



MONTHLY HOUSE VIEW

Juin 2025

Après la perte du AAA, Trump veut sécuriser son BBB

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	APRÈS LA PERTE DU AAA, TRUMP VEUT SÉCURISER SON BBB	
02•	Macroéconomie	P4
	LA COMPLEXITÉ DE L'INFLATION	
03•	Obligations	P6
	LE PRIX D'UN AAA	
04•	Actions	P8
	UN RALLYE AUX FONDATIONS FRAGILES	
05•	Devises	P10
	L'HEURE DES ALTERNATIVES	
06•	Marchés privés	P12
	DETTE PRIVÉE : LA RÉVOLUTION DU CRÉDIT DONT PERSONNE NE PARLE	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



APRÈS LA PERTE DU AAA, TRUMP VEUT SÉCURISER SON BBB



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Les particuliers américains restent positifs sur leur marché actions et continuent d'y investir leur épargne. Mais jusqu'à quel point ? Et jusqu'à quand ? La question reste ouverte, surtout quand on connaît les attentes croissantes des ménages concernant les mesures fiscales promises par Donald Trump. En attendant cette potentielle concrétisation de baisses d'impôts prévues par le « *Big Beautiful Bill Act* » (ou « BBB¹ »), les retards de paiement sur les cartes de crédit atteignent des sommets inégalés depuis 20 ans, augmentant de près de 60 % en volume sur les trois dernières années pour représenter 20 % du total (soit un défaut sur cinq). Certains américains en viennent même à puiser dans leur épargne retraite pour couvrir des dépenses courantes comme les loyers ou les frais médicaux.

La discussion autour de ce budget qui devrait coûter au moins 3 000 milliards de dollars sur 10 ans intervient au moment même où Moody's qui était la dernière agence à noter AAA la dette des États-Unis vient dégrader cette notation. Elle met en avant la trajectoire négative du déficit, lequel devrait continuer de se dégrader et atteindre 9 % dans 10 ans d'après leur prévision. Ce contexte budgétaire tendu est rendu plus difficile encore par la polarisation croissante de l'économie américaine, ajoutant une couche de complexité aux défis financiers du pays.

En effet, il est surprenant de voir à quel point l'économie des États démocrates, appelée « économie bleue », diffère de celle des États républicains, appelée « économie rouge ». C'est presque comme s'il s'agissait de deux pays distincts. Aujourd'hui, les États bleus ont une économie dont le PIB est équivalent à celui de la Chine, soit environ les deux tiers de l'économie américaine. En comparaison, l'économie rouge représente environ un tiers du PIB des États-Unis, soit plus de 10 000 milliards de dollars. Cependant, le nombre de millionnaires augmente plus rapidement dans l'économie rouge, qui compte maintenant presque la moitié des américains ayant un revenu de plus d'un million de dollars. De plus, les attentes en matière d'inflation et de croissance varient énormément entre ces deux zones. Même les biens consommés et les préférences culinaires diffèrent fortement. En ce qui concerne les portefeuilles boursiers, ceux des républicains ont une performance nettement meilleure.

Alors que l'économie américaine apparaît plus divisée que jamais, il est crucial de trouver des moyens de financer le plan fiscal BBB. Le programme de réduction des coûts et des effectifs de la fonction publique, géré par le « DOGE », n'a pas donné les résultats escomptés. L'objectif initial était de réduire les dépenses de 2 000 milliards de dollars, mais jusqu'à présent, seulement 160 milliards ont été économisés.

L'autre source de financement privilégiée par le gouvernement passe par la mise en place de droits de douane. L'administration américaine s'est fixé l'objectif ambitieux de signer 90 accords en 90 jours. À ce jour, seuls deux accords majeurs ont été conclus : l'un avec la Grande-Bretagne et l'autre avec la Chine. Considérant qu'un tel chantier devrait prendre des années, il est très probable que les 88 autres accords ne seront pas signés avant la date limite du 8 juillet et que la musique diplomatique des négociations bilatérales sur ce sujet continue de jouer encore pendant l'été.

Dans ce contexte, les négociations commerciales entre les États-Unis et l'Europe seront cruciales pour l'évolution future de l'inflation. Nous avons revu à la baisse les prévisions de croissance mondiale pour l'année prochaine, avec une probable convergence des croissances américaine et européenne. L'inflation devrait rester élevée aux États-Unis, tandis qu'elle devrait se normaliser en Europe.

Dans nos gestions, nous restons fortement diversifiés, avec une préférence pour les actions des zones bénéficiant de relance économique et une faible exposition à la duration américaine sur la partie obligataire. En parallèle, l'or demeure la valeur refuge par excellence, tandis que nous restons prudents vis-à-vis du dollar. Les actifs non cotés restent attractifs, et nous aborderons dans cette édition l'intérêt de détenir de la dette privée, notamment via des fonds semi-liquides dans les allocations de portefeuille.

Je vous souhaite une très agréable lecture !

1 - BBB en français : Grande et Belle Loi.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Alors que les États-Unis affichent une stabilité apparente des prix, soutenue temporairement par les niveaux de stocks, l'effet des hausses tarifaires imminentes devrait se manifester prochainement. En Europe, la situation est inverse : une désinflation importée de Chine pourrait persister, sauf en cas de riposte commerciale coordonnée avec les États-Unis. Le scénario macroéconomique reste encore très dépendant du risque politique.



+41 %
d'importations
américaines au
T1 2025

ÉTATS-UNIS : RÉPIT SUR L'ACTIVITÉ, INCERTITUDE SUR LES PRIX

L'économie américaine s'est contractée à un rythme annualisé de 0,3 % au premier trimestre 2025, plombée par un bond de 41,3 % des importations, les entreprises anticipant l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane. Une reprise partielle du PIB est attendue au deuxième trimestre (+1 % annualisé), à mesure que les flux commerciaux se normalisent. L'apaisement du conflit commercial avec la Chine – les droits sur les biens chinois ayant été ramenés de 145 % à 30 % – a rassuré les marchés financiers, relâchant les conditions financières à des niveaux plus accommodants.

L'inflation (IPC : Indice des prix à la consommation) a ralenti à 2,3 % en glissement annuel en avril, au plus bas depuis février 2021. La baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation, notamment l'essence (-11,8 %), a freiné la moyenne des prix. Symbole fort : le prix des œufs a chuté de 12,7 % sur un mois – un record depuis 1984 – mais reste 49 % plus élevé qu'en avril 2024. L'inflation sous-jacente est restée stable à 2,8 % en glissement annuel. Pour l'instant, les stocks élevés des entreprises ont amorti la hausse des prix à la consommation, mais les effets devraient se matérialiser dans les données de mai/juin. Les anticipations d'inflation à long terme des ménages, suivies de près par la Réserve fédérale (Fed), augmentent légèrement mais restent ancrées autour de 3 % selon l'enquête de la Fed de New York. Reste à savoir si les hausses tarifaires seront absorbées en amont : les entreprises sont poussées par l'administration Trump à ne pas les répercuter sur les consommateurs. Le rôle dominant du dollar dans la facturation internationale contribue également à limiter l'impact potentiellement inflationniste de la baisse du dollar.

