI Asia Ex Japan	824,72	2,65 %	17,13 %
CAC 40 (France)	7 834,58	1,86 %	6,15 %
DAX (Allemagne)	24 217,50	0,77 %	21,64 %
MIB (Italie)	40 726,26	2,48 %	19,13 %
IBEX (Espagne)	14 237,30	1,92 %	22,79 %
SMI (Suisse)	11 955,73	-0,21 %	3,06 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 249,00	8,52 %	-1,49 %
Or (USD/Oz)	3 337,30	1,92 %	27,16 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	65,16	-0,55 %	-9,15 %
Argent (USD/Oz)	38,17	5,91 %	30,52 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 769,50	-1,10 %	11,42 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,11	-16,82 %	-14,40 %

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

AVRIL 2025	MAI 2025	JUIN 2025	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (25.07.2025)
6,26 %	6,15 %	5,69 %	5,24 %	22,31 %
1,04 %	5,69 %	5,68 %	4,21 %	17,13 %
0,86 %	5,03 %	5,65 %	3,92 %	16,95 %
0,74 %	5,00 %	4,96 %	3,65 %	16,80 %
0,53 %	4,02 %	4,22 %	3,49 %	11,59 %
0,32 %	4,00 %	4,21 %	2,95 %	11,32 %
-0,76 %	3,27 %	2,50 %	2,65 %	8,62 %
-1,02 %	1,85 %	1,83 %	2,38 %	8,34 %
-1,21 %	0,91 %	-0,13 %	1,16 %	5,99 %
-3,00 %	0,80 %	-1,33 %	-1,92 %	4,89 %

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 duration 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.

« One Big Beautiful Bill Act » (en français, Grande et belle loi) : Est le nom donné à un projet de loi global de réconciliation budgétaire adopté par le Congrès américain et signé par le président Trump le 4 juillet 2025. C'est une législation vaste et complexe qui comprend de nombreuses dispositions affectant divers aspects de la vie américaine, notamment les impôts, les soins de santé, la politique énergétique, et bien plus encore.

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.

SAFE (« Security Action For Europe ») : est un programme européen doté de 150 milliards d'euros visant à faciliter les achats d'armement en commun par les États membres de l'UE. Il fait partie d'un plan plus large de réarmement du continent, présenté par la Commission européenne, qui vise à mobiliser jusqu'à 800 milliards d'euros.

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.

Veuillez 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, 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) ;

- **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 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **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 ;
- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par 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) ;
- **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- Nayel & 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 : Adobe Stock.

Achévé de rédiger le 23.07.2025.

