

Outlook & Convictions

Banque Privée #14



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Édito	4
<hr/>	
par Nicolas Bickel, CFA	
Macro éco	9
<hr/>	
par Dr. Mathilde Lemoine	
L'effet Trump: un amplificateur du ralentissement de la croissance mondiale	
Matières premières	15
<hr/>	
par Manuel Maleki, Ph. D	
Le marché du pétrole en 2025: entre incertitudes géopolitiques, recomposition de l'offre et volatilité persistante	
Actions monde	21
<hr/>	
par Hervé Prettre	
Marchés actions: le sentiment prédomine sur les fondamentaux	
Actions suisses	25
<hr/>	
par Michel Leblanc	
Marché suisse: stabilité locale, puissance globale	
Europe	29
<hr/>	
par Hervé Prettre et Darius Bakhtari	30
Les banques européennes: toujours le vent en poupe, notamment avec les perspectives d'union bancaire	
par Anthony Penel et Caroline Gauthier	33
«Si vous ne vous occupez pas de la géopolitique, la géopolitique s'occupera de vous.»	
Dossier spécial	37
<hr/>	
par Eric de Teissières, Nadjat Hamrouni et Anthony Toupin	
Les villes de demain: entre révolution urbaine et opportunités d'investissement	
Obligations	45
<hr/>	
par Guilhem Savry	
Une incertitude économique accrue qui ne profite pas aux obligations souveraines	
Obligations US	51
<hr/>	
par Guilhem Savry et Gary Girault	
Obligations d'État américaines: pilier structurel ou source de vulnérabilité?	
Marché des changes	57
<hr/>	
par Jean-Marc Guillot	
La fin du dollar comme valeur refuge?	

Impressum

Directeur de la publication: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
 Rédacteur en chef: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
 Coordinatrice d'édition: Ariane Girouard
 Achevé de rédiger le 30 juin 2025
 Création et réalisation: Julien Currat, Valentine Simonini, Camille Guaine
 Images: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock



Édito



Nicolas Bickel
Group Head of Investment
Private Banking & CIO

Jamais le monde n'aura connu autant de conflits géopolitiques et de tensions commerciales simultanées depuis la fin de la guerre froide. Bien que l'économie mondiale se maintienne, ces événements successifs créent de nouvelles incertitudes et nécessitent de notre part une vigilance accrue dans nos choix d'investissement. Dans un environnement si incertain et mouvant, il ne s'agit pas de prédire chaque mouvement de marché, mais de s'y adapter avec justesse.

Le «swing» extrême des marchés actions qui a vu les actions baisser de plus de 15% en moins d'un mois et rebondir d'autant en à peine 10 jours de plus entre avril et mai en est un très bon exemple. Nos décisions d'investissements en faveur des actions, renforcées début avril par le biais d'actions américaines et européennes, se sont avérées très profitables pour nos portefeuilles.

Une question demeure: est-ce la correction qui était excessive, ou le rebond est-il le reflet d'un excès d'optimisme, lié au sursaut des indicateurs de sentiments, après les multiples revirements de l'Administration américaine?

Sur le plan macroéconomique, les statistiques américaines confirment un ralentissement sans pour autant signaler de récession. Si le PIB (produit intérieur brut) s'est contracté au premier trimestre aux États-Unis, le marché de l'emploi reste solide. La confiance des consommateurs et des entreprises a fortement rebondi à la faveur de la trêve décrétée sur les tarifs douaniers. La saison de publication des résultats des entreprises s'est achevée sur une note positive, avec une croissance des bénéfices solide et des prévisions globalement maintenues. De plus l'annonce tant attendue de baisses de fiscalité aux États-Unis a finalement été votée à la Chambre des représentants.