Si les prix à la consommation venaient néanmoins à augmenter dans un contexte de politique budgétaire expansionniste (incitations fiscales anticipées), le risque d'un retour de l'inflation et d'un nombre plus limité de baisses de taux de la Fed s'accroîtrait. Les marchés anticipent désormais deux baisses de taux au second semestre 2025, contre quatre fin avril, malgré un marché du travail stable mais assez figé par le manque de visibilité des entreprises.

ZONE EURO : DÉSINFLATION MALGRÉ LA RÉSISTANCE DE L'ACTIVITÉ

La désinflation progresse en zone euro, soutenue par la baisse des prix de l'énergie et le resserrement monétaire passé. Le PIB a crû de 0,3 % au premier trimestre, probablement grâce à la reprise de la demande intérieure, après les incertitudes politiques fin 2024, et à une forte demande américaine pour les exportations européennes. La production industrielle a progressé de 3,6 % en mars en glissement annuel (+50,2 % en Irlande grâce aux exportations pharmaceutiques). Les indicateurs de confiance, notamment en Allemagne, sont restés mieux orientés en avril, portés par l'amélioration des perspectives de revenus grâce à un nouvel accord salarial dans le secteur public. Toutefois, une contraction de l'activité reste très probable au troisième trimestre, plus tard qu'initialement prévu, impactant négativement la prévision de croissance 2026.



L'inflation annuelle a été confirmée à 2,2 % en avril, juste au-dessus de l'objectif de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE). L'énergie a contribué négativement (-0,35 points), tandis que les services ont été le principal moteur, notamment en raison d'un effet calendaire de Pâques sur les transports. La BCE a déjà procédé à sept baisses de taux, et une nouvelle est attendue en juin. La suite dépendra des données du troisième trimestre et de la suite des accords avec les États-Unis. Plusieurs éléments plaident en faveur d'une pression baissière persistante sur les prix : renforcement de l'euro, modération salariale, surproduction chinoise. Les discussions commerciales avec les États-Unis avancent lentement, avec probablement une période de négociations prolongée. Bruxelles rechigne à accepter les « gains rapides » proposés par Washington. Le maintien du taux tarifaire moyen à 10 %, comme prévu dans notre scénario, semble optimiste : les dirigeants européens estiment que ce niveau ne suffira pas à éviter des mesures de rétorsion – potentiellement inflationnistes, même si la vigueur de l'euro amortirait partiellement l'effet.

CHINE : MOTEUR DE DÉSINFLATION MONDIALE

La Chine reste une source de désinflation pour l'économie mondiale - les prix à la production ont chuté de 2,7 %, marquant ainsi le 31^{ème} mois consécutif de baisse. L'IPC a reculé de 0,1 % en avril, en glissement annuel, pour le troisième mois consécutif. Malgré une croissance robuste au premier trimestre (+5,2 %), portée par l'industrie et les exportations anticipées, le deuxième trimestre devrait marquer un ralentissement dû à la mise en œuvre des droits de douane américains et à un effet de base.

L'indicateur des surprises économiques pour la Chine a toutefois progressé, les pires scénarios de Donald Trump semblant être évités.

Face au contexte géopolitique, Pékin a intensifié son soutien budgétaire et diplomatique. Sur le front fiscal, Pékin a élargi les subventions pour les achats d'appareils ménagers et de véhicules électriques afin de stimuler la consommation. Douze catégories sont désormais éligibles, y compris les lave-vaisselles, les cuiseurs à riz et les purificateurs d'eau. Ces mesures visent à renforcer la demande intérieure tout en soutenant les objectifs de fabrication et d'efficacité énergétique. La Banque populaire de Chine a réduit le ratio de réserve obligatoire de 50 points de base (pb) cette année, avec probablement encore une baisse de 50 pb à venir. L'engagement régional de la Chine est également en hausse. La visite du président Xi au Vietnam en avril a conduit à 49 nouveaux accords de coopération, notamment dans les chaînes d'approvisionnement et les infrastructures. À travers de telles initiatives, la Chine consolide son rôle en tant que force stabilisatrice en Asie.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2026, %

● Prévisions à la baisse depuis mai

● Prévisions à la hausse depuis mai

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

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations

L'agence de notation Moody's a abaissé le AAA des États-Unis le vendredi 16 mai. Dès 2011, S&P avait retiré au pays la plus haute qualité de crédit (Tableau 2). Le changement d'administration ne réduit pas le déficit budgétaire de l'État fédéral. Le gérant de *hedge fund* [Ray Dalio](#)² alerte depuis plusieurs années sur les risques de la dette américaine.

L'époque au début des années 2000, où les marchés craignaient de ne pas avoir suffisamment de dette américaine à long terme, semble bien lointaine. Les excédents budgétaires de la fin des années 1990 réduisent significativement le stock de dette fédérale au point que le Bureau du budget du Congrès (Congressional Budget Office) envisage une disparition de la dette publique en une décennie.

Aujourd'hui, le ratio dette/PIB atteint 121 %, le déficit 7 % (source : Bloomberg). En hausse de quelques points de base (pb) sur l'annonce de l'abaissement de la notation, la courbe des taux américaine reste sous contrôle. Le marché anticipe jusqu'à quatre baisses de taux sur les 18 prochains mois. Le taux à 2 ans reste ancré par ces anticipations. En revanche les taux longs (10 ans et plus) devraient poursuivre leur hausse progressive. Ils reflètent également une forme de défiance, ou prime de risque, de la part des investisseurs étrangers. La différence entre le taux à 30 ans et le 2 ans devrait continuer de s'accroître (graphique 1, page 7).

Cependant, des changements réglementaires en cours libéreront les banques des contraintes prudentielles instaurées depuis la crise de 2008. Notamment, leur capacité à détenir de la dette émise par le gouvernement fédéral. En parallèle, la Réserve fédérale (Fed) entame la revue de son cadre d'intervention pour incorporer les changements macroéconomiques depuis la dernière revue de 2019-2020. Notamment, la banque centrale pourrait s'accommoder d'une inflation légèrement supérieure à 2 % pendant un certain temps.

En zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) continue son cycle d'assouplissement monétaire, au rythme de 25 pb par réunion. Le taux terminal anticipé par le marché est désormais inférieur à 1,75 %. Sans dynamique très claire, les taux longs devraient rester dans un corridor inférieur à 3 % sur le 10 ans allemand.



