



S2 2025 | PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Les effets des droits de douane devraient se répercuter progressivement

Juillet 2025

Résumé Exécutif

La politique commerciale demeure le principal facteur d'incertitude pour la seconde moitié de l'année. Les « mini-accords » à court terme n'ont guère levé le voile sur la Section 232 : la plupart de ces pactes sont de portée limitée, leur force exécutoire reste floue, et tout partenaire américain s'expose à des renversements soudains de tarifs si Washington revoit une exclusion sectorielle. Cette incertitude prolongée incite les entreprises à repousser leurs dépenses d'investissement, maintient les chaînes d'approvisionnement en suspens et conduit les marchés à réviser à la hausse les primes de risque – un environnement qui devrait perdurer tant qu'un accord durable, approuvé par le Congrès, ne sera pas conclu.

Sous ce vernis tarifaire, le dynamisme de la croissance américaine s'essouffle. Les PMI manufacturiers sont retombés en zone de contraction, les nouvelles commandes sont molles et la production industrielle stagne – autant de signaux d'un cycle de refroidissement qui pourrait s'accentuer si l'impulsion du crédit et les nouvelles commandes ISM poursuivent leur déclin. Néanmoins, les conditions financières restent accommodantes et les marchés anticipent une reprise imminente du cycle de baisses de taux de la Fed. Nous anticipons une réaccélération de l'inflation dans les mois à venir, ce qui réduirait probablement le nombre de coupes de taux de deux à une d'ici la fin de l'année et déclencherait un repli des marchés. Parallèlement, une nouvelle détérioration du marché du travail et un ralentissement de la croissance pousseraient l'administration Trump à conclure plus rapidement des accords commerciaux plus vastes – contribuant ainsi à contenir l'inflation. Une fois ces vents contraires dissipés, les marchés commenceraient à intégrer une trajectoire plus claire pour les baisses de taux entre le T4 2025 et le T1 2026, ouvrant la voie à un rebond des actions vers de nouveaux sommets en fin d'année et au début de l'année suivante. Toutefois, en attendant la publication des données d'inflation, nous estimons que les marchés continueront de progresser modérément, portés par un positionnement léger et un effet de rattrapage du momentum.

Dans ce contexte, nous maintenons une allocation neutre aux actions. Des valorisations à 22,3x le BPA NTM reflètent une croissance robuste, tandis que le positionnement encore léger et le sentiment haussier suggèrent un potentiel de hausse à court terme malgré l'accumulation de vents contraires macroéconomiques. Nous restons disciplinés, préférant capter une dynamique ciblée via des secteurs à bêta élevé et des ETF plutôt que par une exposition large ou une surpondération directe. Sur la partie obligations, nous adoptons une posture défensive avec une surpondération des obligations souveraines et une position neutre sur le crédit – privilégiant des stratégies sélectives et sur mesure plutôt qu'une allocation plus large IG/HY. Enfin, après une belle progression, nous adoptons tactiquement une position neutre sur les matières premières.

INVESTMENT STRATEGY VIEWS								
			Bearish	Neutral	Bullish			
Global Asset Allocation					Fixed Income			
Equities					Governments			
Fixed Income					Corporates			
Commo/Special Opp.					Investment Grade			
Alternatives					High Yield			
Cash					Duration			
Equities					Regions			
Regions					DM			
US					EM			
Europe					Currencies			
APAC					USD			
EM					EUR			
Sectors					JPY			
Communication Service					GBP			
Consumer Discretionary					CHF			
Consumer Staples					SEK			
Energy					Other			
Financials					Legend			
Health Care					■ - Current View			
Industrials								
Information Technology								
Materials								
Real Estate								
Utilities								

La saga tarifaire continue

Les accords à court terme sont par nature limités et laissent d'importantes questions en suspens. Les véritables accords commerciaux demandent généralement plusieurs années de négociation – rarement moins de trois. Les pactes conclus à la hâte ressemblent davantage à des mémorandums d'entente (MoU) qu'à des accords contraignants. À titre d'exemple, « l'accord » récent entre les États-Unis et le Royaume-Uni identifie de larges domaines de coopération mais n'entre dans le détail que pour quelques secteurs, laissant la plupart des différends « ouverts à de nouveaux échanges ». Pire encore, les modalités juridiques finales et le traitement des futurs tarifs sectoriels demeurent non définis.

Un obstacle plus fondamental réside dans le conflit entre la réciprocité à l'échelle nationale et les tarifs sectoriels de la Section 232. L'accord US-UK comprenait par exemple un contingent d'exportations automobiles pour lever les droits sur l'acier et l'aluminium, mais omettait de manière flagrante toute exclusion pharmaceutique, renvoyant de fait aux mesures 232 par défaut. Si Washington décide ultérieurement d'introduire un nouveau tarif sectoriel, celui-ci prime-t-il sur le tarif réciproque prévu par l'accord initial, ou ce dernier reste-t-il applicable ? Les déclarations de la Maison-Blanche lors du « Liberation Day » laissaient entendre que les mesures 232 prévaudraient, mais la plupart des partenaires commerciaux américains n'accepteraient pas un cadre susceptible d'être unilatéralement remis en cause par la politique américaine.

L'incertitude juridique et procédurale imprègne désormais les négociations. Tout accord commercial global devra obtenir l'aval du Congrès – et très probablement une révision par la Cour suprême de l'autorité conférée par la Section 232 – avant d'entrer en vigueur. Pendant ce temps, les entreprises naviguent au sein d'un ensemble d'arrangements provisoires, sans jamais être certaines que les concessions du jour ne seront pas renversées par les tarifs de demain. Le calendrier, le périmètre et la force exécutoire des mesures de la Section 232 restent extrêmement flous.

Ce flou politique dépasse la simple complexité des négociations : il injecte de la volatilité sur les marchés mondiaux. Les chaînes d'approvisionnement restent en suspens, les dépenses d'investissement sont différées, et les primes de risque s'alourdissent. En l'absence de règles claires et durables, les entreprises intègrent dans leurs prix la possibilité de fluctuations tarifaires soudaines, générant des coûts supplémentaires tant pour les industriels que pour les consommateurs. À moyen terme, cette incertitude fragilise l'investissement, freine la croissance du PIB et contraint les banques centrales à arbitrer entre inflation importée et ralentissement économique général.

Un optimisme plus nuancé

Les frictions commerciales ont fait la une ces six derniers mois. L'impact des droits de douane américains, à un niveau inédit depuis un siècle, se traduira à la fois par une croissance ralentie et une inflation plus tenace. L'euphorie post-électorale suscitée par l'élection de Trump s'est rapidement estompée dès l'annonce des surtaxes. L'indice NFIB d'optimisme des petites entreprises a retracé une grande partie de ses gains post-électoraux (**Graphique 1**). L'incertitude a certes diminué (à 89 %), mais elle reste élevée. Les projets d'embauche et les plans de dépenses en capital (capex) demeurent les deux principaux points de tension.

Graphique 1 : Indice NFIB d'optimisme des petites entreprises aux États-Unis

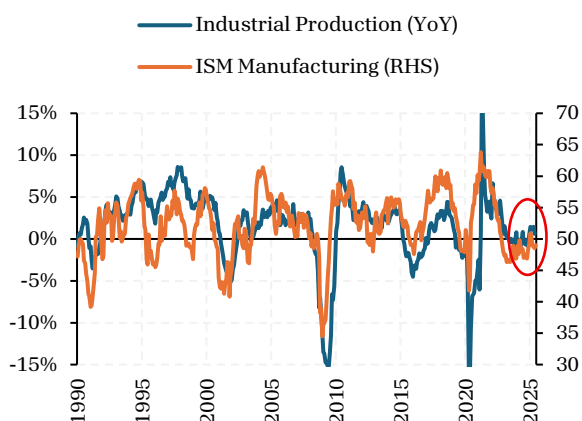


Sources. MAM, NFIB.

Activité manufacturière en suspens

Le secteur des manufacturiers, qui affichait un départ solide en 2025 et semblait devoir soutenir la croissance globale, a vu son élan s'éroder au fur et à mesure que l'optimisme post-électoral s'est estompé. Au cours des quatre derniers mois, le PMI est retombé en zone de contraction (49-50), sous l'effet d'un recul des nouvelles commandes et d'une hausse des stocks. Parallèlement, la production industrielle est restée stable en glissement annuel (**Graphique 2**).

Graphique 2 : Production industrielle américaine et PMI manufacturier ISM

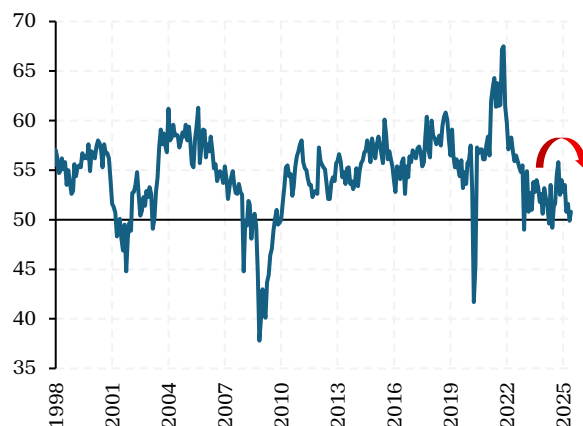


Sources. MAM, ISM.

Le secteur des services cède une part de sa surperformance relative

La résilience du secteur des services a soutenu la croissance américaine – jusqu'à récemment, lorsque le PMI des services ISM est retombé en zone de contraction. Après un repli à 49,9 en mai, l'indice n'a regagné que 50,8 en juin (**Graphique 3**). En apparence, l'activité des entreprises reste soutenue (54,4), mais les carnets de commandes ont chuté à leur niveau le plus bas depuis août 2023 (42,2) et l'emploi s'est contracté pendant trois mois consécutifs. Les données illustrent un secteur de plus en plus exposé aux coûts de financement élevés et à un affaiblissement de la demande finale. Avec des PMIs proches de la barre des 50, toute nouvelle baisse pourrait plonger le secteur des services dans une contraction durable au second semestre 2025.

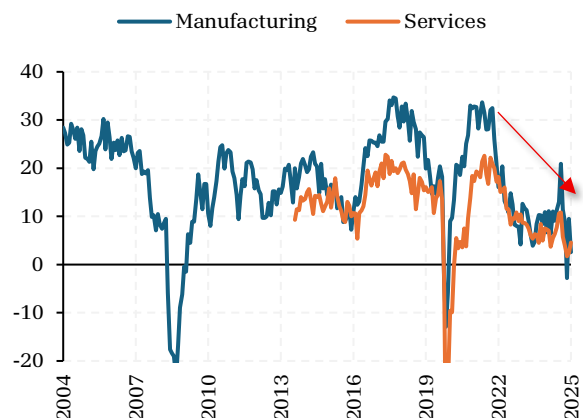
Graphique 3 : PMI des services ISM



Capex : quelles perspectives pour l'avenir ?

Les dépenses réelles d'équipement des entreprises ont constitué l'un des rares points positifs du PIB du T1 2025, grâce aux commandes de biens d'équipement de base. Toutefois, la plupart de ces gains résultaient d'une anticipation des droits de douane plutôt que d'une demande durable. Les intentions de dépenses d'investissement dans les secteurs manufacturier et des services ont fortement chuté depuis lors (**Graphique 4**), les plans nets d'augmentation des dépenses ayant quasiment disparu.

