

JUILLET 2025

## Editorial

Au cours de ce premier semestre, l'économie mondiale aura fait preuve d'une certaine résilience, avec des rythmes de croissance proche des tendances long terme, en dépit des nombreuses surprises qui ont émaillé cette première partie de l'année. Les opérateurs auront en effet non seulement été confrontés à des changements majeurs dans la politique commerciale des États-Unis, mais également à de fortes tensions géopolitiques qui, si elles avaient persisté, pour ce qui est du Moyen-Orient du moins, auraient pu à terme perturber les marchés de l'énergie. Tout cela entretient des doutes sur l'orientation de la politique monétaire, dans un contexte où de nombreux pays sont par ailleurs en difficulté sur le front budgétaire. Il est sans doute encore un peu trop tôt pour porter un jugement ferme sur la manière dont toutes ces forces vont évoluer. Mais il est en tous cas encourageant de constater la robustesse de la situation macroéconomique américaine, même si ces dernières semaines, certains indicateurs d'activité semblent pointer dans le sens d'un ralentissement. Il est également rassurant de constater que les droits de douane ne se sont pas encore répercutés de manière significative sur les prix aux États-Unis. Et si bon nombre d'entreprises américaines se sont montrées prudentes quant aux perspectives de fin d'année, force est de constater que les résultats du premier trimestre 2025 étaient plutôt globalement solides. Tout ceci a permis à la bourse américaine de se reprendre vivement suite au trou d'air créé par l'annonce surprise des droits de douane réciproques par Donald Trump le 2 avril dernier. Le S&P500, qui avait dévissé de près de 15% en 3 séances, s'est en effet vivement repris tout au long du mois d'avril. Un mois après ce décret présidentiel imposant des droits de douanes généraux de 10% sur tous les pays à partir du 5 avril et des tarifs réciproques jusqu'à 25% et plus pour les pays avec lesquels les États-Unis ont les plus grands déficits commerciaux, la bourse américaine avait comblé ses pertes. Le délai de 90 jours décidé par le président américain y est évidemment pour quelque chose. Mai et juin ont été du même acabit si bien qu'au 30 juin, le S&P500 affichait une hausse de +5.50% YTD vs -15.00% au 8 avril. Enorme rebond, en dépit de la crise éclair de la mi-juin entre Israël et l'Iran que les marchés auront appréhendé, une fois n'est pas coutume, avec beaucoup de calme. Les opérateurs ont en effet été rassuré que Donald Trump pèse de tout son poids

pour arrêter les hostilités au bout de 12 jours, évitant ainsi pour le moment une surenchère qui aurait pu se révéler dangereuse pour l'économie mondiale si l'Iran avait par exemple décidé de mener des représailles dans le détroit d'Ormuz.

L'Europe pour sa part termine ce premier semestre à + 8.32% YTD pour l'indice Eurostoxx50. Mais les évolutions sont légèrement différentes dans le sens où les marchés européens avaient pris beaucoup d'avance au cours du premier trimestre. Au point bas du 8 avril, le recul était de -5% YTD seulement vs -15% pour les États-Unis. Sur la période récente en revanche, le momentum est plutôt à l'avantage des États-Unis qui n'ont cessé de progresser tandis que les bourses européennes sont en léger repli depuis leur point haut du 20 mai. La croissance plus faible en zone euro conjuguée à une devise européenne en hausse de 13% contre USD depuis le début de l'année expliquent sans doute en partie cette relative atonie des bourses européennes depuis un mois et demi. Sans parler des divisions qui se font jour au sein de l'Union, bien à la peine dans son projet de défense commune pourtant bien nécessaire face à la montée des périls et aux menaces américaines récurrentes de moins aider le vieux continent. Sans parler aussi des problèmes budgétaires de l'état membre important qu'est la France, dont le niveau de dette devient franchement très préoccupant.