Le ratio dette/PIB
atteint
121 %,
le déficit
7 %

TABLEAU 2 : NOTATIONS DE LA DETTE AMÉRICAINE, PAR AGENCE

Agence	Depuis	Prévision	Notation
S&P	Mars 2024	Stable	AA+
Fitch	Août 2024	Stable	AA+
Moody's	Mai 2025	Stable	Aa1

Sources : Fitch, Moody's, S&P, Indosuez Wealth Management.

2 - « Bridgewater founder Ray Dalio warns of danger of US debt to Treasury market » : <https://www.ft.com/content/d54e5886-7f9a-49c4-a915-61ca506e4514>

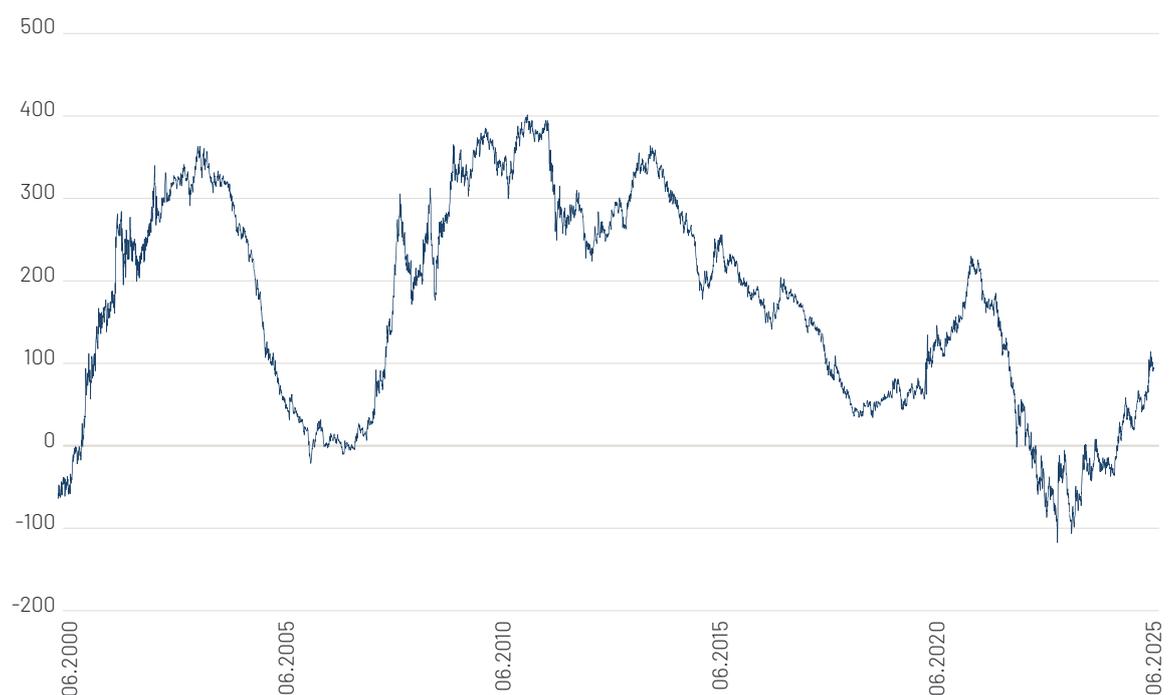


MARCHÉS DE CRÉDIT

À la suite d'une saison de publications de résultats sans surprise, les fondamentaux restent de bonne qualité sur les marchés de crédit des pays développés. L'épisode de volatilité du mois d'avril est un lointain souvenir. Les émetteurs profitent du temps des négociations sur les barrières douanières pour refinancer leur dette. Les sociétés américaines profitent de conditions de financement plus attractives en Europe pour se financer en euros. Après couverture du risque de change en dollars, ils cristallisent quelques points de base en leur faveur. À contrario, les banques européennes en recherche de financements en dollars émettent sur différentes maturités dans cette devise, dans des conditions qui leur permettent d'assurer leur liquidité sur le moyen terme. Sur le segment AT1 en euro, les banques espagnoles doivent combler un déficit réglementaire. Pour l'ensemble de la zone, il reste environ 20 milliards d'euros à financer sur un total de 40 milliards d'euros (51 milliards d'euros en 2024). Les conditions de marché actuelles sont favorables pour les émetteurs.

Sur les marchés émergents, les devises locales ont bénéficié de la baisse du dollar (environ 2 à 2,5 %). Proche de 9 %, le portage est particulièrement attractif sur cette classe d'actifs. Les *spreads* en devise locale (585 pb) compensent les investisseurs pour la volatilité des devises. L'Amérique latine bénéficie d'un déficit commercial avec les États-Unis, à l'exception notable du Mexique. Par conséquent, le sous-continent est relativement immunisé contre la hausse des droits de douane. En Europe centrale, la Pologne et la Hongrie devraient reprendre leur cycle de baisse de taux au second semestre. Dans les pays du Golf, la persistance du prix du baril sous les 70 dollars commence à produire des besoins de financement. Enfin, l'Asie génère l'excédent commercial le plus important vis-à-vis des États-Unis. Le yuan chinois se maintient sur des niveaux faibles contre dollar, ou contre un panier de devises internationales (yen, euro).

GRAPHIQUE 1 : ÉCART DE RENDEMENT 30 ANS - 2 ANS ÉTATS-UNIS, PB



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Les marchés actions mondiaux affichent tous un rebond exceptionnel sur le mois écoulé, à l'image du DAX en hausse de 23 % depuis le point bas début d'avril. L'inflexion de la politique douanière de Donald Trump couplée à la désescalade avec la Chine ont rassuré les marchés. Une certaine normalisation du sentiment, après une phase de stress extrême, le retour des investisseurs particuliers et le *short covering*³ expliquent aussi cette hausse fulgurante des indices actions. Néanmoins, la tendance de fond reste fragilisée par le côté « provisoire » des trêves sur les droits de douane et de données macro-économiques en décélération.

EUROPE

La région conserve une attractivité relative grâce à des valorisations toujours historiquement basses et un positionnement des investisseurs toujours faible. La désescalade tarifaire sino-américaine a temporairement réorienté les flux vers les États-Unis, mais pourrait offrir à l'Europe une fenêtre d'opportunité si les tensions commerciales s'apaisaient plus durablement. En outre, le différentiel de politique monétaire entre la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale (Fed), couplé aux mesures de relance budgétaire en Allemagne et dans l'ensemble de l'Union Européenne (UE), crée un environnement plus favorable à long terme.

Une potentielle baisse durable des prix de l'énergie, liée à une détente géopolitique (Iran/États-Unis ou Ukraine/Russie), pourrait également offrir un soutien indirect à la consommation et aux perspectives d'inflation.

Cependant, la croissance économique et les perspectives des bénéfices attendues restent relativement faibles (graphique 2, page 9). La saison de publications des résultats des entreprises du premier trimestre 2025 a été plutôt mitigée, avec une contraction des bénéfices par action (BPA) de 2 % sur une année glissante.