Graphique 4 : Indicateurs des intentions de Capex



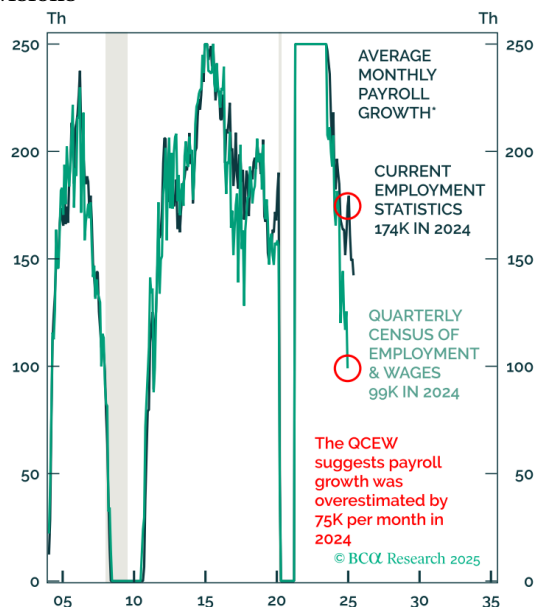
Sources. MAM, Regional Fed Districts.

Marché du travail américain : pas encore tiré d'affaire

Le marché du travail a été qualifié de « solide » ou de « résilient » durant la première moitié de l'année, mais des signaux d'alerte persistent. Les créations d'emplois ralentissent progressivement, avec des révisions à la baisse récurrentes des chiffres initiaux. Selon l'Enquête trimestrielle sur

l'emploi et les salaires (QCEW, source principale des révisions de référence), les créations mensuelles de postes ont été surestimées d'environ 75 000 par mois en 2024 (**Graphique 5**).

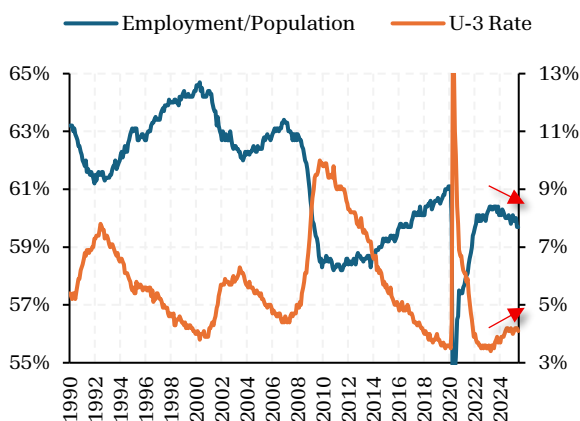
Graphique 5 : Croissance MoM des effectifs et révisions



*Présenté sous forme de moyenne mobile sur 12 mois
Sources. BCA Research.

Tandis que le taux de chômage est tombé à 4,12 %, une demande de main-d'œuvre atone se reflète dans la baisse du taux d'emploi sur l'ensemble de la population (**Graphique 6**). La participation à la force de travail continue de reculer, un nombre croissant de personnes quittant le marché de l'emploi. Les perspectives sont particulièrement sombres pour les diplômés universitaires : contrairement aux cycles précédents, leur taux de chômage dépasse désormais celui des autres catégories de travailleurs.

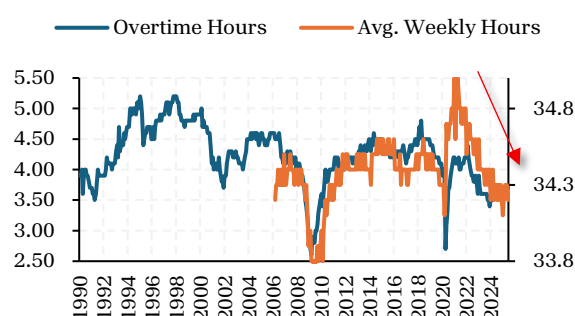
Graphique 6 : Taux d'emploi/population vs taux de chômage U-3



Sources. MAM, BLS.

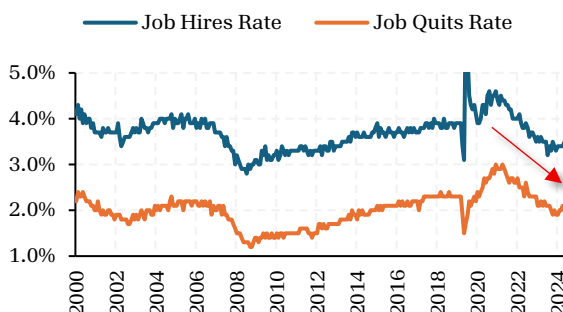
Le marché du travail américain n'est pas aussi robuste que ne le laissent penser les indicateurs agrégés. Les heures supplémentaires ont reflué à 3,7 par semaine, l'emploi intérimaire poursuit sa contraction et la durée hebdomadaire moyenne de travail s'est allégée à 34,2 heures (**Graphique 7**). Le JOLTS fait état d'une baisse des nouvelles embauches à 3,4 % et d'un taux de démissions stabilisé autour de 2,1 % (**Graphique 8**) : autant de signes que, si les licenciements restent contenus, les employeurs freinent la croissance des effectifs et des heures travaillées.

Graphique 7 : Heures supplémentaires et durée hebdomadaire moyenne



Sources. MAM, BLS.

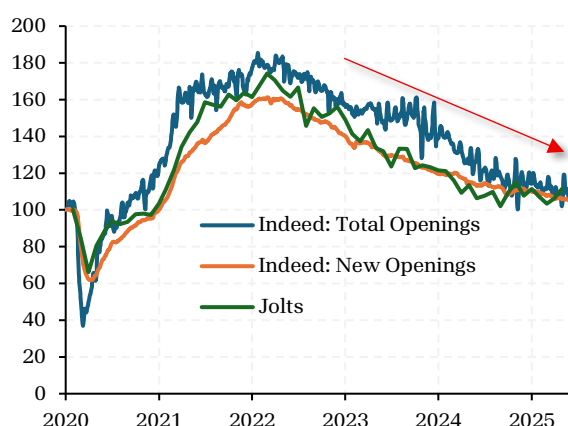
Graphique 8 : Taux d'embauche et de démissions (JOLTS)



Sources. MAM, BLS.

Les indicateurs de création d'emplois en temps réel suggèrent que ces tendances se prolongent durant l'été (**Graphique 9**). Alors que l'économie américaine évolue sur la partie plate de la courbe de Beveridge, toute nouvelle baisse des offres d'emploi se traduira vraisemblablement par une hausse du chômage.

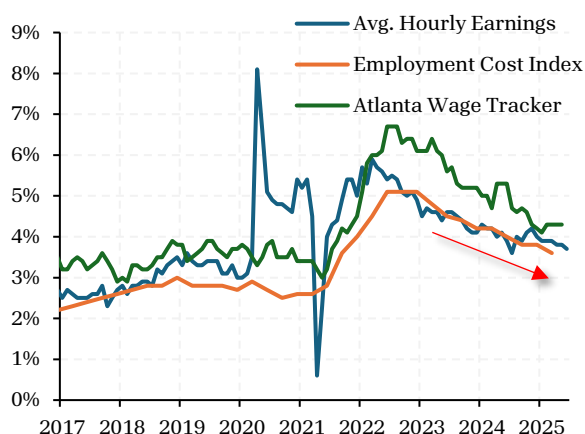
Graphique 9 : Offres d'emploi en temps réel vs offres JOLTS



Sources. MAM, Indeed, LinkUp.

Le ralentissement du marché du travail a atténué les pressions sur les prix, contribuant ainsi à modérer l'inflation salariale (**Graphique 10**), malgré les nouvelles politiques migratoires, comme prévu.

Graphique 10 : Croissance des salaires et du coût de l'emploi aux États-Unis

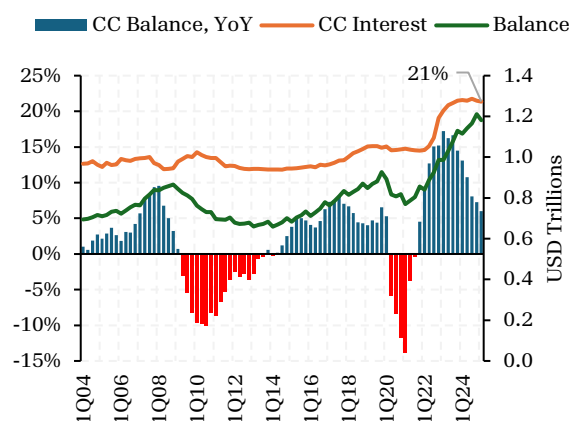


Sources. MAM, BLS, Atlanta Fed.

Crédit à la consommation américain en suspens

Les excédents d'épargne accumulés pendant la pandémie ont été épuisés. En l'absence d'une hausse plus marquée des revenus, les ménages américains peineront à maintenir leur rythme actuel de dépenses. Le crédit renouvelable atteint désormais 1 300 milliards de dollars, en hausse de 6 % en glissement annuel. Parallèlement, les TAEG moyens des cartes bancaires se situent toujours autour de 21 %, accentuant la pression du service de la dette sur les foyers et soulignant l'étirement des bilans des consommateurs, malgré une modération de la croissance des encours de cartes de crédit (**Graphique 11**).

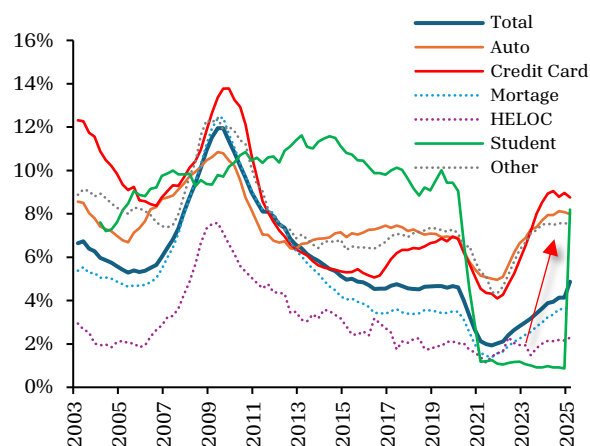
Graphique 11 : Soldes de cartes de crédit



Sources. MAM, NY Fed.

Les situations de défaut (cartes de crédit, prêts auto) ont cessé de se détériorer – mais restent à des niveaux comparables à ceux de 2011, alors que le taux de chômage était le double d'aujourd'hui. En revanche, les taux de défaut sur les prêts étudiants ont fortement augmenté après l'expiration du moratoire (**Graphique 12**). Près de dix millions d'Américains sont en défaut sur leurs prêts étudiants, et environ la moitié n'a pas effectué le moindre versement depuis plus de 360 jours. À début mai, l'absence de remboursement commencera à peser sur les scores de crédit : les notes FICO pourraient chuter en moyenne de 65 points, jusqu'à 10 % des ménages américains subissant une baisse drastique de leur cote, ce qui compromettrait leur capacité à contracter de nouveaux prêts.

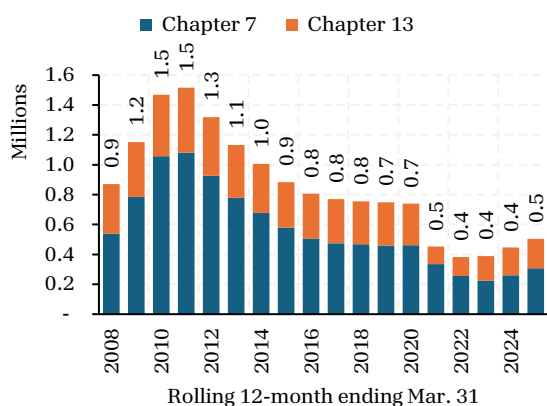
Graphique 12 : Taux de défaut à 30 jours par type de prêt



Sources. MAM, Bloomberg

Les faillites de consommateurs aux États-Unis ont continué de se normaliser (**Graphique 13**), tout en restant sous leurs pics post-crise financière mondiale. La hausse des coûts de la vie et des charges d'emprunt sont les principaux moteurs de l'augmentation des dépôts de bilan, tandis que la reprise des remboursements des prêts étudiants devrait exercer une pression supplémentaire sur les bilans des ménages. L'absence d'allègement significatif des taux d'intérêt ou des prix pourrait faire repartir ces chiffres à la hausse, bien qu'ils demeurent vraisemblablement en deçà des records antérieurs.