En Europe, la décélération continue de l'inflation et la croissance in fine légèrement supérieure aux attentes mais toujours faible ont permis à la Banque centrale européenne de procéder à sa huitième baisse de taux le 5 juin dernier. En Chine, le risque de déflation toujours présent et les effets négatifs de la guerre commerciale devraient multiplier les mesures de soutien fiscal et monétaire. Les ventes de détail chinoises de mai ont d'ailleurs rebondi grâce aux subventions pour l'achat de certains produits.

Dans ce contexte et après avoir été à la traine au premier trimestre, les actions américaines ont à nouveau surperformé les autres marchés depuis le début du deuxième trimestre, notamment grâce à la contribution du secteur technologique. Celui-ci a continué d'être porté par d'excellentes publications de résultats. Les actions américaines affichent de nouveau des valorisations très élevées, à 22 fois les bénéfices attendus, soit plus de 35% au-dessus de la moyenne des vingt dernières années.

Au-delà du rebond des actions, qui ne semble pas avoir été ébranlé par les hausses des tensions géopolitiques, plusieurs tendances récentes sont venues bousculer les convictions des investisseurs. Une des plus marquantes concerne le dollar, qui a perdu plus de 10% depuis le début de l'année face aux principales devises. Le Dollar Index (qui mesure le dollar contre un panier de monnaies) se retrouve à son plus bas niveau depuis près de deux ans, au lendemain du début du conflit entre l'Iran et Israël.

Le statut du dollar et du Trésor américain repose depuis des décennies sur les piliers majeurs que sont la confiance dans les États-Unis et la stabilité de sa monnaie, le parapluie militaire américain et l'applicabilité de l'État de droit aux États-Unis. Or, depuis que Trump est à la Maison-Blanche, ces quatre piliers ont été régulièrement ébranlés et continuent de l'être. Ceci ne plaide pas en faveur d'une reprise de la demande de dollars et des bons du Trésor américain, ce qui devrait continuer à peser sur les taux longs et sur le billet vert.

Cela dit, à ce stade, le statut de monnaie refuge du dollar et la qualité historique d'actif «sans risque» des bons du Trésor américain semblent pourtant loin d'être remis en question à long terme. En effet, plus de 70% des transactions commerciales dans le monde sont encore effectuées en dollar américain et le marché de la dette américaine reste le plus liquide. Ce dernier continue de bénéficier du soutien et de l'indépendance de la Réserve fédérale américaine (Fed), malgré les tentatives de déstabilisation de l'Administration Trump, et reste de très haute qualité par rapport à de nombreux pays développés.

À ce stade, les mouvements de diversification des investisseurs à l'écart des actifs américains semblent davantage impacter le dollar que les actions américaines. Malgré les valorisations élevées et une exposition directe à de nombreuses incertitudes politiques à court terme, elles gardent une certaine attractivité. Pour un investisseur cherchant une exposition au secteur technologique, les États-Unis restent incontournables et la capacité des



entreprises américaines à délivrer une croissance des bénéfices et des marges importantes ne nous paraît pas compromise à ce stade.

Dans le même temps, bien que la dynamique de croissance soit inférieure à celle des États-Unis, les actions européennes restent également très attractives, grâce à des valorisations plus modérées, des niveaux de taux faibles et une reprise de la croissance, notamment via le rebond du crédit aux consommateurs et aux entreprises, ainsi que des programmes publics tels que le plan infrastructure allemand et le plan ReArmEU.

L'or, qui bénéficie de flux conséquents depuis plusieurs années, continue sa progression. La hausse des tensions géopolitiques et les mouvements de diversification des réserves de devises des diverses banques centrales à travers le monde alimentent la hausse des prix.