Sur le front des taux d'intérêts à long terme, notons que le 10 ans allemand offre aujourd'hui un rendement de 2.67% vs 2.40% fin 2024. Une légère hausse donc avec un pic brutal observé mi-mars suite à l'annonce du plan bazooka de 500 milliards sur 12 ans présenté par le chancelier Merz, plan assorti d'une réforme constitutionnelle du « frein à l'endettement ». Ce plan a été perçu comme un changement radical de doctrine pour l'Allemagne, longtemps gardienne de l'orthodoxie budgétaire. A l'inverse, les rendements de

	Q2 2025	YTD 2025	Close 30/06/25
DOW JONES	4.98%	3.64%	44 094.77
S&P 500	10.57%	5.50%	6 173.07
FTSE 100	2.08%	7.19%	8 760.96
EUROST.50	1.05%	8.32%	5 303.24
CAC 40	-1.60%	3.86%	7 665.91
FTSE MIB	4.57%	16.40%	39 792.22
MSCI EM	11.02%	13.70%	1 222.78
CRUDE OIL	-8.91%	-9.22%	65.11
GOLD	5.75%	25.86%	3 303.14
EUR/USD			1.1787
EUR/CHF			0.9348
EUR/GBP			0.8583
EURIBOR 1M			1.925%

l'emprunt d'état à 10 ans américain se sont plutôt détendus, de 4.60 en fin d'année dernière à 4.39% aujourd'hui, avec même un bref passage sous les 4% début avril après l'annonce sur les tarifs, quand les opérateurs craignaient un effet dévastateur sur la croissance mondiale.

Au niveau des marchés émergents, nous ne pouvons que constater leur fort dynamisme boursier depuis quelques mois. A l'instar de l'Europe en fin d'année dernière, ils étaient très sous-valorisés par rapport aux États-Unis, se payant autour de 12x les bénéfiques. Un rattrapage a commencé à s'opérer, le P/E de l'indice MSCI Emerging Markets se situant aujourd'hui autour de 13.6x les bénéfiques, après un rallye boursier de 13.70% depuis le début de l'année, largement aidé par le redémarrage du marché chinois, lui-même aidé par l'accord commercial partiel sino-américain. Cet accord fait suite à des discussions à Genève (mai) et Londres (mi-juin), qui avaient permis de poser un cadre général pour sortir de l'impasse.

Pour résumer, un bon premier semestre finalement, certes marqué par beaucoup de volatilité sur les marchés actions, mais qui aura révélé quelques points rassurants : Donald Trump, pour obtenir 10 ou 20%, est capable de demander 140%, avant de se rétracter par la suite, une fois ses interlocuteurs sous le choc. Certains parleront de TACO Trade (Trump Always Chickens Out), d'autres de pragmatisme et d'art de la négociation. Quoiqu'il en soit, les délais et assouplissements supplémentaires accordés pour négocier, les accords partiels déjà conclus (Chine), tout cela aura permis un léger rebond des enquêtes de confiance dont les metrics s'étaient effondrées juste après le Liberation Day.

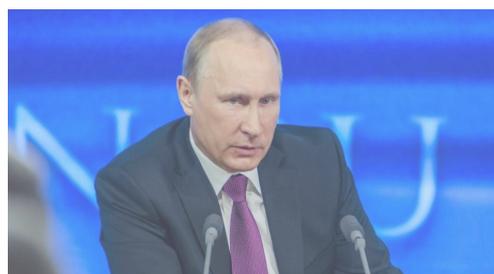


(Suite de l'édito) De plus, l'inflation aux États-Unis a surpris à la baisse pour la quatrième fois consécutive en mai 2025, en dépit du relèvement des tarifs douaniers de février, signal pour le moins encourageant qui pourrait ouvrir la voie à une Fed plus accommodante à court terme. Certains économistes parmi les plus optimistes pourraient même être tentés de parler de scénario « Goldilocks » caractérisé par une croissance américaine résiliente, un ralentissement de l'inflation, et des perspectives de baisses de taux. Attention néanmoins, car au cours du second semestre, l'inflation pourrait fugitivement repasser au-dessus des 3% au fur et à mesure que les droits de douane se répercuteront sur les prix. Jusqu'à présent, ce sont les entreprises qui ont en grande partie absorbé le choc tarifaire, réduisant leurs marges et bénéficiant des stocks accumulés au premier trimestre. Mais si accélération de l'inflation il devait y avoir au deuxième semestre, elle devrait selon toute vraisemblance être temporaire. Le marché du travail commence en effet à montrer des premiers signes de ralentissement (voir section Macro-Economie en page 3), une tendance qui devrait se poursuivre du fait du ralentissement de la consommation, des pressions sur les marges exercées par les tarifs douaniers et du frein à l'embauche que constituent les incertitudes politico-économiques. Peu probable de ce fait que ces hausses de prix fassent pression sur les salaires (effet de second tour). Dès lors, la Fed devrait poursuivre ses baisses de taux afin de normaliser sa politique d'ici fin 2026, avec un taux des Fed Funds autour de 3,5 %. C'est en tous cas ce que souhaite la Maison-Blanche, en dépit de la prudence de Jérôme Powell, l'actuel (et en sursis) gouverneur de la FED. Si cette dynamique devait se mettre en place au cours du second semestre, cela ouvre le chemin à des marchés actions américains toujours constructifs, d'autant que la « grande et belle » loi budgétaire récemment présentée par le président américain prévoit des réductions d'impôts à court terme, l'augmentation de certaines dépenses, notamment dans le militaire, permettant de faire tourner la machine industrielle américaine, tandis que les mesures d'austérité (à part les coupes dans le Medicare et les politiques vertes) semblent être remises à plus tard, au grand dam d'Elon Musk, qui ne s'est pas privé de critiquer verbalement ce texte. Attention néanmoins, après le formidable rallye récent, les valorisations sont de nouveau un peu tendues, le S&P500 se payant aujourd'hui près de 24 fois les bénéfices estimés pour 2025. Et quelques nuages restent encore accrochés à l'horizon et réclament de notre part une attention particulière :