Graphique 13 : Faillites de consommateurs aux États-Unis



Sources. MAM, United States Courts.

Déficit budgétaire : overdose ?

Les déficits devraient augmenter aux États-Unis et dans la zone euro, bien que pour des raisons distinctes. Aux États-Unis, les principaux moteurs sont le ralentissement de la croissance et la hausse du coût de la dette. L'Allemagne devrait enregistrer son plus gros déficit hors récession depuis la réunification, porté principalement par les dépenses d'infrastructure et de défense. La politique budgétaire chinoise reste modérément expansionniste, tandis que les autres pays asiatiques sont contraints par des niveaux d'endettement élevés.

La contrainte de rattrapage sur l'émission de titres du Trésor — quelque 1 500 à 1 700 milliards USD de bons du Trésor devant être mis sur le marché entre août et la fin de l'année pour reconstituer le compte général du Trésor — fera fortement grimper les taux courts, accentuant la pente de la partie courte de la courbe et réévaluant le coût du financement. En retour, la flambée de la prime de

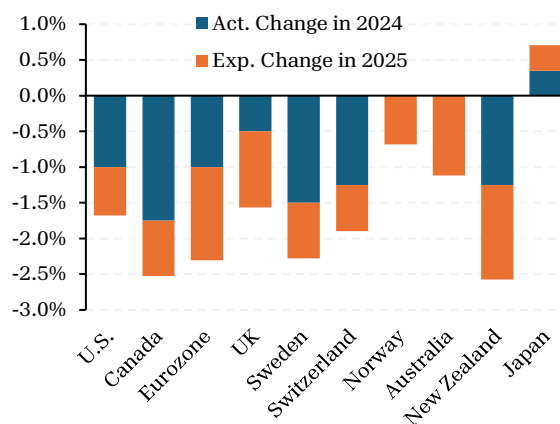
risque liée à cette offre accrue devrait maintenir les taux court terme à un niveau élevé jusqu'à l'année prochaine, préparant le terrain à des trajectoires de politique monétaire divergentes à l'échelle mondiale.

Trajectoires monétaires divergentes

Les tarifs douaniers tendent à stimuler l'inflation avec un décalage de 1 à 3 mois avant d'amputer la croissance avec un décalage de 6 à 12 mois, si bien que la Fed restera davantage concentrée sur son mandat de stabilité des prix que sur l'emploi jusqu'à plus tard dans l'année. Les minutes récentes du FOMC confortent cette orientation : une majorité de membres reste préoccupée par l'inflation. « La plupart des participants » estiment toujours que les surtaxes peuvent entretenir l'inflation et déstabiliser les anticipations. Si l'inflation accélère entre juin et septembre, comme nous l'anticipons, plus de membres du FOMC pourraient alors privilégier le statu quo monétaire.

Le différentiel d'inflation entre les États-Unis et le reste du monde devrait accentuer la divergence des politiques monétaires. La Norvège et l'Australie, qui ont maintenu leurs taux cette année, ne devraient opérer que des coupes modestes au second semestre. L'Australie est déjà en pause, dans l'attente d'une évolution supplémentaire de l'inflation. La BCE figure parmi les rares banques centrales susceptibles de réduire ses taux de plus de 50 points de base d'ici la fin de l'année (**Graphique 14**).

Graphique 14 : Taux directeurs des principales banques centrales

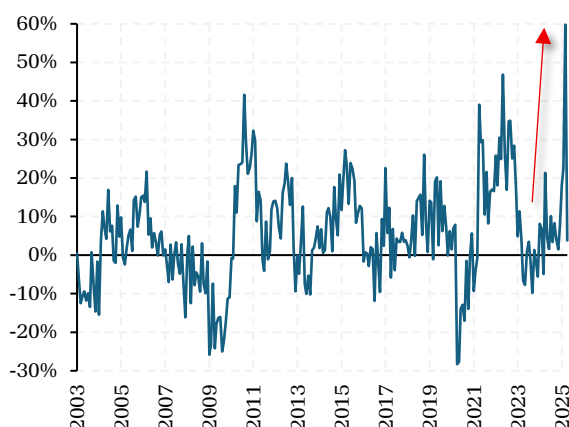


Sources. MAM, Bloomberg.

L'Europe n'est pas à l'abri des tensions commerciales

Les exportations de l'UE vers les États-Unis ont connu un pic en mars (**Graphique 15**) avant de retomber aux niveaux de janvier, ne représentant plus que 3,2 % du PIB européen. Les produits européens sont assortis de droits de douane américains de 10 % en moyenne (25 % sur l'automobile, 50 % sur l'acier et l'aluminium), tandis que les exportations chinoises vers l'UE ont bondi de 12 % en glissement annuel en mai, alors que leurs livraisons vers les États-Unis plongeaient de 25 %. Une appréciation de 10 % de l'EUR/CNY cette année (à un plus haut en onze ans) a encore érodé la compétitivité de la zone euro vis-à-vis de la Chine, dont la productivité a presque doublé. Selon une enquête de la Commission européenne, la compétitivité des entreprises allemandes est la plus faible qu'elles aient connue depuis trois décennies (**Graphique 16**).

Graphique 15 : Exportations de l'UE vers les États-Unis (en glissement annuel)



Sources. MAM, Bloomberg

Graphique 16 : Compétitivité des entreprises allemandes



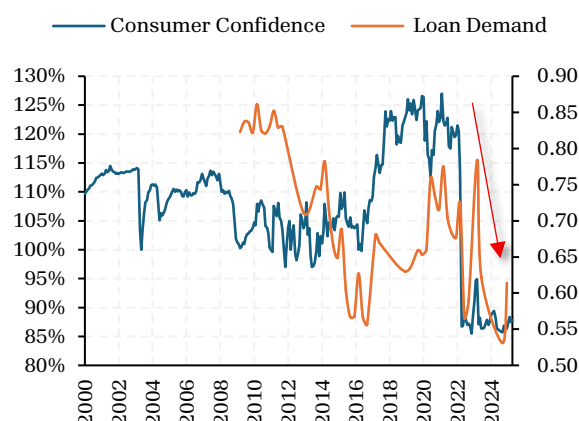
Sources. BCA Research

Le plan de relance budgétaire phasé de l'Allemagne devrait finalement atténuer le ralentissement des exportations, mais sa mise en œuvre lente en limitera l'impact à court terme. D'autres grandes économies comme la France, l'Espagne, la Belgique, l'Italie et la Grèce affichent toutes un ratio dette/PIB supérieur à 100 %, ce qui restreint leur capacité à déployer des mesures budgétaires compensatoires. Par conséquent, la riposte de l'Europe à la pression commerciale américaine risque d'être inégale et modeste.

La reprise chinoise conditionnée à un stimulus supplémentaire

L'économie chinoise a résisté mieux que prévu jusqu'à présent, en partie grâce à sa capacité à rediriger ses exportations hors des États-Unis, mais aussi en raison d'une politique budgétaire plus soutenue. Contrairement à l'an dernier, les dépenses publiques globales ont augmenté plus rapidement. Pourtant, la demande de crédit du secteur privé reste atone, les ménages et les entreprises continuant de privilégier le désendettement (**Graphique 17**). Le marché immobilier demeure fragile : les mises en chantier ont chuté de 71 % par rapport à leur pic et la surface vendue a reculé de 53 %. Après quelques signes de stabilisation plus tôt dans l'année, les prix de l'immobilier ont de nouveau fléchi en mai.

Graphique 17 : Demande de prêts en Chine et confiance des consommateurs



Sources. MAM, PBOC, NBSC

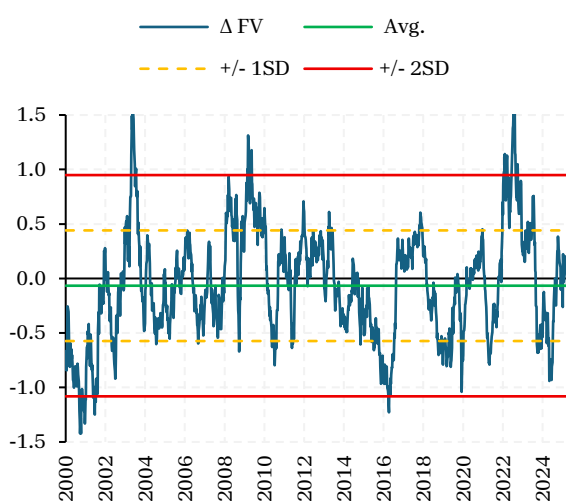
Vues par Classe d'Actif

Obligataire | Sur la défensive

Nous adoptons une position constructive sur les obligations souveraines tout en restant plus neutres sur le crédit. Les perspectives de la duration à court terme sont difficiles à cerner, notamment aux États-Unis. D'une part, les marchés ont intégré un optimisme de croissance considérable ; d'autre part, l'incertitude macroéconomique demeure largement sous-estimée. L'imminente hausse massive des émissions de dette dans les mois à venir devrait cependant poser un plancher aux rendements. À condition que l'économie, et en particulier le marché du travail, reste résiliente, nous privilégierions une position neutre sur la duration.

Notre modèle d'évaluation souveraine indique que les T-Bills à dix ans américains se négocient à leur juste valeur (**Graphique 18**). Il existe une marge pour adopter une duration légèrement négative sur un horizon de 1 à 3 mois (du momentum et facteurs techniques), mais une duration plus positive sur 12 mois (fondamentaux). L'inflation demeure la carte maîtresse : la Fed anticipe toujours un « core PCE » autour de 3,1 % en fin d'année, ce qui implique qu'une résurgence des pressions haussières sur les prix repousserait probablement les réductions de taux et maintiendrait les rendements courts à un niveau élevé. Si l'inflation se normalise et que l'impulsion budgétaire reste modeste, les rendements des Treasuries de longue échéance devraient rester contenus.

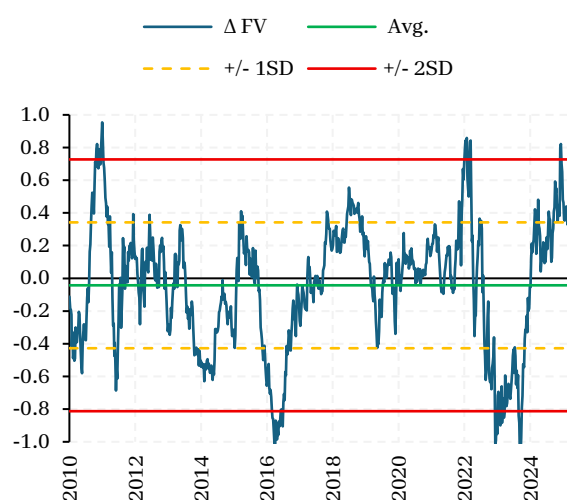
Graphique 18 : Modèle d'évaluation de la juste valeur des Treasuries US à 10 ans



Sources. MAM, Bloomberg

Nous restons plus optimistes sur les taux européens, et tout particulièrement sur les rendements du Bund allemand, où le risque d'exubérance budgétaire est moins marqué. Notre modèle d'évaluation souveraine montre également que les Bunds à dix ans affichent une décote d'un écart-type par rapport à leur juste valeur (**Graphique 19**). Les risques inflationnistes y sont moins prononcés, justifiant une duration plus élevée compte tenu de l'attractivité relative de leur valorisation.