En somme, le *momentum* économique reste faible, mais la dynamique relative s'améliore et le BCE est en soutien.

ÉTATS-UNIS

Le rebond du marché américain a été fulgurant, à l'image du S&P 500 en hausse de près de 23 % depuis les points bas le 8 avril dernier. L'indice phare de la côte américaine est même revenu sur les niveaux d'avant le fameux « *Liberation Day* » (en français : Jour de la libération) qui a vu toute une série d'annonces douanières. Toutefois, l'incertitude politique et macro-économique reste élevée, notamment au regard des conséquences des « *Trumponomics* » (commerce, fiscalité, immigration). En outre, la Fed se trouve dans une situation difficile, avec une inflation persistante, et une croissance économique menacée par les menaces commerciales.

D'un point de vue micro-économique, la saison des publications est en demi-teinte. Bien que la croissance des bénéfices soit sortie à +12 % en glissement annuel (soit le double des anticipations), les équipes dirigeantes ont fait preuve de prudence dans leurs perspectives, mentionnant l'incertitude liée au contexte actuel.

Pour autant, un certain nombre de grandes entreprises continuent d'afficher des bilans solides, à en juger par le niveau record des programmes de rachat d'actions.

Après la récente hausse, les niveaux de valorisations sont retournés sur le point haut du début d'année.



Hausse de
+12 %
DES BÉNÉFICES
des entreprises
américaines au T1

3 - En français : Rachat de positions à découvert.



ASIE

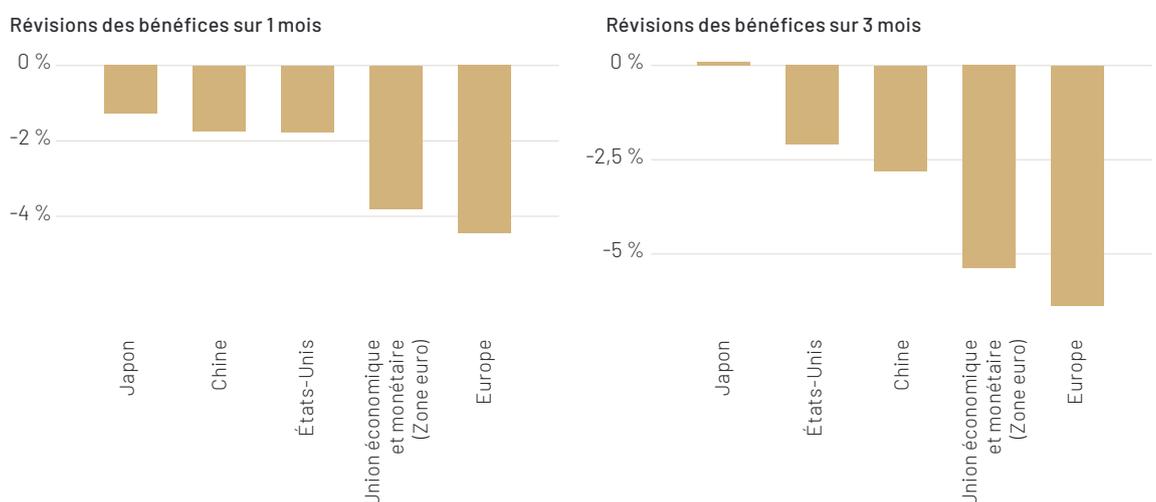
Le recul du dollar soutient partiellement les marchés émergents, bien que la prudence demeure. En Chine, malgré une amélioration récente des données macroéconomiques, les prévisions de résultats sont à nouveau revues à la baisse. La désescalade commerciale avec les États-Unis pourrait réduire les risques systémiques, mais le sentiment reste fragile. La trêve n'est pour l'instant que de 90 jours. Toutefois, la Chine semble mieux préparée aujourd'hui à une guerre commerciale prolongée avec les États-Unis. La réduction significative des exportations vers le marché américain, tout en diversifiant ses partenaires commerciaux au sein de la zone asiatique, permet au pays de faire front face à Trump. En outre, ces nouvelles tensions commerciales pourraient également accélérer la transition de la Chine vers des moteurs plus domestiques (consommation intérieure, la fabrication locale de haute technologie, innovation).

Hors Chine, les perspectives sont plus disparates. Le Japon reste affecté par le niveau des exportations et une devise plus ferme à la suite d'un changement de ton de la Banque du Japon.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Le mois écoulé a vu un retour marqué des valeurs de croissance, en particulier dans la technologie américaine, grâce à une série de résultats solides et au soutien massif des programmes de rachat d'actions. Toutefois, les secteurs cycliques européens poursuivent leur reprise, en ligne avec la normalisation monétaire attendue et le potentiel de relance budgétaire. La dispersion des performances reste importante, tout comme celle des valorisations entre styles (*Growth* contre *Value*). Aux États-Unis, les défensives de qualité apparaissent comme une bonne alternative face aux incertitudes persistantes dans un environnement avec une volatilité globalement plus élevée. En Europe, le style *Value* reste un choix privilégié au vu de la valorisation relative du segment toujours très attractive.

GRAPHIQUE 2 : RÉVISIONS DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES
PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE SUR 1 MOIS ET 3 MOIS, %



Sources : DPAM, FactSet, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

La détente des tensions commerciales donne un peu de répit au dollar après plusieurs semaines de chute libre, cela dit, bien qu'à court terme les risques semblent équilibrés, à plus long terme l'attention des investisseurs reste orientée vers les faiblesses structurelles du billet vert (valorisation élevée, volonté de dévaluation de l'administration américaine, dédollarisation), ce qui nous invite à garder une vue négative sur le dollar, notamment à l'égard de l'euro et de l'or.

