

On s'habitue à tout... ?

Nous voici à la fin du premier semestre 2025, une période particulièrement surprenante par ses performances, les comportements d'actifs et les grandes orientations macroéconomiques.

Lettre Mensuelle

Édition Juillet

2025

L'Europe en tête du peloton, contre toute attente.

Alors que le consensus de début d'année plaçait les États-Unis comme les principaux bénéficiaires du cycle économique, c'est bien l'Europe qui s'impose comme le grand gagnant de ces six premiers mois. Soutenue par un regain de confiance, une résilience industrielle inattendue et l'annonce d'un ambitieux plan d'investissement allemand de plus de 200 milliards d'euros, les places boursières européennes ont enregistré des performances solides, surpassant les indices américains.

Un dollar affaibli, mais dans la moyenne historique.

L'exposition au dollar aurait pu coûter cher cette année. La devise américaine s'est nettement repliée depuis janvier, pénalisée par un ralentissement de la croissance aux États-Unis, des anticipations de baisse de taux par la Fed et une demande extérieure en reflux. Toutefois, les niveaux actuels s'inscrivent dans une moyenne glissante sur deux ans, ce qui relativise l'ampleur du décrochage.

Le "scénario Trump" inquiète, mais se stabilise.

Comme lors des dernières années, le mois d'avril a été marqué par une volatilité accrue (cf notre lettre du 7 avril 2025), alimentée cette fois par les premières annonces musclées de Donald Trump en vue de son retour à la Maison Blanche. Contrairement à son précédent mandat, il a démarré par des mesures protectionnistes fortes (droits de douane accrus sur les véhicules asiatiques, relocalisation forcée de certains secteurs industriels), laissant craindre un choc sur le commerce mondial. Toutefois, les marchés ont ensuite intégré un scénario plus modéré, misant sur un équilibre entre rhétorique électorale et pragmatisme économique.

La discipline l'emporte sur le "market timing".

Une fois encore, la discipline de gestion s'est révélée déterminante. Face à un environnement brouillé par des signaux contradictoires, les stratégies trop tactiques se sont avérées inopérantes. La constance et l'ancrage dans les fondamentaux ont offert une meilleure visibilité.

Perspectives pour le second semestre : prudence et sélectivité

Les six prochains mois s'annoncent riches en événements. Les statistiques macroéconomiques publiées à partir de septembre (inflation, croissance, confiance des ménages) seront décisives pour affiner la tendance de fin d'année. Nous surveillerons particulièrement :

Les premiers effets concrets du plan allemand sur les valeurs industrielles et cycliques du Vieux Continent, les répercussions des décisions américaines sur la demande mondiale, et les éventuelles annonces fiscales ou budgétaires liées aux élections de mi-mandat américaines.

Notre allocation reste inchangée à ce stade :

- Surpondération de la zone euro, avec un biais cyclique affirmé afin de bénéficier pleinement du stimulus allemand,
- Exposition prudente aux émergents, où les perspectives restent contrastées selon les zones,
- Positionnement américain sous-pondéré, dans l'attente d'une meilleure lisibilité politique et économique.
- Concernant la tech américaine, nous estimons que le marché n'a pas encore intégré les risques de révision de valorisation liés à la hausse des taux réels. Un retour est envisageable, mais pas avant un nouveau cycle de volatilité.
- Enfin, nous restons à l'écart de la dette privée, malgré son rendement apparent. L'illiquidité croissante du marché, la concentration des positions et l'absence de catalyseur nous incitent à éviter un marché « trop consensuel ».

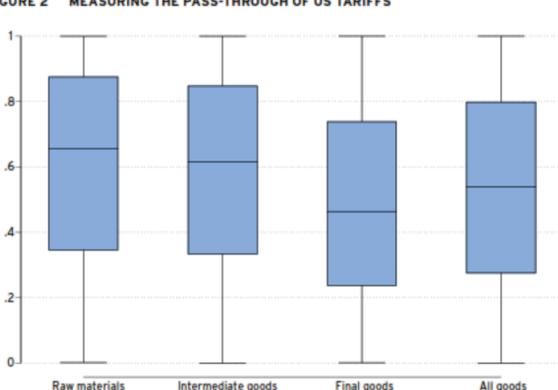


Voici quelques idées pour étayer nos propos : Le commerce mondial continue de progresser malgré le conflit douanier en cours.

A fin juin, il a cru à un rythme proche de son habitude (autour de 3% l'an, pas loin de la croissance mondiale). Cela permet de relativiser les craintes de « déglobalisation », plus graduelle et mesurée qu'on ne le dit souvent.

« Les Chinois vont payer nos droits de douane, pas les Américains ».

FIGURE 2 MEASURING THE PASS-THROUGH OF US TARIFFS



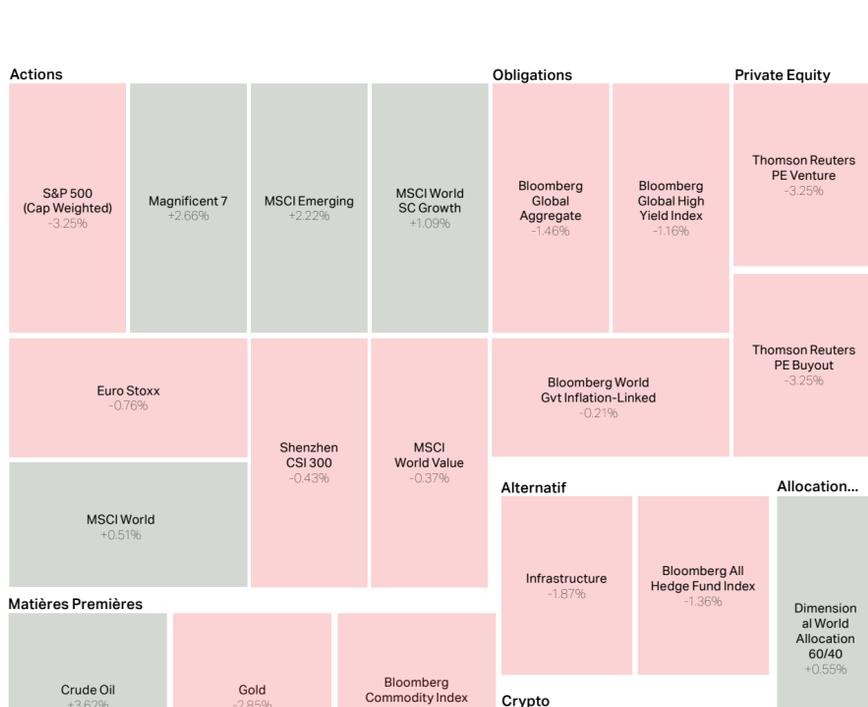
Contrairement à l'idée selon laquelle seuls les exportateurs étrangers supportent les droits de douane, une analyse montre qu'en moyenne 53 % du coût est répercuté sur les consommateurs américains, tandis que 47 % sont absorbés par les exportateurs via une réduction de marge. Le taux de répercussion varie fortement selon les produits, atteignant plus de 60 % pour les matières premières et produits intermédiaires, c'est-à-dire ceux achetés principalement par les entreprises américaines.

2D) Household Debt as a Share of Household Net Worth at Decade.



Les ménages américains affichent une situation solide : **faible endettement, hausse des salaires supérieure à l'inflation, chômage bas et marché de l'emploi dynamique.** Autant d'éléments qui témoignent d'une économie résiliente, loin d'un scénario pessimiste.

Performance des marchés de référence pour juillet 2025



Ans source: Cypanga