Graphique 19 : Modèle d'évaluation de la juste valeur des Bunds allemands à 10 ans

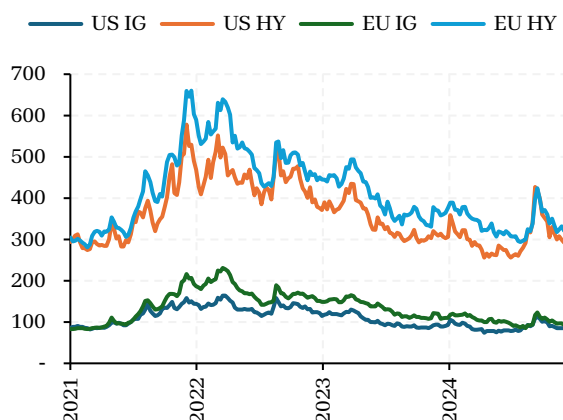


Sources. MAM, Bloomberg

En revanche, le crédit d'entreprise continue de présenter un rapport risque-rendement peu séduisant. Les primes de risque y sont exceptionnellement resserrées, laissant peu de marge pour une compression supplémentaire. Bien que les spreads Investment Grade se soient élargis de 30 à 40 points de base et les High Yield de 120 à 150 points lors du « Liberation Day » en avril, ils se sont depuis resserrés aux niveaux de fin 2024 (**Graphique 20**). De fait, les primes de risque IG européennes sont aujourd'hui plus serrées qu'au début de 2025. Nous sommes particulièrement négatifs sur le High Yield américain : les spreads se situent au 8^e centile, tandis que les fondamentaux restent dégradés (levier médian dette/valeur d'entreprise à 50 %, plus haut niveau depuis la pandémie et au 93^e centile depuis 2010 ; couverture des intérêts moyenne à 2,7×, poursuivant sa baisse depuis 2022). La trésorerie en pourcentage de la dette est de retour aux niveaux de 2019, offrant peu de

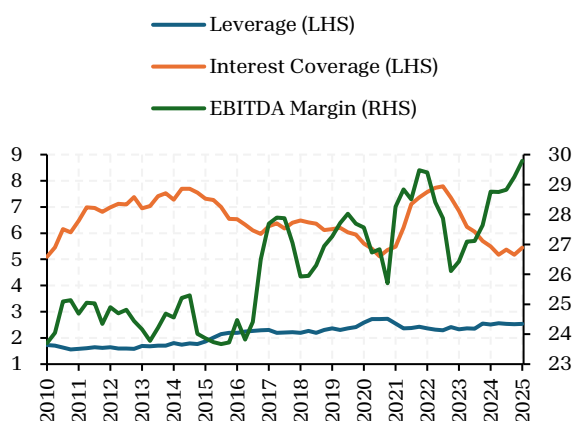
marges de sécurité aux émetteurs. Si les niveaux de rentabilité élevés donnent une illusion de sécurité, ils ne justifient pas, selon nous, les valorisations actuelles ni ne compensent le risque d'une détérioration plus large. Plutôt qu'une exposition large au marché, nous privilégions des stratégies crédit ciblées : investissements directs en obligations, fonds long/short ou véhicules de crédit privé, où la sélection idiosyncratique permet une prime de rendement. Nous continuons d'éviter les allocations passives en crédit en raison du contexte fondamental dégradé. Malgré des marges d'entreprise records, les ratios de couverture des intérêts IG ont chuté à leurs plus bas niveaux depuis 2010 et le levier reste proche de son pic de la période pandémique (**Graphique 21**). Nous restons constructifs sur la dette des marchés émergents.

Graphique 20 : Spreads de crédit US et UE



Sources. MAM, Bloomberg

Graphique 21 : Revue des bilans des entreprises

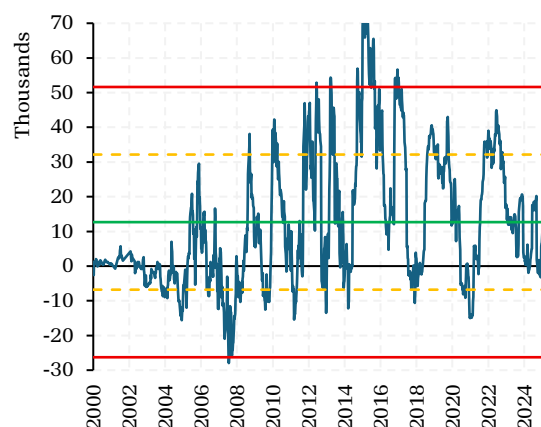


Sources. MAM, Bloomberg

Devises | USD : évolution latérale à court terme

Le dollar semble destiné à trouver un plancher à court terme après sa forte dépréciation du S1 2025, soutenu par des marchés ayant déjà intégré deux baisses de taux cette année – vision sous-entendant que l'inflation restera modérée. Cependant, l'impact décalé des pressions tarifaires sur les prix devrait se faire sentir au S2 2025, compliquant le calcul de la Fed et rendant tout nouvel assouplissement monétaire plus risqué que ne le laissent penser les contrats à terme actuels. Alors que l'orientation accommodante, alimentée par les craintes de « fiscal dominance » et les risques inflationnistes induits par les tarifs, avait relevé la prime de risque USD, la récente détente des inscriptions au chômage et les messages constants de la Fed ont atténué les attentes de baisses de taux agressives. Les actualités tarifaires restent le principal facteur idiosyncratique : tout retard ou retrait pourrait limiter le potentiel haussier du dollar, tandis que de nouvelles mesures le relanceraient rapidement. Une position nette modestement vendeuse (**Graphique 22**) laisse place à un rebond initial de « short covering », mais le positionnement global, encore léger, limite l'ampleur et la durée de toute purge de positions. Un rallye soutenu par la Fed exigerait de nouveaux achats motivés par des rendements plus élevés ou un changement d'appétit pour le risque, ce que nous jugeons peu probable.

Graphique 22 : Position nette non commerciale sur le dollar

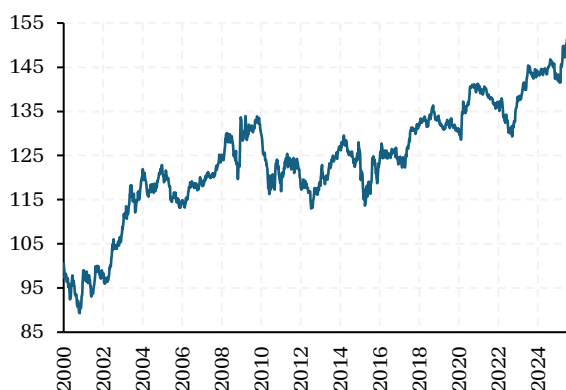


Sources. MAM, Bloomberg

L'euro a atteint de nouveaux sommets en juin (son indice pondéré par les échanges a battu un record) (**Graphique 23**), porté par une croissance européenne plus robuste et des différentiels de taux élargis. À Sintra, le vice-président de la BCE,

Luis de Guindos, a averti qu'un EUR/USD supérieur à 1,20 compliquerait la politique monétaire, n'indiquant qu'une résistance limitée à de nouveaux gains. Les marchés ayant repoussé les baisses de taux attendues à septembre/décembre et tarifiant un taux terminal proche de 1,5 % en fin d'année, la paire devrait évoluer dans la fourchette 1,18–1,20 ; toutefois, le potentiel haussier pourrait s'essouffler si la demande chinoise faiblit ou si les tarifs américains pénalisent des exportations clés.

Graphique 23 : Indice pondéré par les échanges de l'euro



Sources. MAM, Bloomberg, GS

Les turbulences du marché mondial d'avril et l'approche « verre à moitié vide » à l'égard d'une économie britannique mise à l'épreuve ont pesé sur le sentiment envers la livre sterling en 2025. L'indice pondéré par les échanges de la GBP est globalement stable cette année (**Graphique 24**). Nous restons toutefois convaincus d'une appréciation séculaire de la livre. Si les inquiétudes sur les doubles déficits sont légitimes, plusieurs éléments nous rendent constructifs : la prédominance du secteur des services au Royaume-Uni protège l'économie des pires effets des tarifs, d'autant plus que le Royaume-Uni a obtenu un accord commercial avec les États-Unis ; alors que l'économie mondiale se ferme progressivement, le Royaume-Uni (ironiquement) réduit ses barrières commerciales avec l'UE. La trajectoire nous semble désormais claire : la géopolitique jouera un rôle clé pour resserrer les liens avec l'Europe. La surperformance macroéconomique du Royaume-Uni par rapport à la zone euro constitue notre scénario de base cette année et les flux de désengagement USD bénéficient aux entreprises britanniques : la livre présente des niveaux d'entrée attractifs au regard de sa valorisation et de sa composition.

Contrairement à l'euro, la livre a à peine profité de l'offre USD, le positionnement restant très léger. Le désengagement global du dollar et les dynamiques évoquées nous rendent positifs sur la livre sterling.

Graphique 24 : Indice pondéré par les échanges de la livre sterling



Sources. MAM, Bloomberg, GS

Actions | Neutre

Le marché actions n'anticipe pas de ralentissement. Lors d'un léger ralentissement économique, le ratio cours/bénéfice à 12 mois du S&P 500 descend habituellement vers 18x. En cas de récession profonde, il peut chuter jusqu'à 10x, voire plus bas. À 22,3x le BPA NTM (**Graphique 25**), les marchés intègrent clairement une croissance robuste. L'essentiel du rebond post- « Liberation Day » tient exclusivement à l'expansion du multiple et non à une amélioration des fondamentaux.

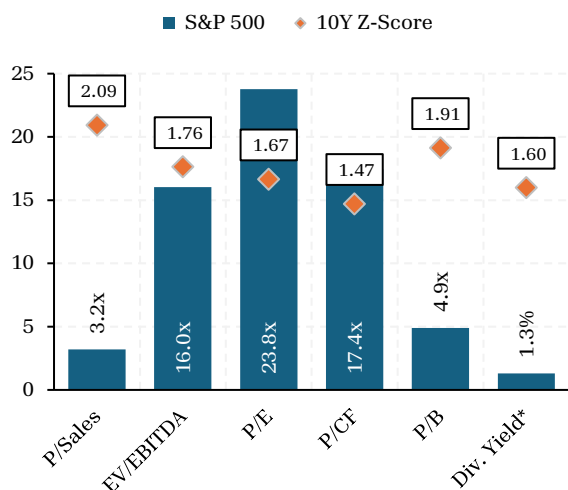
Graphique 25 : Ratio cours/BPA NTM du S&P 500



Sources. MAM, Bloomberg

Les valorisations sont extrêmes, quel que soit l'angle d'analyse (**Graphique 26**). La domination des méga-caps a longtemps faussé l'indice, mais la participation sectorielle s'est nettement améliorée ces derniers mois.

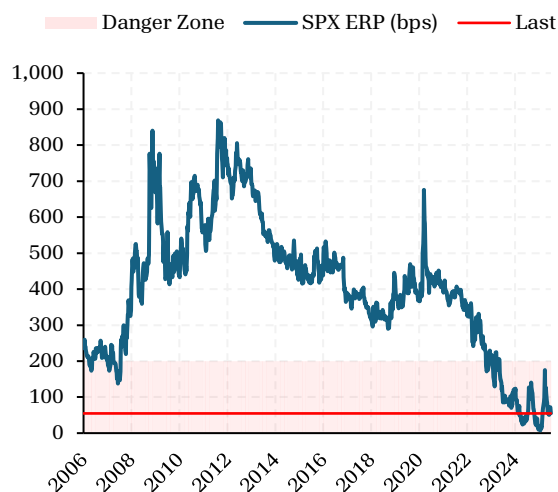
Graphique 26 : Ratios de valorisation du S&P 500



Sources. MAM, Bloomberg.

Historiquement, le ratio cours/BPA NTM d'un indice est fortement corrélé à ses rendements sur trois ans. Les multiples actuels laissent entrevoir des rendements réels ajustés de l'inflation d'environ 3,0 % par an sur les trois prochaines années, nettement inférieurs à la moyenne historique de 6,4 %. La prime de risque actions américaine est proche de zéro (**Graphique 27**) : les investisseurs paient pour s'exposer au risque, au lieu d'être rémunérés.