Sur le front géopolitique tout d'abord, si le bombardement américain du 22 juin dernier sur Fordo, Natanz et Ispahan a mis un coup d'arrêt au programme nucléaire iranien, une question peut se poser. S'agit-il d'un coup d'arrêt définitif ou d'un simple gain de temps ? En tous cas, Israël, sommée par Donald Trump de rappeler ses avions, va tôt ou tard se reposer cette question, tant ce sujet du nucléaire iranien est un sujet existentiel pour ce pays. Nul ne peut à ce stade exclure de nouvelles frappes sur le sol iranien en 2025. Et quelle serait dès lors la réaction des mollahs, déjà passablement humiliés par les bombardements récents ? Leurs capacités de défense anti-aérienne ont certes été mises à mal, mais ils gardent un pouvoir de nuisance, par le biais du terrorisme par exemple ou par le blocage du détroit d'Ormuz.

À Gaza, la situation est tout sauf réglée, situation humanitaire toujours préoccupante, otages toujours détenus par le Hamas, et une autorité israélienne toujours farouchement opposée à la solution à deux états, comme l'a encore rappelé hier son premier ministre.

Sur le front ukrainien, là-aussi, peu d'avancées. Non seulement Vladimir Poutine n'a pas donné suite aux propositions de cessez-le-feu du président américain, mais les attaques russes redoublent même d'intensité. Donald Trump de son côté semble de plus en plus frustré à l'égard de Moscou, choqué qui plus est par le pilonnage en cours sur les civils.



Il y a deux jours, il a même publiquement déclaré que « Poutine racontait beaucoup de bêtises (« bullshits ») à propos de l'Ukraine », réalisant peut-être enfin après de longs mois d'atermoiements que le leader du Kremlin n'avait nullement l'intention de se détourner de son objectif final, à savoir vassaliser l'Ukraine à l'image du territoire Biélorusse. Machine arrière dès lors sur la livraison d'armes défensives américaines à l'Ukraine. Et un conflit qui, à défaut de s'être réglé en deux jours, comme cela avait été promis, risque au contraire de durer. Les marchés financiers se passeraient évidemment bien de toutes ces incertitudes guerrières.

D'autant que les incertitudes quant à l'autre guerre, la guerre commerciale demeurent, tout spécialement avec l'Europe. Aujourd'hui le 9 juillet était la date limite fixée par Trump pour conclure un accord avec la zone euro, mais les négociations restent pour le moins tendues au moment où nous écrivons ces lignes. L'exécutif européen souhaite sceller un accord d'ici au 1er août, selon Bernd Lange, président de la Commission du commerce international au Parlement européen. Cependant, plusieurs points d'achoppement subsistent, en particulier l'absence d'engagement américain sur une réduction immédiate des droits de douane et sur un moratoire concernant de nouvelles taxes. Selon le Financial Times, l'Union européenne risque d'affronter, au bout du compte, un droit de douane plancher supérieur à celui obtenu par le Royaume-Uni, à savoir 10 %. Actuellement, les exportations européennes vers les États-Unis sont frappées de droits de douane significatifs : 50 % sur l'acier, 25 % sur les véhicules, et 10 % sur la majorité des autres produits. D'autres hausses sont à l'étude, notamment de possibles prélèvements sur les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques. Et pas plus tard qu'aujourd'hui, l'on apprenait un projet de droit de douane de 50% sur le cuivre. La réaction sur les marchés a été immédiate avec une envolée de 15% de ce métal crucial en quelques heures. À surveiller car une inflation américaine qui sortirait supérieure aux attentes cet été du fait des tarifs douaniers pourrait retarder la baisse des taux de la Fed. Si l'on ajoute à cela les inquiétudes budgétaires et les questions liées à la soutenabilité de la dette, cela pourrait entraîner une hausse des rendements américains à long terme et peser l'évolution des actifs risqués.