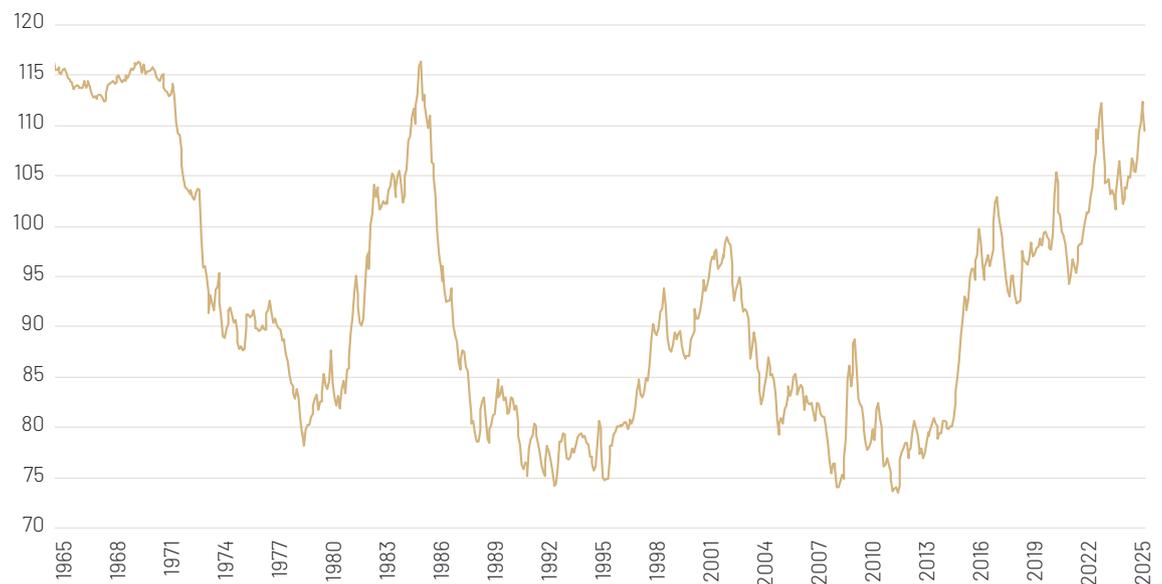
USD : UN RÉPIT MAIS PAS DE CONVICTION

Ces dernières semaines ont vu une stabilisation du dollar après le pic de pessimisme atteint courant avril, conséquence de la guerre commerciale agressive et isolationniste enclenchée par l'administration américaine. Des craintes concernant l'indépendance de la Réserve fédérale (Fed) à la suite des menaces de Donald Trump de licencier Jerome Powell ainsi que l'idée émergente d'un accord de « Mar-a-Lago » qui verrait le gouvernement américain négocier une dévaluation du dollar avec ses principaux partenaires commerciaux, ont également joué un rôle. Cette combinaison explosive a donné lieu à une certaine fuite des investisseurs des marchés en dollars, menant le billet vert à son plus bas niveau depuis début 2022.

Cette stabilisation a notamment été permise par la détente des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine en mai, justifiant aux yeux des investisseurs une amélioration à venir des perspectives de croissance aux États-Unis, atténuant par la même occasion la vision belliqueuse que portaient les marchés sur la politique économique américaine.

D'autant que cette trêve a laissé place à un flux de nouvelles plus positives pour la croissance américaine avec un projet de budget 2026 apportant davantage d'impulsion fiscale ainsi que d'annonces d'investissements aux États-Unis, que ce soit de la part des entreprises américaines mais également des pays étrangers.

GRAPHIQUE 3 : TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL (ÉTATS-UNIS)



Sources : FRED, Indosuez Wealth Management.



Des développements qui ont impliqué une atténuation du sentiment de risque global et ont pesé légèrement sur les valeurs refuges telles que le franc suisse ou le yen qui avaient profité des tensions commerciales courant avril et pourraient continuer de se déprécier face au dollar si des accords commerciaux continuaient à se mettre en place avec les États-Unis et les principales économies mondiales visées par les hausses tarifaires.

Notamment, un accord commercial avec le Japon pourrait peser sur le yen, tandis que le franc suisse pourrait demeurer pénalisé par la politique de taux bas, qui en fait le candidat désigné pour le financement des opérations de portage. Pour autant, nous gardons une vue plutôt neutre sur le dollar face au franc suisse et au yen, celui-ci restant historiquement richement valorisé (graphique 3, page 10) et sur lequel les investisseurs ont commencé à adopter une vue structurellement plus baissière dans un contexte de diversification des expositions des acteurs financiers au dollar.

Cependant, la taille de ce marché resterait toutefois bien inférieure à son équivalent américain (graphique 4), tandis que la fragmentation du marché obligataire européen, avec notamment l'absence de financement commun, représente un frein pour le moment au processus d'internationalisation de l'euro.

Cela dit, la posture de l'euro en tant qu'alternative la plus crédible au dollar pourrait continuer à supporter la monnaie unique, et ce en plus de l'amélioration des perspectives de croissance en raison des plans de défense et d'infrastructure mais également du mouvement de repositionnement des investisseurs sur les actifs en euro. De plus, un éventuel cessez-le-feu en Ukraine représenterait un soutien supplémentaire pour la devise. Dans ce contexte, nous affichons une préférence pour l'euro pour lequel nous anticipons une fourchette 1,1 – 1,15, tandis que nous continuons d'apprécier l'or. Le positionnement sur l'or peut en effet sembler élevé, cela dit, les corrections sur le métal jaune, comme celle observée à la suite de la détente des tensions entre les États-Unis et la Chine en mai, nous apparaissent toujours comme des opportunités de se positionner sur l'or qui devrait rester soutenu par les achats des banques centrales, la poursuite du cycle de baisses taux de la Fed et le risque géopolitique latent dans de multiples zones géographiques.

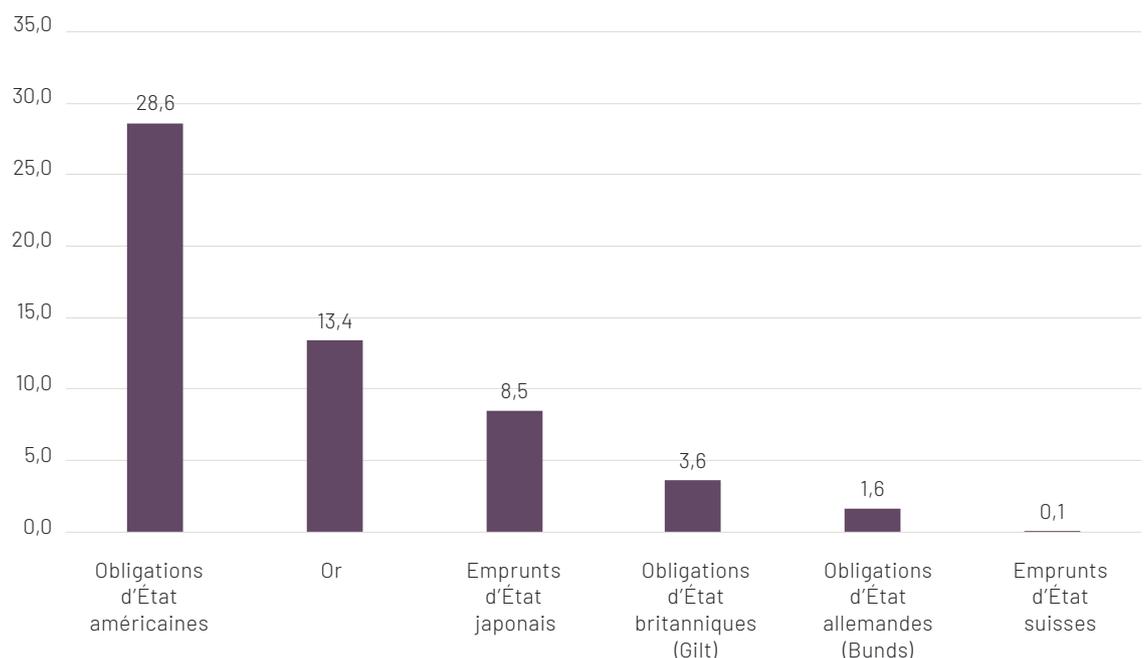


La
**DIVERSIFI-
CATION**
des expositions au
DOLLAR
gagne du terrain

PRÉFÉRENCE POUR L'EURO ET L'OR

Ce mouvement de diversification du dollar apparaît davantage comme un support de long terme pour l'euro qui se positionne, s'il en fallait une, comme enlever la césure la plus crédible au dollar même si celle-ci reste encore bien incomplète. Certes, l'augmentation des émissions d'emprunts d'État obligataires allemands, conséquence des plans d'infrastructure et de défense annoncés en mars, devrait donner plus de profondeur au marché euro.