Le pétrole a quant à lui, de manière contre-intuitive, fortement baissé repassant momentanément au-dessous de la barre des 65 dollars, malgré les bombardements américains en Iran et les menaces de blocage du détroit d'Ormuz, via lequel transite près de 20% du pétrole mondial, principalement destiné aux marchés asiatiques. Le marché a considéré ce conflit comme local et était rassuré par les réserves de production de l'OPEP et par la nouvelle stratégie d'une OPEP+ conquérante au profit des volumes et aux dépens des prix. Ceci a permis d'apaiser quelque peu les craintes de reprise de l'inflation, qui poussaient la Fed à l'immobilisme. Cette baisse des prix du pétrole pourrait être l'un des nombreux catalyseurs soutenant des secteurs tels que les voyages et la vente au détail, la consommation discrétionnaire, l'alimentation et certains secteurs industriels.

Dans l'ensemble, des taux d'intérêt plus bas à court terme, des réductions d'impôts aux États-Unis, une croissance plus forte en Europe grâce au plan d'infrastructure allemand et au plan de défense de l'Union européenne, ainsi que la stabilisation des ventes au détail en Chine devraient soutenir la consommation et l'investissement dans les mois à venir et conforte notre positionnement en faveur des actions.

Le deuxième semestre s'annonce néanmoins plein de surprises pour les investisseurs, qui doivent s'adapter sans cesse aux soubresauts de l'actualité et démêler sentiment et fondamentaux, dans un environnement où les cycles de décisions politiques sont devenus beaucoup plus courts que ceux des investisseurs, du marché et de l'économie.

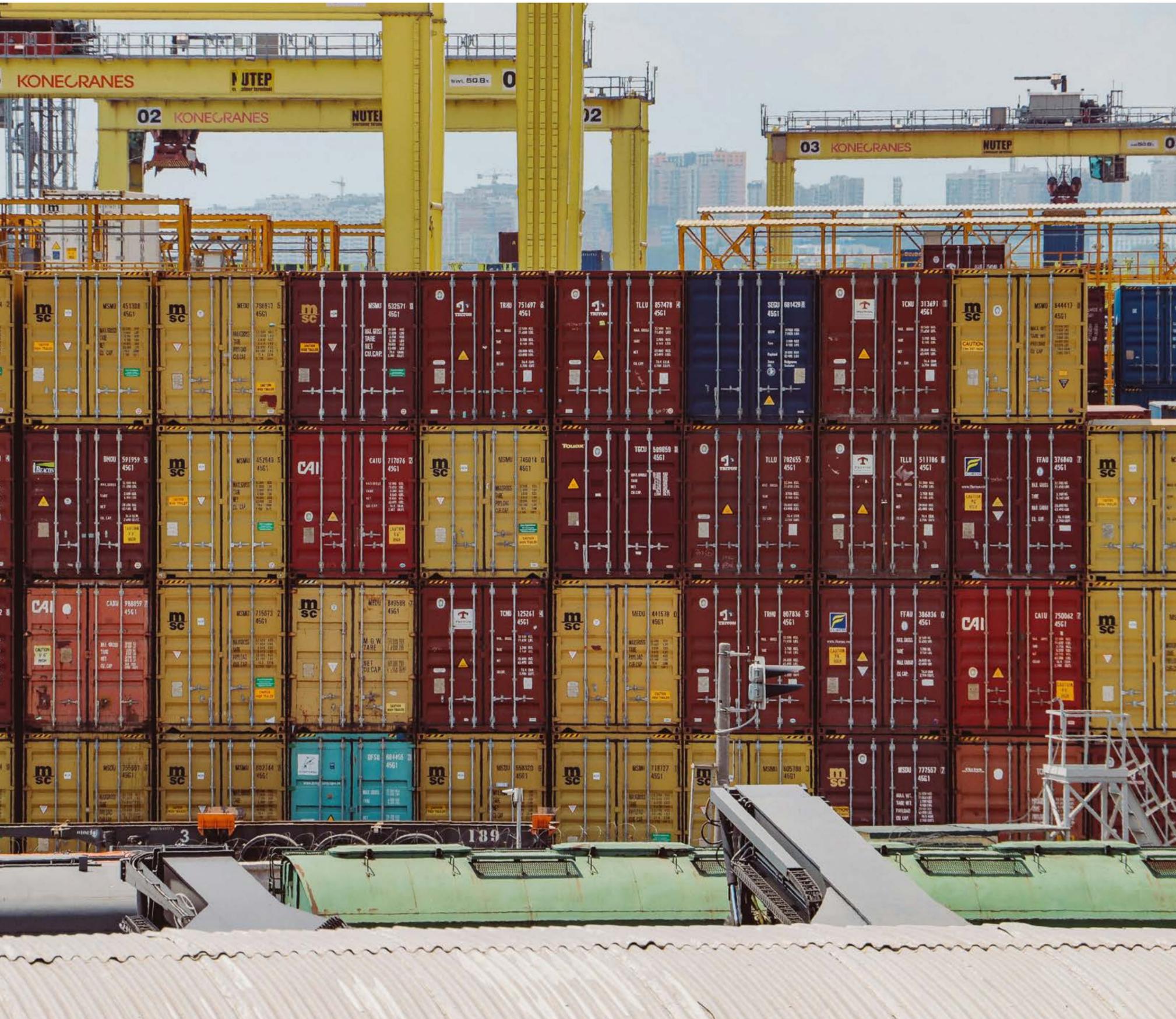
Dans cette édition, nous vous présentons nos prévisions économiques ainsi que nos convictions sur le marché des actions et des obligations pour ce deuxième semestre 2025. Nous nous penchons sur le statut de valeur refuge du dollar, de l'or et des obligations souveraines américaines et partageons nos perspectives sur l'évolution des prix du pétrole.