Face à ces incertitudes et au traditionnel regain de volatilité estival, nous demeurons plus que jamais fidèles à notre philosophie : Diversification & qualité avec toujours un pied sur les bourses émergentes, plus raisonnablement valorisées que les bourses américaines et un maintien de notre exposition européenne, avec un mixage des styles entre growth et value, petites & moyennes valeurs et grosses capitalisations. Toujours une belle exposition obligataire avec peut-être un focus un peu plus particulier sur l'obligataire de qualité vs le high yield compte-tenu du niveau actuel des spreads de crédit, très resserré. Le maintien de notre protection or (or physique et mines d'or). Et le recours à des fonds décorrélatants (alternatifs ou multi-assets) nous permettant d'avoir des supports capables d'afficher des performances positives, même en cas de marchés boursiers difficiles.

Christophe Carrafang



## Macroéconomie

Un début d'année morose qui conforte les décisions des banquiers centraux

### Indice des prix : Retour à la normale

- En Zone Euro, l'inflation se stabilise depuis plusieurs mois ; +2% pour le mois de juin, au même niveau que le principal taux de la BCE. Les écarts sont toujours importants entre les pays de la Zone ; +0.9% en France, +2% en Allemagne, 2.2% en Espagne et 1.7% en Italie.
- Aux Etats-Unis, l'inflation recule ; +2.4% pour l'inflation de juin, +2.8% pour l'indice hors éléments conjoncturels.
- L'inflation repart au Royaume Uni ; +3.4% contre +2.8%, en mars.

### Marché de l'emploi : les mois se suivent et se ressemblent

- Le taux de chômage en Zone Euro est stable, autour des plus bas historiques à +6.3%. Le ralentissement de l'activité ce chiffre, surprenant, est lié à des facteurs démographiques.
- Les indicateurs du marché de l'emploi aux Etats-Unis sont toujours corrects. A surveiller cependant l'indicateur de création d'emplois ADP qui est passé en négatif pour la première fois depuis deux ans. Le taux de chômage reste bas à 4%.
- Même s'il reste faible, le taux de chômage au Royaume-Uni monte, il est à 4.5% contre 3.9% en décembre.

### Activité manufacturière : Pas de franche amélioration en attente de la finalisation de tous les accords commerciaux

- Stabilisation en Zone Euro, avec l'indicateur qui passe de 48.6 en mars à 49.5 en juin.
- En Chine également les chiffres ne décollent pas à 50.4 et 49.7 en fin de trimestre.
- Aux USA l'indicateur est toujours en zone de contraction à 49.

### Activité des services : détérioration générale vers les zones de contraction

- En Zone Euro, l'indicateur d'activité est stable autour de 50 depuis le début de l'année.
- La stabilité est aussi de mise en Chine, où les indicateurs se situent depuis octobre sur globalement les mêmes niveaux.
- L'activité des services dans la plus grosse économie du monde recule et se rapproche de la zone de contraction (50.8 contre 53.5 en février).

Damien Liegeois

### Retour à la normale sur le front de l'inflation européenne





## Grand Angle

### Jusqu'où ira la baisse du dollar ?

Depuis plusieurs mois, le dollar américain connaît une tendance baissière face aux principales devises mondiales. Cette faiblesse s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, les investisseurs anticipent que la Réserve fédérale américaine adoptera une politique monétaire plus accommodante. Ensuite, le ralentissement économique aux États-Unis, conjugué à une inflation mieux maîtrisée, renforce cette dynamique. Par ailleurs, les tensions géopolitiques et la diversification des réserves de change par certaines banques centrales (notamment en Asie et au Moyen-Orient par l'achat massif d'or) pèsent également sur la devise.

Un autre facteur qui alimente la pression sur le dollar est l'incertitude croissante autour de la dette américaine. Celle-ci atteint des niveaux historiques et suscite des inquiétudes sur la soutenabilité budgétaire du pays. Les débats récurrents au Congrès sur le relèvement du plafond de la dette, associés à des déficits publics persistants, fragilisent la confiance des investisseurs dans la stabilité financière des États-Unis, et donc dans leur monnaie.