GRAPHIQUE 4 : TAILLE DE MARCHÉ PAR ACTIF REFUGE (MILLE MILLIARDS DE DOLLARS)



Sources : Financial Times, Indosuez Wealth Management.



DETTE PRIVÉE : LA RÉVOLUTION DU CRÉDIT DONT PERSONNE NE PARLE



Matthieu ROUMAGNAC
Private Markets - Head of Real Assets Investments

Au cours des dernières années, la dette privée a connu une croissance continue de ses encours sur les marchés privés mondiaux. Pourtant, en dépit de son parcours impressionnant, elle est restée en grande partie méconnue des investisseurs privés. Qu'est-ce qui distingue la dette privée des prêts traditionnels et pourquoi les investisseurs devraient commencer à prêter attention à cette classe d'actifs ?



Une
**ALTERNATIVE
ATTRACTIVE**
aux obligations
cotées

La dette privée fait référence aux prêts accordés aux entreprises par des acteurs non bancaires, tels que des fonds privés. Bien qu'elle puisse offrir des rendements plus élevés que la dette cotée, il est généralement plus difficile pour les investisseurs non institutionnels d'accéder à ces stratégies de dette spécialisées. Cependant, le marché s'est considérablement ouvert au cours des dernières années : la classe d'actifs a continué de croître, de nouveaux véhicules d'investissement ont vu le jour, et la dette privée est devenue une source de financement essentielle pour un large éventail d'entreprises.

LE NOUVEAU VISAGE DU CRÉDIT

Avant la crise financière mondiale de 2008, les banques représentaient la principale source de prêts, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. Elles offraient une large gamme de prêts, parfois avec des critères de crédit relativement souples. Cet environnement était alors soutenu par un cadre réglementaire qui permettait un effet de levier plus élevé et des exigences de capital moins strictes, permettant ainsi aux banques d'accorder des crédits avec plus de facilité.

Dans le sillage de l'après 2008, les banques ont dû faire face à des règles plus strictes, affectant considérablement leur capacité à prêter. Les régulateurs ont introduit des mesures obligeant les établissements bancaires à maintenir des niveaux de capital plus élevés pour se protéger contre les pertes. Ils ont également imposé des limites d'endettement, restreignant la capacité des banques à prêter au-delà de certains niveaux. Finalement, ces contrôles ont rendu le prêt aux petites et moyennes entreprises moins attractif pour les institutions bancaires.

À mesure que les banques réduisaient leur activité de prêt, les fonds de dette privée sont intervenus pour combler le vide. Au début des années 2010, alors que les fonds de Private Equity accéléraient leur expansion et levaient des capitaux à un rythme plus rapide, ils avaient besoin de financements flexibles pour réaliser des acquisitions, restructurer des entreprises ou soutenir la croissance. Les banques étant fortement contraintes par les restrictions post-crise, la flexibilité de la dette privée s'est avérée particulièrement attractive, séduisant de nombreuses entreprises. À fin 2024, les gérants de Private Equity en Amérique du Nord disposaient de plus de 630 milliards de dollars de liquidités prêtes à être investies. En supposant qu'ils empruntent environ 55 % de la valeur de chaque transaction, cela pourrait conduire à plus de 770 milliards de dollars de nouveaux prêts. La plupart de ces prêts devraient prendre la forme de dettes privées senior.

Au cours de la dernière décennie, le crédit privé est devenu une source naturelle de financement pour les entreprises de toutes tailles. Les résultats parlent d'eux-mêmes : depuis 2007, les encours mondiaux de dette privée ont augmenté à un taux moyen de 30 % par an, atteignant 850 milliards de dollars en 2024.

DETTE PRIVÉE ET FLEXIBILITÉ

Une innovation majeure rendant la dette privée accessible aux investisseurs privés est le format de fonds semi-liquides. Les investissements traditionnels sur les marchés privés nécessitent souvent des engagements minimums élevés, des calendriers d'investissement complexes et immobilisent le capital pendant plusieurs années.



20 %
de l'allocation aux
**MARCHÉS
PRIVÉS**
en dette privée, soit
4 À 5 %
du portefeuille
global

Les fonds semi-liquides simplifient considérablement le processus d'investissement. Ils exigent un engagement initial plus faible et impliquent un paiement unique à l'avance, éliminant la nécessité de multiples contributions de capital. De plus, les investisseurs peuvent racheter leurs investissements périodiquement, sur une base trimestrielle ou annuelle, offrant une plus grande flexibilité et liquidité que les fonds privés traditionnels.

La dette privée en tant que classe d'actifs s'adapte particulièrement bien à la structure semi-liquide car les prêts offrent des flux de trésorerie relativement prévisibles provenant des paiements d'intérêts réguliers. Les valorisations des prêts ont également tendance à être moins volatiles par rapport à d'autres classes d'actifs. En outre, les prêts sont répartis entre de nombreuses entreprises et secteurs d'activité, réduisant le risque et stabilisant les rendements. Enfin, la périodicité trimestrielle des intérêts de crédit autorise une distribution régulière de liquidités aux investisseurs. Celle-ci ajoute une couche de protection supplémentaire renforçant ainsi les fonds semi-liquides de dette privée comme une stratégie tout-terrain à travers les cycles.

ALLOCATION : TROUVER LE BON ÉQUILIBRE

Les investisseurs bien diversifiés ont tendance à répartir leurs investissements entre les marchés cotés (actions, obligations) et les marchés privés (Private Equity, dette privée, actifs réels), avec généralement 75 % à 80 % allant aux marchés cotés et 20 % à 25 % alloués aux marchés privés.

Dans la partie d'un portefeuille investie dans les marchés privés, il est généralement recommandé d'allouer environ 20 % à la dette privée, ce qui signifie que la dette privée constituerait environ 4 % à 5 % du portefeuille global.