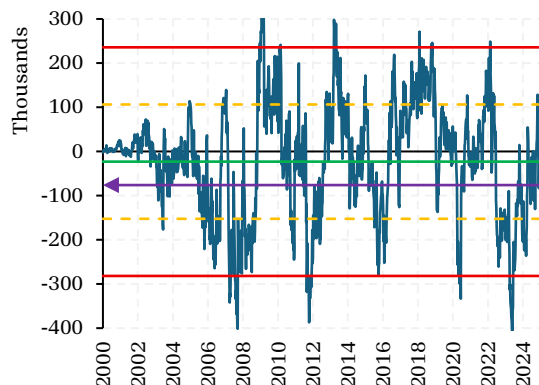
Graphique 27 : Prime de risque actions US



Sources. MAM, Bloomberg.

Pourtant, le positionnement reste relativement léger (**Graphique 28**). Le momentum est fort, la volatilité se contracte, et les stratégies systématiques devraient rester acheteuses encore quelques semaines, la volatilité réalisée basse forçant du « short-covering ».

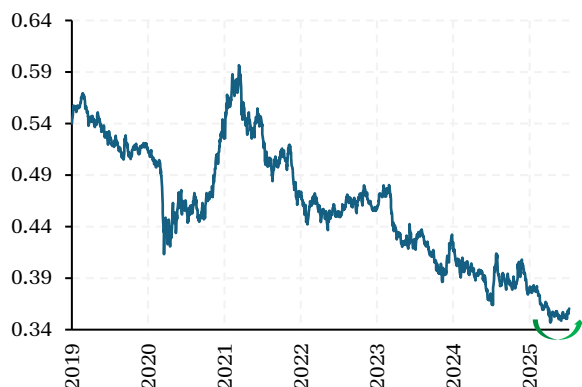
Graphique 28 : Position nette non commerciale sur actions US



Sources. MAM, Bloomberg, CFTC

Si les small caps ont participé au rallye depuis les creux d'avril 2025, le Russell 2000 demeure bien en deçà de ses plus hauts historiques, alors que le Nasdaq 100 et le S&P 500 ont atteint de nouveaux sommets récemment. Dans un contexte de pouvoir de négociation des fournisseurs affaibli, c'est compréhensible. Toutefois, à mesure que les tensions commerciales s'atténuent, que des accords sont conclus et que l'inflation ralentit (libérant ainsi la Fed pour reprendre son cycle d'assouplissement), les small caps devraient surperformer. Si les marchés commencent à anticiper ces évolutions, les small caps pourraient rebondir plus tôt qu'attendu, d'autant que leur exposition reste limitée. Des signes précoces de force ont émergé ces dernières semaines, et nous pensons que cette tendance se poursuivra au S2 2025 (**Graphique 29**).

Graphique 29 : Performance relative des small caps vs large caps US

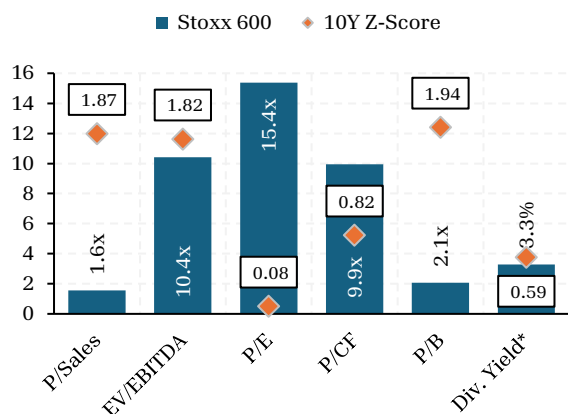


Sources. MAM, Bloomberg

Les actions non américaines, plus cycliques, pâtissent généralement davantage d'un ralentissement mondial. Pourtant, en dehors du cycle actuel, elles se négocient avec une forte décote selon de nombreux indicateurs (**Graphique 30**). L'Europe, en particulier, présente de nouvelles dynamiques séculaires propices à des rendements relatifs supérieurs dans les années à venir.

Les réformes structurelles et le développement de marchés de capitaux profonds sont à suivre de près. La BCE appelle d'ailleurs à canaliser l'épargne de détail vers les marchés européens pour financer les priorités de l'UE. Un standard harmonisé d'épargne — s'orientant vers des modèles de fonds passifs ou à date cible par défaut, à l'instar des 401(k) américains — pourrait mobiliser les actifs des ménages et accroître la participation.

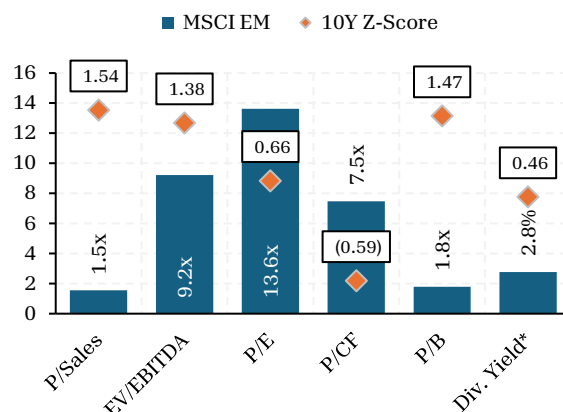
Graphique 30 : Valorisation de l'Euro Stoxx 600



Sources. MAM, Bloomberg

Les marchés émergents subiraient eux aussi un ralentissement, mais leur profil de croissance à long terme et leur valorisation relativement attractive (**Graphique 31**) les placent en position de surperformance dès que la conjoncture se redresse. La sélectivité géographique demeure essentielle dans l'allocation EM, sous-pondérant par exemple la Chine pour le risque lié à Taïwan.

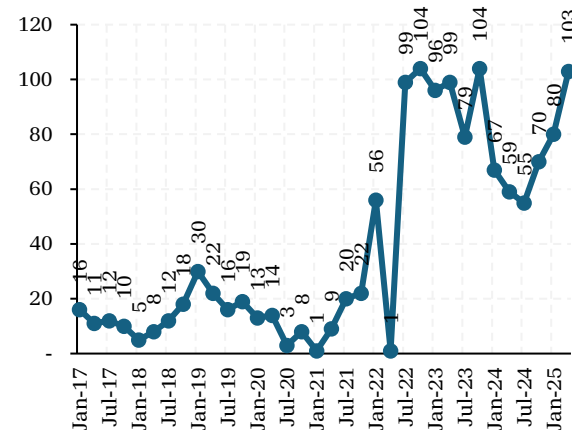
Graphique 31 : Valorisation des actions des marchés émergents



Sources. MAM, Bloomberg

La correction de 2025 a dégradé de façon marquée et disproportionnée la valorisation des biotechs, surtout les sociétés en phase précoce et les IPO récentes. Dans nombre de cas, les valorisations ne reflètent plus les moteurs fondamentaux, malgré des catalyseurs idiosyncratiques (succès d'essais cliniques de la FDA). Environ 100 entreprises biotechs affichent aujourd'hui une valeur d'entreprise négative (**Graphique 32**), dont plusieurs à fort ancrage scientifique et à actifs validés. S'inspirant des précédents de 2022, nous avons initié une position active.

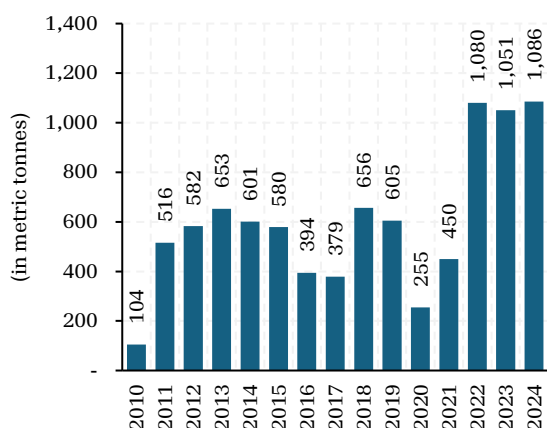
Graphique 32 : Nombre de biotechs à valeur d'entreprise négative



Sources. MAM Research, Bloomberg

Après un premier trimestre solide, l'or a marqué une pause ces derniers mois, évoluant sous les 3 400 \$ depuis la mi-avril. Cette accalmie prendra inévitablement fin. Toutefois, le prochain grand mouvement sera plus probablement une cassure haussière du niveau de résistance qu'un nouvel effondrement prolongé. Le principal moteur du rallye sur trois ans demeure intact : l'appétit insatiable des banques centrales pour l'or (**Graphique 33**). Les fréquents revirements de politique du président Trump ne feront qu'amplifier cette tendance, au fur et à mesure que la confiance dans l'administration américaine s'érode.

Graphique 33 : Achats nets d'or par les banques centrales

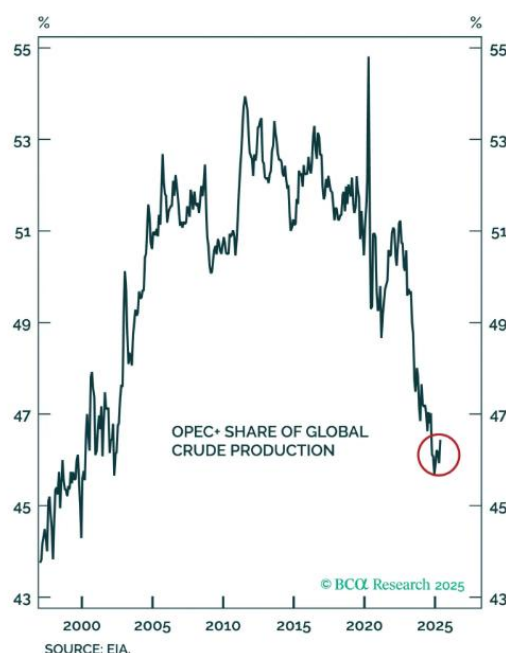


Sources. MAM, Metal Focus Data

Les marchés pétroliers n'ont que modérément fléchi face aux tensions au Moyen-Orient. Si nous estimions peu probable la coupure du détroit d'Ormuz, l'absence d'impact sur les infrastructures d'exportation iraniennes — principalement destinées à la Chine — a également joué un rôle clé de soutien. Par conséquent, la barre à atteindre pour que les marchés s'inquiètent d'éventuelles perturbations d'approvisionnement est plus élevée. Les fondamentaux du brut dicteront donc la dynamique des prix pour le reste de l'année. Il est illusoire de compter sur l'OPEP pour prévenir une correction : des signes timides montrent qu'elle cherche à récupérer une partie de ses parts de marché perdues (**Graphique 34**). La coalition semble accélérer le retrait de ses coupes volontaires, profitant de la forte demande saisonnière et de la réduction des stocks. La courbe à terme anticipe déjà un excédent sur les

marchés pétroliers dès l'année prochaine. L'AIE, l'EIA et l'OPEP tablent sur une demande robuste cette année et l'an prochain, mais dans un contexte de contraction du commerce mondial, ces prévisions paraissent trop optimistes. Le risque de mauvaises surprises reste élevé et pourrait maintenir les cours du pétrole sous pression à court et moyen terme.