À cela s'ajoute une dimension politique : Donald Trump milite pour un dollar plus faible. Selon lui, une devise moins forte rend les exportations américaines plus compétitives à l'international, ce qui favoriserait la croissance et réduirait le déficit commercial du pays. Cette vision s'inscrit dans une logique de soutien à l'industrie nationale et de rééquilibrage des échanges extérieurs.

Cependant, plusieurs éléments pourraient venir enrayer cette chute ou du moins amener une stabilisation de la devise. Le dollar reste une valeur refuge incontournable. En période d'instabilité géopolitique ou économique, comme lors de tensions en Europe ou au Moyen-Orient, les investisseurs recherchent la sécurité et se tournent massivement vers le billet vert, considéré comme un actif sûr et liquide. Si l'économie américaine montre une reprise plus solide qu'attendue (voir notre Special Topic ci-dessous), cela renforcerait l'attractivité du dollar. Une économie performante attire les capitaux étrangers, ce qui alimente la demande pour la devise. Enfin, au-delà des fluctuations conjoncturelles, le dollar bénéficie d'une confiance structurelle forte. Il repose sur des institutions financières stables, un marché obligataire profond et une transparence réglementaire qui rassurent les investisseurs mondiaux. Les bons du Trésor américain restent une référence mondiale, et de nombreuses banques centrales conservent des réserves importantes en dollars, renforçant son statut de pilier du système monétaire international.

La baisse du dollar n'a pas été pas sans conséquences pour les investisseurs internationaux. Ceux qui sont exposés aux marchés américains affichent une performance négative sur l'année du fait de la baisse du billet vert, même si les performances boursières restent solides.

Damien Beasse

## Special Topic

### Doit-on craindre une récession américaine ?

Trois mois après notre première analyse, en attendant la finalisation des accords tarifaires douaniers bilatéraux entre les USA et leurs partenaires commerciaux, l'activité mondiale se détériore lentement à commencer par l'économie américaine. Sauf surprises de dernière minute, tout laisse néanmoins à penser que les taux appliqués seront relativement raisonnables et que, sur ces bases, les décideurs économiques pourront enfin agir et faire sortir l'économie de sa torpeur.

En parallèle, les mesures votées le 4 juillet dans le cadre du budget républicain devraient, en toute logique, réalimenter la croissance américaine et ainsi éviter la poursuite de la détérioration économique.

La combinaison, baisses d'impôts pour les entreprises et les ménages, réorientation des dépenses vers l'industrialisation et la défense a généralement des impacts rapides sur l'activité. Certains experts tablent sur un impact

net de +0.5% à +1% de croissance supplémentaire sur les 10 prochaines années. D'autres s'inquiètent de l'impact des réductions des dépenses sociales sur la consommation des ménages. Une autre inconnue, à plus long terme, réside dans la capacité à créer suffisamment de croissance pour compenser l'augmentation des dépenses publiques.

L'autre élément crucial de cette loi, pour l'économie, est le volet bancaire qui permet de redonner des marges de manœuvre aux grandes banques américaines afin de relancer le crédit. La déréglementation proposée - baisse de l'exigence des fonds propres - abandon de certaines règles Bâles3 - assouplissement des règles de fusion acquisition... va permettre aux établissements financiers d'augmenter leurs activités de prêt. On parle de plusieurs trillions de dollar de capacité supplémentaire, ce qui, en parallèle des baisses des taux de la Réserve Fédérale à venir, stimulera forcément l'activité économique.

Les marchés financiers semblent valider ce scénario positif ; les actions américaines, après le trou d'air du mois d'avril, ont repris de la hauteur, avec une progression des indices à deux chiffres sur le dernier trimestre et de nouveaux plus hauts sur le S&P500 et le Nasdaq. De plus, les « spread » sur les obligations à hauts rendements se sont resserrés et la courbe des taux reste pentifiée entre les maturités 2 ans et 30 ans.

Autre bonne nouvelle, avec la baisse de l'inflation, la confiance des consommateurs a récemment amorcé un rebond.

La prochaine étape sera la constatation de cette amélioration sur les chiffres économiques pour la deuxième partie de l'année. Car, même si, pour le moment, le marché de l'emploi résiste, les indicateurs manufacturiers (49) et des services (50.8) américains flirtent toujours avec les niveaux de contraction.

Damien Liegeois

### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 9 juillet 2025. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés. Crédits photos: Pixabay.