Même si elle constitue une portion relativement réduite d'un portefeuille, la dette privée se distingue par sa résilience historique à travers les cycles économiques. Les prêts connaissent généralement une volatilité inférieure à celle des obligations cotées, en particulier les obligations à haut rendement dites *high yield*, qui peuvent fluctuer considérablement en valeur. Pour les investisseurs cherchant une exposition au crédit, la dette privée offre un rapport risque-rendement globalement plus attractif par rapport aux obligations cotées.

Une autre caractéristique attractive de la dette privée est l'existence des parts de distribution. Les fonds semi-liquides de dette privée offrent la plupart du temps ce type de parts, qui versent des revenus réguliers, généralement sur une base trimestrielle, au lieu de les réinvestir. Dans une structure semi-liquide, les parts de distribution offrent aux investisseurs des flux de trésorerie plus accessibles et prévisibles sans immobiliser leur capital pendant des années.

La dette privée n'est plus réservée aux seuls investisseurs institutionnels. Grâce aux nombreux avantages des fonds semi-liquides, les investisseurs privés peuvent désormais accéder à cet actif stable générateur de revenus avec une plus grande flexibilité. Même une petite allocation a le potentiel d'améliorer la résilience globale d'un portefeuille.



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** : nous maintenons nos prévisions de croissance aux États-Unis à 1,5 % pour 2025 et 1,6 % pour 2026. Les données macroéconomiques se montrent relativement résilientes, mais l'incertitude concernant la politique commerciale continue de peser sur le sentiment général et réduit la visibilité économique. En zone euro, nous ajustons nos hypothèses à 0,8 % pour 2025 et à 1,4 % pour 2026, la dynamique de reprise cyclique s'étant montrée robuste au premier trimestre. Enfin, nous visons une croissance de 4,5 % en Chine : le rééquilibrage vers la consommation intérieure est en cours et les mesures de soutien des autorités visent à soutenir la demande.
- **Inflation** : nos estimations d'inflation aux États-Unis et en zone euro restent inchangées. Si l'inflation induite par les droits de douane demeure une préoccupation majeure, les anticipations restent pour le moment bien ancrées et les récentes données sur l'inflation américaine ont surpris à la baisse. En Europe, le processus de désinflation se poursuit sous l'effet combiné de l'appréciation de l'euro et de la baisse des prix de l'énergie. À contrario, les dynamiques salariales à l'œuvre méritent d'être surveillées de près.
- **Banques centrales** : la Réserve fédérale (Fed) devrait maintenir son approche prudente au cours des prochains mois en raison des risques inflationnistes induits par les droits de douane. Toutefois, compte tenu du ralentissement progressif de l'activité économique, nous prévoyons toujours deux baisses de taux d'ici la fin de l'année. En zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) devrait également procéder à deux baisses de taux supplémentaires en 2025, avec un taux de dépôt attendu à 1,75 % d'ici la fin de l'année.
- **Résultats d'entreprises** : malgré une saison des résultats relativement bonne, le manque de visibilité entourant l'impact des droits de douane sur les prévisions bénéficiaires devrait conduire les analystes à se montrer plus prudents.

- **Environnement de risque** : l'apaisement des tensions commerciales a permis de réduire la volatilité mais les risques économiques et financiers demeurent importants. Il nous paraît judicieux de mettre en place des couvertures à bon compte dans les approches les plus flexibles, d'autant plus que les actifs refuges traditionnels, comme le dollar et la dette souveraine américaine, ont perdu leur statut de couverture à court terme.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Nous avons observé un rebond rapide des marchés d'actions au cours des dernières semaines, ces derniers retrouvant leurs niveaux d'avant l'annonce des taxes douanières réciproques par Donald Trump. Cette reprise rapide, due à une phase de désescalade sur le front de la politique commerciale entre la Chine et les États-Unis, pourrait maintenir un certain élan à très court terme : les rachats d'actions des entreprises américaines sont conséquents, les particuliers américains demeurent acheteurs et le positionnement des investisseurs institutionnels reste léger.
- Néanmoins plusieurs arguments plaident pour une prudence tactique sur les actions, en particulier sur les marchés américains. Certains indicateurs avancés pointent vers un ralentissement de l'activité économique tandis que la question sur l'impact des droits de douane sur le consommateur américain reste entière. En outre, les marges de manœuvre de la Fed sont limitées dans un contexte de taux d'intérêt à long terme de retour sur des niveaux élevés. Enfin, les révisions bénéficiaires ne constituent plus un moteur de soutien majeur à court terme pour les marchés actions. Dans ce contexte, nous bénéficions du rebond pour alléger nos expositions aux valeurs américaines, sur lesquelles nous sommes désormais légèrement sous-pondérés face à nos indices de référence.



ALLÈGEMENT
tactique des
ACTIONS
américaines et du
DOLLAR



- Si nos allocations intègrent un niveau de diversification géographique élevé, nous conservons une préférence pour les actions européennes, celles-ci bénéficiant de la mise en place des plans annoncés (défense et infrastructures) ainsi que des baisses des taux de la BCE, en plus de présenter des niveaux de valorisation plus attractifs. Les marchés émergents, notamment asiatiques, restent également surpondérés au sein de nos allocations. Les perspectives économiques chinoises s'améliorent avec une stabilisation des attentes de croissance et la priorité donnée par le gouvernement à la consommation.

Obligations

- La volatilité des taux d'intérêt sur les dettes d'État reste relativement élevée, notamment sur les maturités longues. Les trajectoires fiscales des pays développés suscitent des inquiétudes importantes, en particulier aux États-Unis, où la politique fiscale et les discussions sur le budget représentent un risque à court terme pour la classe d'actifs. Nous estimons ainsi que la dette américaine ne constitue plus un actif de diversification et de couverture efficace.
- Nous privilégions les emprunts d'État de la zone euro, ayant davantage confiance en la trajectoire de désinflation de cette région, avec une préférence pour les échéances les plus courtes, plus sensibles aux baisses de taux directeurs.

- Nous restons prudents sur le crédit américain mais constructifs sur la dette d'entreprise de qualité en zone euro. Cette classe d'actifs présente un rendement ajusté du risque attractif, notamment au regard de la solidité financière des sociétés sous-jacentes. Elle devrait également continuer à bénéficier de flux supplémentaires en raison des besoins de réinvestissement des investisseurs et d'une potentielle réallocation des fonds monétaires.