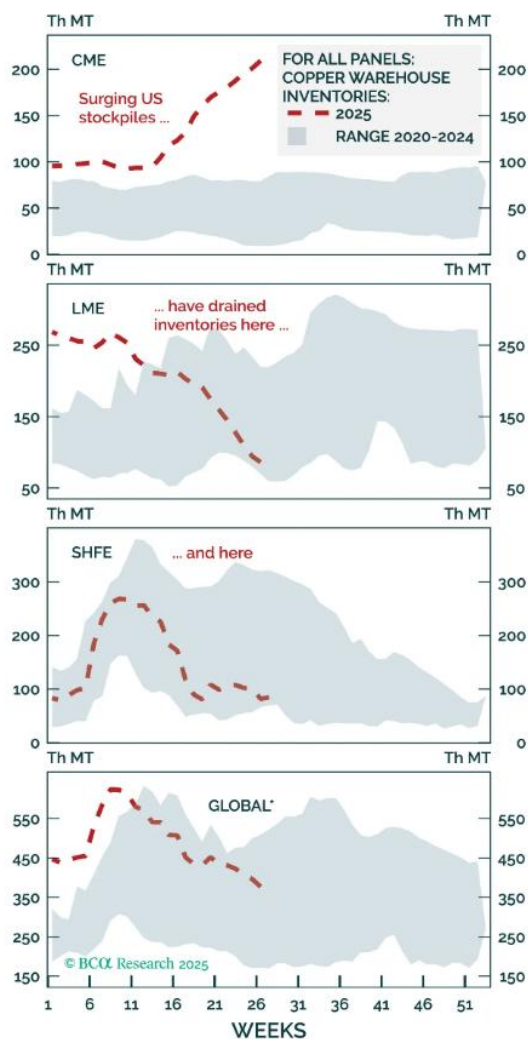
Graphique 34 : Parts de marché de l'OPEP+



Sources. MAM, EIA

Le cuivre s'est distingué parmi les métaux industriels. Toutefois, ce n'est pas sur la base de fondamentaux solides que le métal rouge a rebondi, mais en raison de spéculations liées aux droits de douane, qui ont accéléré les importations américaines. Ce réacheminement s'est fait au détriment des stocks ailleurs (**Graphique 35**) : si les inventaires américains ont flambé, les niveaux à la LME et au SHFE se situent au bas de leur fourchette 2020-2024 pour cette période de l'année. Toute résolution de la Section 232 pourrait fragiliser, voire inverser, son rallye. Nous conservons un biais défensif étant donné la faiblesse du contexte manufacturier à court terme.

Graphique 35 : Répartition des stocks de cuivre



Sources. BCA Research, CME, LME, SHFE

Au sein du spectre des matières premières, nous demeurons constructifs sur le long terme. Toutefois, conscients de la forte progression enregistrée au S1 2025, soutenue par un dollar nettement plus faible, nous adoptons un positionnement plus prudent à court terme.

Annexes

Annexe 1 – Rendements US à 2 ans



Annexe 2 – Rendements US à 10 ans



Annexe 3 – Écart de rendement US 10 ans – 2 ans



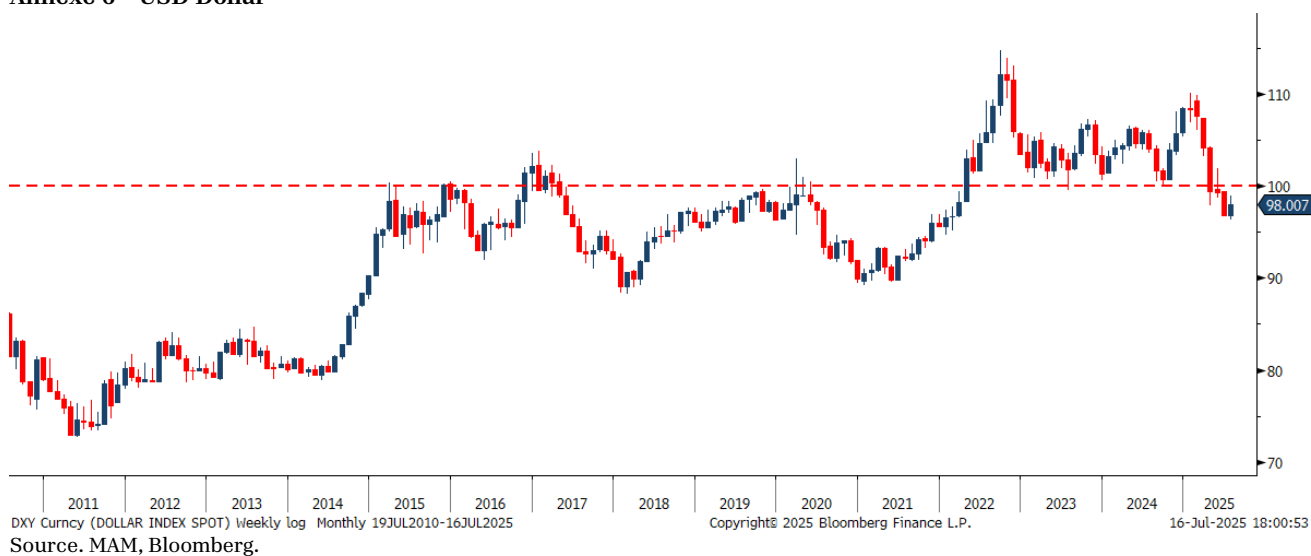
Annexe 4 – Rendements Allemands à 2 ans



Annexe 5 – Rendements Allemands à 10 ans



Annexe 6 – USD Dollar



Annexe 7 – EUR vs. USD



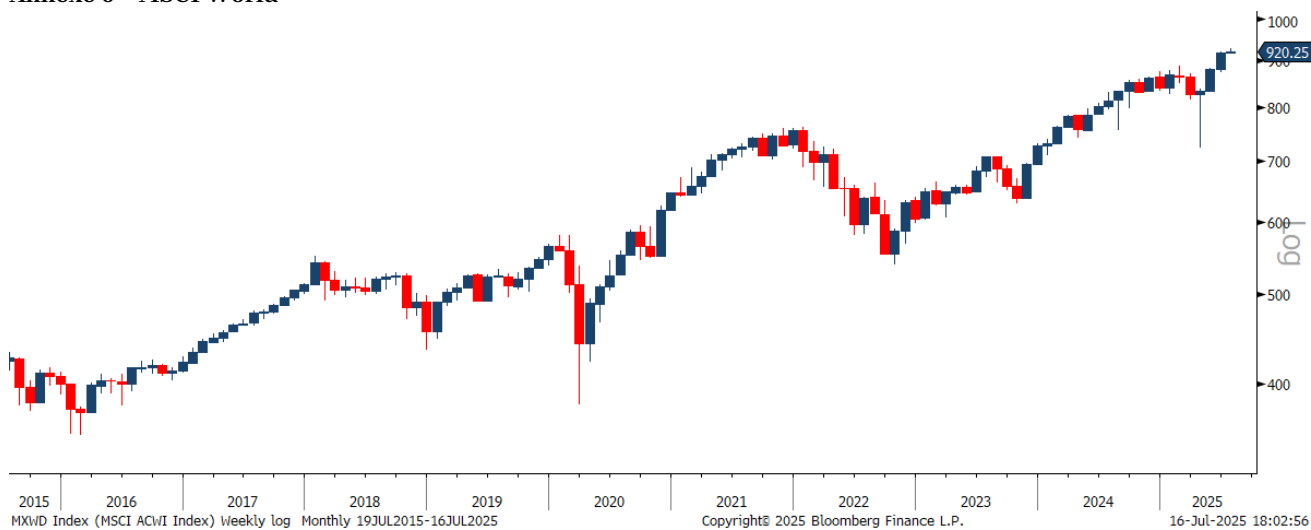
Source. MAM, Bloomberg.

Annexe 8 – GBP vs. EUR



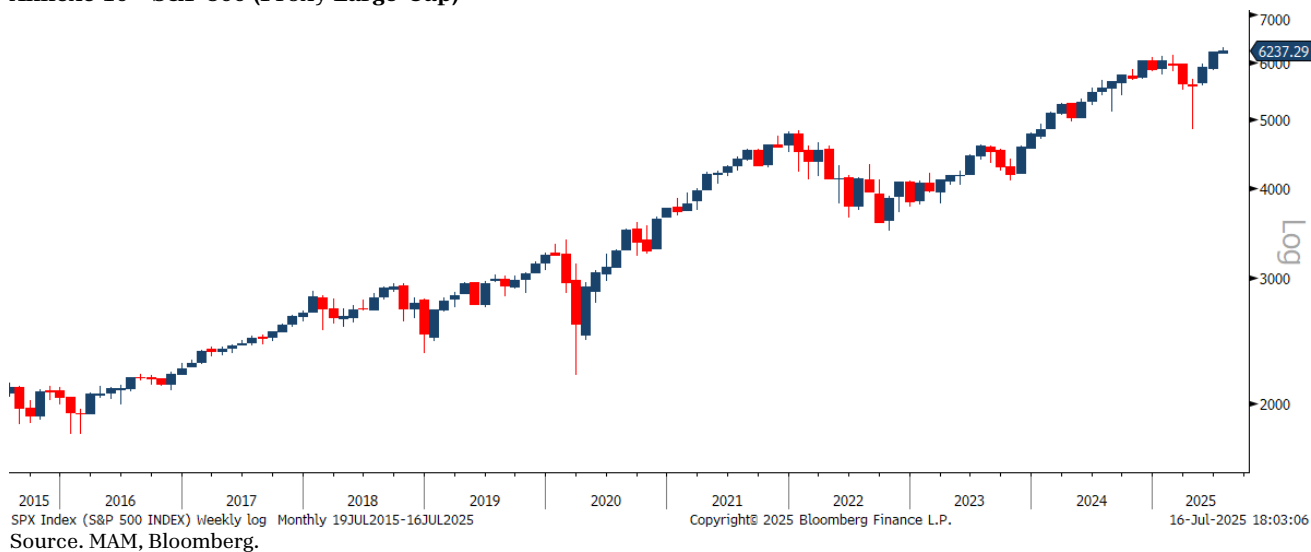
Source. MAM, Bloomberg.

Annexe 9 – MSCI World

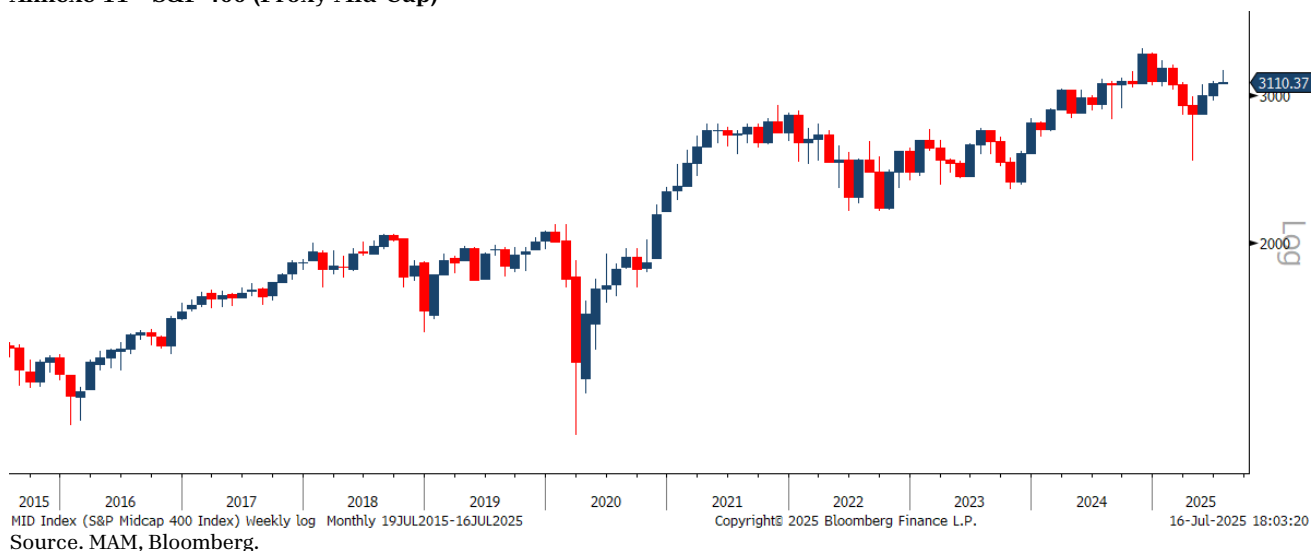


Source. MAM, Bloomberg.