Notre dossier spécial est quant à lui consacré à l'évolution des technologies amenées à modifier le visage et la dynamique des villes de demain, explorant les pistes pour s'exposer financièrement à cette tendance prometteuse.

Enfin, nous partageons nos convictions sur certaines thématiques d'investissement telles que les banques européennes, le secteur de la Défense et les actions suisses.



▶ Nos perspectives en vidéo



Macro éco



L'effet Trump : un amplificateur du ralentissement de la croissance mondiale.

- La stratégie américaine ne se résume pas à une hausse des droits de douane mais à la poursuite d'un nouvel ordre mondial.
- Chute du commerce, baisse de la consommation américaine pour réindustrialiser le pays, incertitude historique, modification de la demande relative d'actifs américains, déflation chinoise.
- Ralentissement plus marqué qu'anticipé en décembre des États-Unis, de la zone euro et de l'Asie.
- Le plan d'investissement allemand pourrait se révéler insuffisant pour aider la zone euro à faire face à une hausse des droits de douane de 50%, un renchérissement du prix de l'énergie lié à la guerre entre l'Iran et Israël et à une concurrence chinoise encore plus agressive.

Le durcissement des tensions sur les droits de douane en début d'année a engendré des mouvements financiers de grande ampleur. L'indice boursier américain a chuté de 20%, le dollar s'est déprécié de près de 10% et les taux souverains américains à 10 ans ont augmenté pour atteindre un pic de 4,59% le 21 mai 2025. Les marchés n'ont pas seulement été perturbés par les annonces de hausses historiques de droits de douane mais également par celles confirmant la volonté des américains de faire payer le coût de l'utilisation du dollar comme monnaie de réserve et de sortir du système de Bretton Woods.

Hausse des droits de douane et de l'incertitude : un impact récessionniste

Les hausses des droits de douane comme les mesures protectionnistes mises en œuvre (restrictions aux exportations, subventions...) augmentent les prix à l'importation et les coûts de production, réduisent le pouvoir d'achat, la consommation des ménages et l'investissement et contraignent les chaînes de valeur. Les pays les plus dépendants des États-Unis sont les plus touchés mais il ne faut pas sous-estimer les effets de second tour sur leurs partenaires commerciaux. La guerre commerciale étant engagée par un grand pays ayant une influence sur la demande mondiale, les États-Unis, ce dernier peut contraindre ses partenaires à baisser leur prix à l'exportation en échange d'exportations vers les États-Unis. Il en résultera une baisse des marges supplémentaires des entreprises visées.