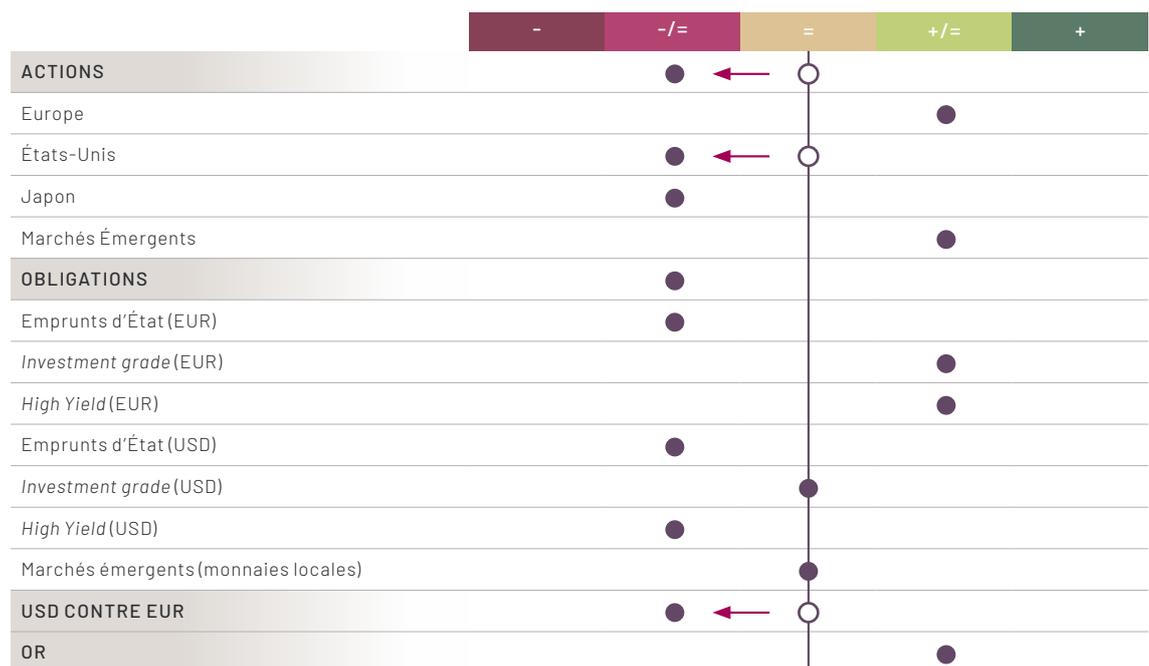
Marchés de Change

- Après un pic de pessimisme en avril, le dollar s'est stabilisé face aux devises mondiales, grâce à l'apaisement des tensions commerciales et l'atténuation du risque de récession aux États-Unis. Des inquiétudes persistent en raison d'un contexte global de diversification des réserves de change, de l'idée émergente d'un accord de « Mar-a-Lago », et du fait que le dollar semble avoir perdu son statut de valeur refuge à court terme. Nous maintenons une vue prudente vis-à-vis du billet vert.
- Bien que le positionnement sur l'or puisse sembler élevé, les périodes de correction, comme celle observée après l'apaisement des tensions entre les États-Unis et la Chine en mai, sont considérées selon nous comme des opportunités d'investissement.

CONVICTIONS CLÉS - POSITION TACTIQUE

○ Avril 2025

● Mai 2025



Source : Indosuez Wealth Management.



08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 22 MAI 2025



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,53 %	21,38	-4,03
France 10 ans	3,32 %	15,50	12,60
Allemagne 10 ans	2,64 %	19,60	27,80
Espagne 10 ans	3,26 %	16,70	20,00
Suisse 10 ans	0,40 %	-3,60	7,20
Japon 10 ans	1,56 %	24,80	47,90

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	38,89	1,04 %	7,76 %
Emprunts d'État en EUR	211,57	-0,45 %	1,13 %
Entreprises haut rendement en EUR	235,09	1,03 %	1,68 %
Entreprises haut rendement en USD	370,14	1,25 %	2,37 %
Emprunts d'État américains	323,15	-0,36 %	2,43 %
Entreprises émergentes	44,65	0,09 %	0,61 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9352	-0,71 %	-0,52 %
GBP/USD	1,3419	0,58 %	7,21 %
USD/CHF	0,8290	0,24 %	-8,64 %
EUR/USD	1,1281	-0,96 %	8,95 %
USD/JPY	144,01	0,97 %	-8,39 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	20,28	-6,19	2,93

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	5 842,01	6,51 %	-0,67 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	8 739,26	3,95 %	6,93 %
STOXX Europe 600	550,27	6,10 %	8,40 %
Topix	2 717,09	4,80 %	-2,44 %
MSCI World	3 818,90	6,19 %	3,00 %
Shanghai SE Composite	3 913,87	3,42 %	-0,53 %
MSCI Emerging Markets	1 165,38	6,62 %	8,36 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 245,20	2,66 %	21,19 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	223,40	1,62 %	9,42 %
MSCI Asia Ex Japan	758,05	7,91 %	7,66 %
CAC 40 (France)	7 864,44	4,82 %	6,55 %
DAX (Allemagne)	23 999,17	8,77 %	20,54 %
MIB (Italie)	40 256,59	9,37 %	17,76 %
IBEX (Espagne)	14 272,50	8,29 %	23,09 %
SMI (Suisse)	12 269,95	2,96 %	5,77 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 051,00	0,36 %	-7,49 %
Or (USD/Oz)	3 294,52	-1,64 %	25,53 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	61,20	-2,53 %	-14,67 %
Argent (USD/Oz)	33,05	-1,36 %	13,01 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 500,50	1,15 %	8,35 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,25	11,02 %	-10,46 %

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

FÉVRIER 2025	MARS 2025	AVRIL 2025	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (22 MAI 2025)
3,27 %	4,27 %	6,26 %	7,91 %	21,19 %
1,91 %	2,12 %	1,04 %	6,62 %	9,42 %
1,57 %	0,38 %	0,86 %	6,51 %	8,40 %
0,96 %	-0,07 %	0,74 %	6,19 %	8,36 %
0,37 %	-0,16 %	0,53 %	6,10 %	7,66 %
0,35 %	-0,87 %	0,32 %	4,80 %	6,93 %
-0,81 %	-2,58 %	-0,76 %	3,95 %	3,00 %
-1,42 %	-4,18 %	-1,02 %	3,42 %	-0,53 %
-2,28 %	-4,64 %	-1,21 %	2,66 %	-0,67 %
-3,82 %	-5,75 %	-3,00 %	1,62 %	-2,44 %

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE



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



AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI : le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., dont le siège social est situé 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, autorisée par et soumise au contrôle prudentiel de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), 283 route d'Arion, L-2991 Luxembourg, site Internet www.cssf.lu, tél. (+352) 26251-1, et de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de leurs compétences respectives.

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe).
 - la Banque Degroof Petercam SA, située Rue de l'Industrie 44 B-1040 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre des Entreprises sous le numéro 0403 212 172, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques no. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au Portugal** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal basée à Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, inscrite à la Banque du Portugal sous le numéro 282, code fiscal 980814227 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente Brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente Brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente Brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;
- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Nayef & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: Adobe Stock.

Achévé de rédiger le 23.05.2025.