Annexe 10 – S&P 500 (Proxy Large-Cap)



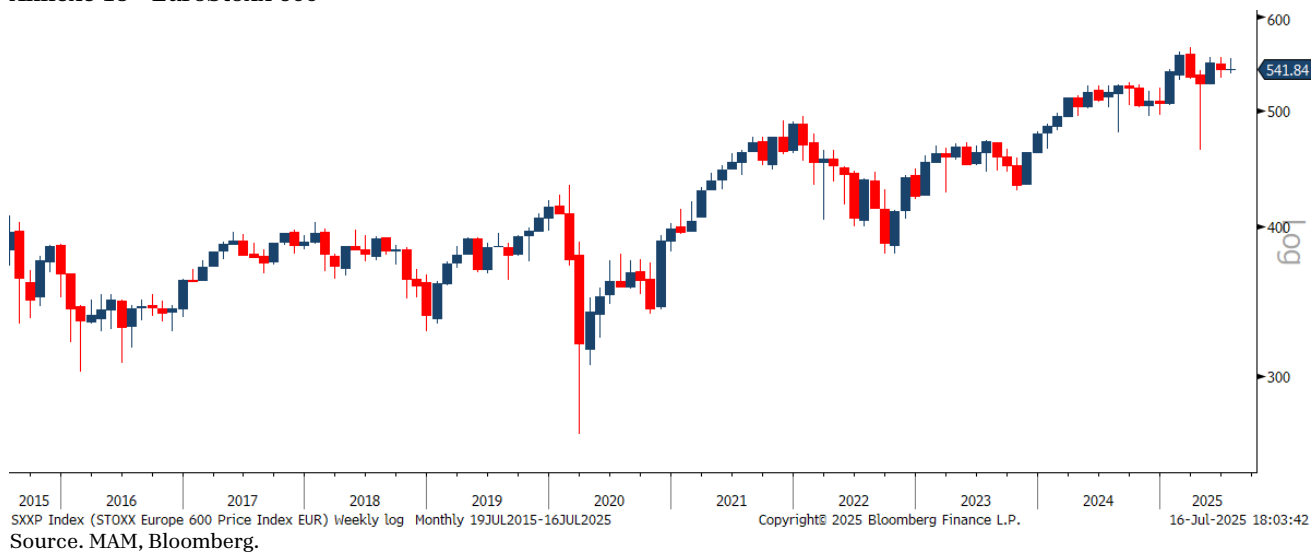
Annexe 11 – S&P 400 (Proxy Mid-Cap)



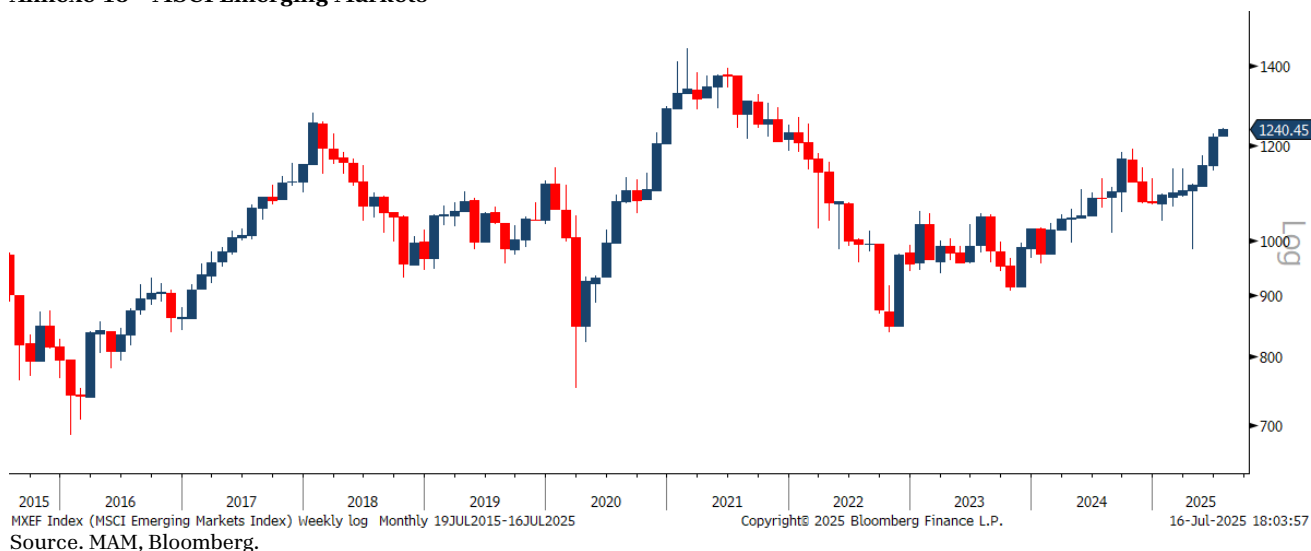
Annexe 12 – Russell 2000 (Proxy Small-Cap)



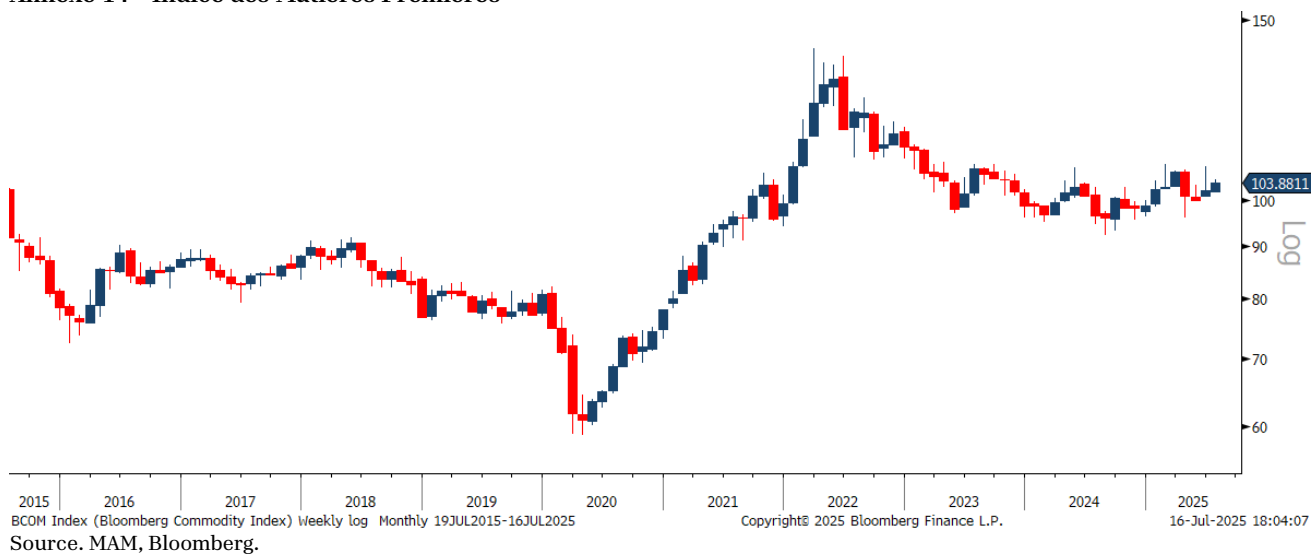
Annexe 13 – EuroStoxx 600



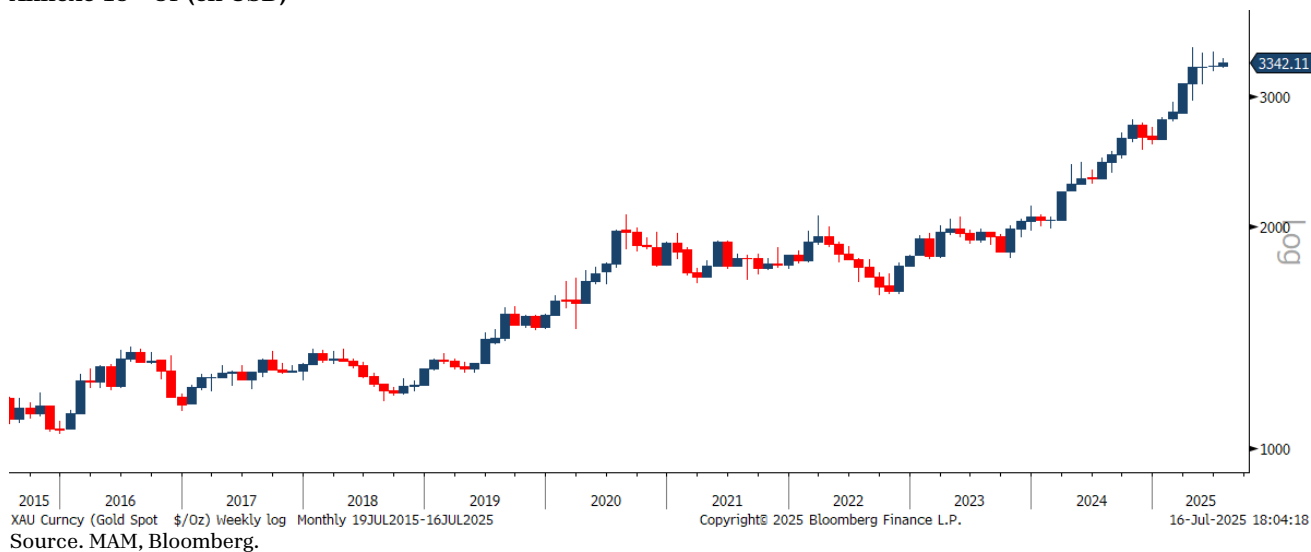
Annexe 13 – MSCI Emerging Markets



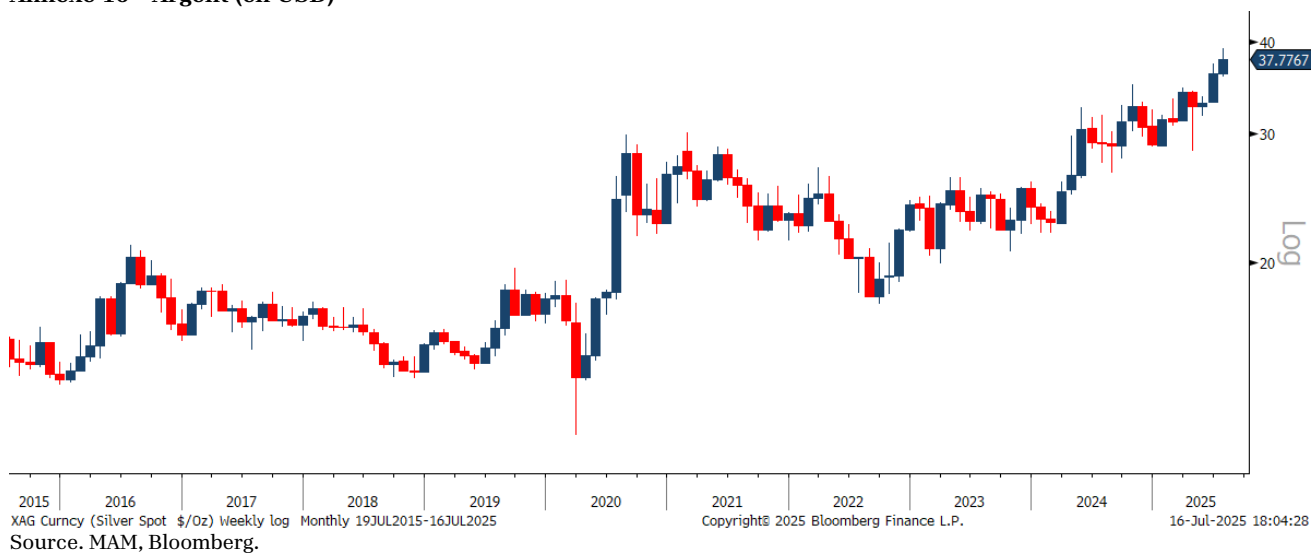
Annexe 14 – Indice des Matières Premières