Il est évidemment complexe de calculer les droits de douane effectifs dans la mesure où ils constituent une arme de négociation. C'est

pourquoi nous avons établi deux scénarios. Dans le cas du premier scénario, seule une augmentation de 10% des droits de douane sur la grande majorité des importations américaines et de 30% sur les achats en provenance de Chine serait appliquée avec des surtaxes sectorielles. Dans ce cas, le PIB baisserait de 2% aux États-Unis, 1,6% en Chine et 0,5% en zone euro par rapport à 2024. Au niveau mondial, le recul serait de 1,3%. Grâce à l'effet substitution, la production industrielle et de services américaine augmenterait en contrepartie de 1,5%. Cet effet est plus fort pour les importations trans-frontalières que pour les biens transitant via des chaînes de valeurs. Le commerce mondial chuterait quant à lui de 6% par rapport à la situation de 2024. L'ampleur de la diminution des flux serait plus importante dans les secteurs des équipements de transport et des équipements électriques et électroniques dont le commerce reculerait de 16%. Le choc tarifaire déstabiliserait les chaînes de valeurs en particulier dans les secteurs des équipements électriques et électroniques et de l'équipement (dont la production est dépendante à 30% des chaînes de valeur).

Dans le cas d'un second scénario consistant en une mise en œuvre totale des «droits de douane» réciproques annoncés par l'Administration Trump sans exemption sectorielle et avec mesures de rétorsion, la chute du PIB atteindrait 3,8% aux États-Unis, 1,5% en Chine, de 0,8% en zone euro et de 2% au niveau mondial. La production américaine croîtrait alors de 2,7%. Les pays d'Asie du Sud-Est et plus largement les pays «corridors» qui ont largement bénéficié de la guerre commerciale sino-américaine engagée en 2018 devraient partir du ralentissement du commerce mondial que nous anticipons et de la récession industrielle. De plus, les entreprises chinoises vont réorienter leurs ventes pour compenser leurs moindres exportations vers les États-Unis et accentuer leur politique de déflation afin de gagner des parts de marché.

L'effet conjugué de la hausse des prix de l'énergie résultant de la guerre entre l'Iran et Israël et d'une augmentation des importations en provenance des États-Unis faisant suite aux négociations avec la Commission européenne, de la mise en œuvre de droits de douane additionnels de 50% sur les exportations européennes aux États-Unis et de l'accroissement de la concurrence chinoise pourrait accélérer l'affaiblissement de l'industrie européenne. Le taux effectif américain sur les importations de biens en provenance d'Europe passerait alors à 35% contre moins de 2% en 2024! Les exportations de l'Union européenne vers les États-Unis pourraient reculer de 60% par rapport à leur montant de 2024 et la diminution du PIB de l'Union européenne pourrait atteindre 2,1% par rapport aux 0,8% estimé avec la seule hausse des droits de douane sur les exportations européennes outre-Atlantique. La Banque centrale européenne pourrait alors renouer avec des taux proches de 0, ce qui pèserait sur la valeur de l'euro. L'inflation sous-jacente pourrait être plus faible que dans le scénario avec des droits de douane à 10% de 0,5 point de %. La hausse des droits de douane et le renforcement des mesures protectionnistes ne constituent donc pas seulement un choc macroéconomique de court terme. Il engendre une réorganisation des flux d'échange.