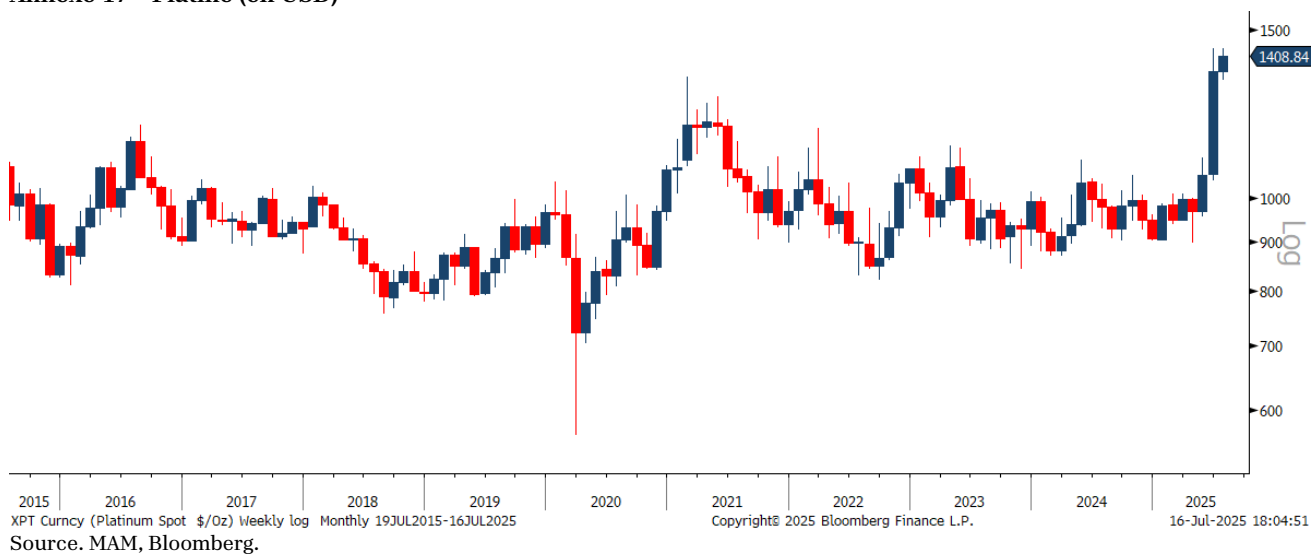
Annexe 15 – Or (en USD)



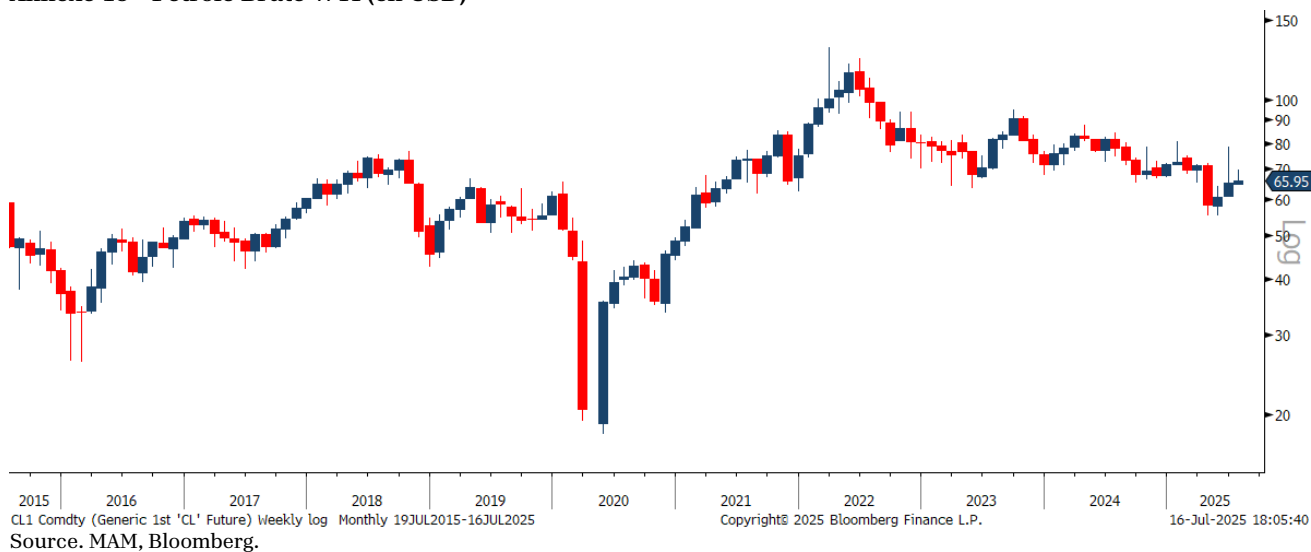
Annexe 16 – Argent (en USD)



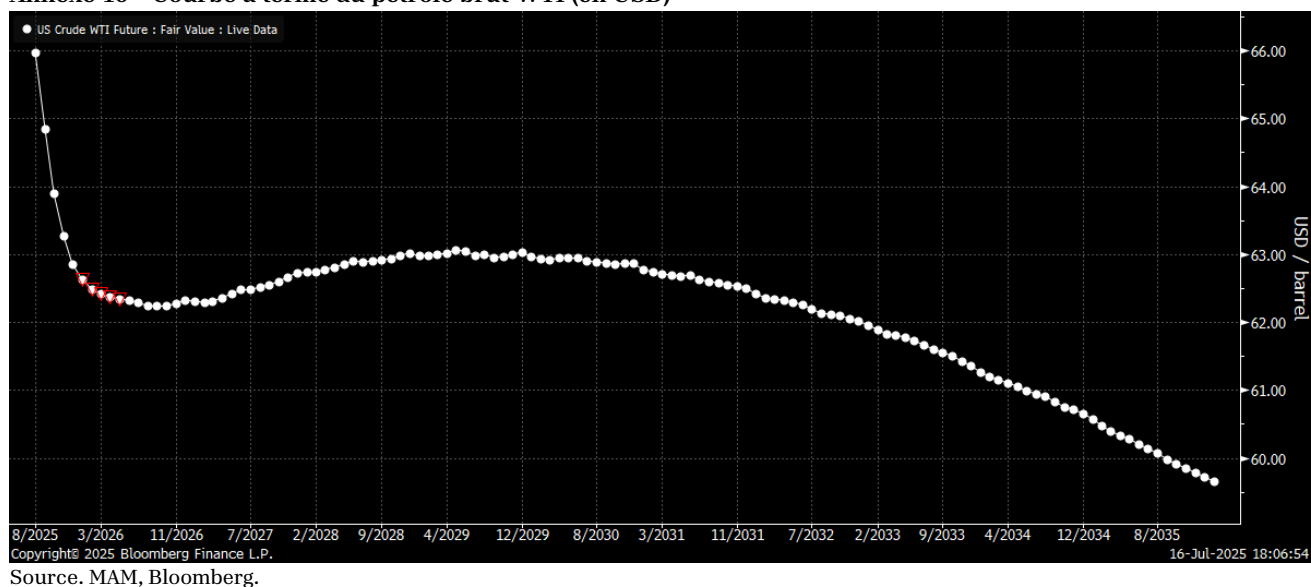
Annexe 17 – Platine (en USD)



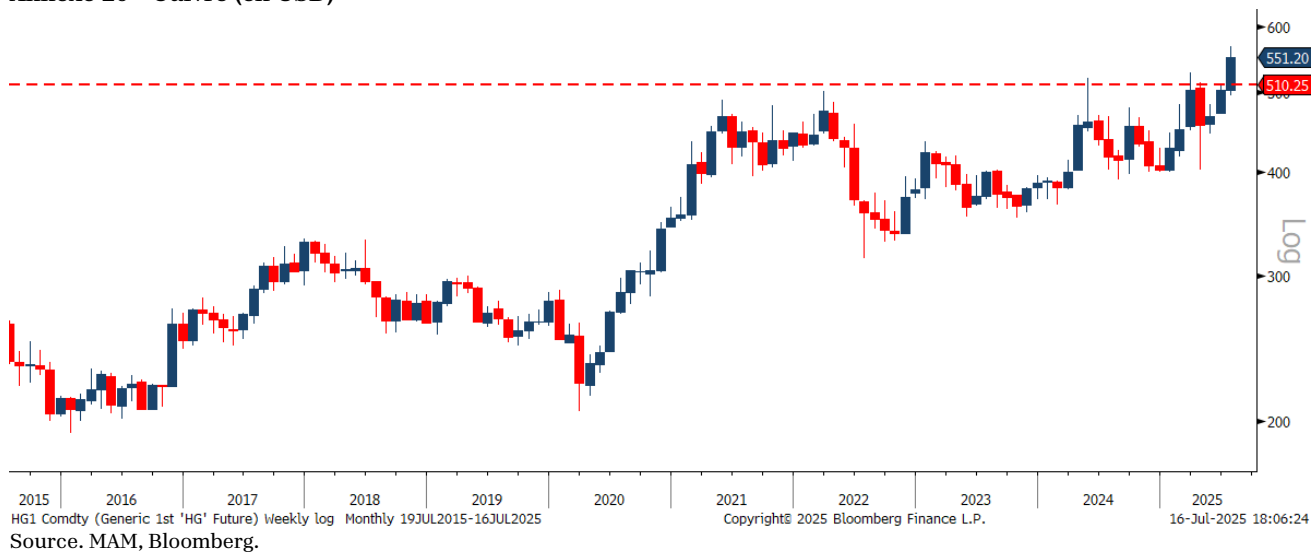
Annexe 18 – Pétrole Brute WTI (en USD)



Annexe 19 – Courbe à terme du pétrole brut WTI (en USD)



Annexe 20 – Cuivre (en USD)



Disclaimer

Le présent document a été établi par Monaco Asset Management (MAM). Il donne un aperçu général des stratégies proposées par MAM.

Ce document est confidentiel et destiné uniquement à son destinataire. Il ne peut être ni dupliqué, distribué ou publié sous forme électronique ou autre sans le consentement écrit préalable de MAM.

Ce document n'a pas été examiné ni approuvé par une autorité réglementaire. Il ne constitue pas une recommandation personnelle. Il a été effectué à titre d'information uniquement, et ne représente pas une offre, une proposition d'offre, une publicité ou une recommandation d'achat ou de vente d'un investissement ou d'un autre produit spécifique. Son contenu a été préparé par nos collaborateurs et repose sur des sources d'information que nous considérons comme fiables. Cependant, nous ne pouvons fournir aucune garantie ou engagement quant à son exactitude, son exhaustivité, son actualisation. Les circonstances et les principes auxquels les renseignements contenus dans la présente publication peuvent changer à tout moment. Une fois publiées, les informations ne doivent donc pas être interprétées comme signifiant qu'aucun changement n'a eu lieu depuis sa publication ou qu'il est encore à jour. En outre, MAM n'est pas tenu de mettre à jour les informations contenues dans ce document.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une aide à la prise de décision en matière de conseil financier, juridique, fiscal ou autre ; aucun investissement ou toute autre décision ne peut être prise sur la seule base de ces informations.

Tous les destinataires de ce document sont invités à effectuer leur propre due diligence dans toute opportunité d'investissement. Ils doivent établir leur propre évaluation et obtenir des conseils professionnels indépendants sur le bien-fondé de l'investissement et sur les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et de placement ainsi que sur les risques que cela comporte. Nous ne garantissons pas l'exactitude ou l'exhaustivité des informations qui sont contenues dans ce document qui peuvent avoir été obtenues de/ou basées sur des services commerciaux et statistiques ou d'autres sources tierces.

Nous déclinons sans réserve toute responsabilité pour les pertes ou dommages de quelque nature que ce soit, directs ou indirects, pouvant résulter de l'utilisation de cette publication.

Les informations ci-dessus concernent le présent document ainsi que toute documentation associée, y compris le courriel ou la lettre d'accompagnement.

MAM est enregistrée auprès du Registre du Commerce et de L'industrie de la Principauté de Monaco sous le n° 99S03612 et agréée auprès de la Commission de Contrôle des Activités Financières sous le n° SAF/99-03.