La hausse des droits de douane n'est pas le seul canal d'impact négatif de la politique américaine. Il faut y ajouter l'incertitude ainsi que la hausse des taux d'emprunts à long terme. Selon l'indice mondial d'incertitude (EPU), elle a été multipliée par 3 entre le premier trimestre 2025 et le deuxième trimestre 2024. Ce canal de transmission est très négativement puissant puisqu'il soutient l'épargne et pèse sur l'investissement privé. Il a aussi pour effet d'accroître la prime de risque sur le marché obligataire et de pousser à la hausse les taux longs. Les coûts d'emprunt des États s'en trouvent accrus. L'incertitude spécifique à la guerre commerciale a, quant à elle, pour effet de reporter les investissements prévus tant dans le cadre des chaînes de valeur que d'expansion.

Au canal d'incertitude s'ajoute celui du resserrement des conditions financières. La baisse initiale des marchés boursiers a eu un impact négatif sur l'effet richesse et la confiance des ménages. De plus, les dépréciations des monnaies sont inflationnistes. Enfin, les hausses des taux d'emprunt, en particulier à long terme pèsent sur les marchés immobiliers et rendent coûteux les refinancements des entreprises et des États.

Plus de dépenses publiques comme soutien de la demande

Les dépenses publiques supplémentaires annoncées depuis le début de l'année devraient partiellement compenser la chute de la demande. Outre la prorogation des baisses d'impôts du Tax cuts and jobs Act de 2017, d'autres vont être proposées au Congrès dans le cadre du « One Big Beautiful Bill » et soutenir l'investissement aux États-Unis. Le gouvernement chinois a, quant à lui, continué d'assouplir sa politique monétaire et budgétaire. L'augmentation du déficit en 2025 par rapport à 2024 pourrait être de 1,2% du PIB et de 4% du PIB en tenant compte des émissions obligataires des gouvernements locaux et centraux (Local and central government special bond). Selon notre économiste Chine, Fang Liu, l'impact sur la croissance chinoise de ces mesures principalement orientées sur l'investissement public atteindrait 1 point de %. Mais la véritable surprise vient de l'Allemagne qui, une fois encore, a annoncé un plan de relance à un moment décisif. Preuve en est, la hausse soudaine des taux d'emprunt souverains à 10 ans allemands et l'appréciation de l'euro. Selon nos estimations, ces mesures pourraient engendrer une hausse de la croissance allemande de 0,3 point de % en 2025, 0,6 en 2026 et 0,8 en 2027. De plus, le chancelier Merz a annoncé que l'Allemagne atteindrait l'objectif de 3,5% du PIB de dépenses militaires en 2032, soit une hausse de 0,2 point de croissance par an. L'Allemagne fait le choix de l'investissement comme habituellement, ce qui à moyen terme devrait aussi avoir un impact positif sur l'accumulation de capital et la croissance potentielle. Au-delà de l'impact direct sur la croissance allemande, le plan de 500 milliards d'euros et l'adoption par le Bundestag d'un amendement constitutionnel assouplissant le frein à l'endettement le 18 mars dernier, pourraient soutenir l'investissement en zone euro. De plus, il donne des marges de manœuvre

de court terme à la Banque centrale européenne et à la Commission européenne pour ses négociations commerciales avec les États-Unis. En parallèle, la Commission européenne (CE) a annoncé une nouvelle stratégie de défense globale: le plan ReArm Europe/Readiness 2030. Le plan Préparation 2030 prévoit l'allocation de plus de 800 milliards d'euros à des initiatives ciblées. Pour plus de détail voir l'analyse de Marie-Louise Deshaies, datée de mai 2025: « Zone euro: plus de défense, plus de croissance ».

Un dollar momentanément affaibli

Ce n'est pas seulement la défiance engendrée par les annonces de tarifs « réciproques » (Liberation Day) le 2 avril dernier qui a engendré une remontée des taux souverains américains et une dépréciation du dollar. C'est aussi la surprise de l'annonce d'un soutien budgétaire allemand conséquent et d'un assouplissement du frein à l'endettement. Cette réponse des allemands à l'imprévisibilité américaine a constitué une parade très efficace puisqu'elle a permis de soutenir l'euro et en conséquence de donner moins de poids aux attaques américaines concernant la sous-évaluation de la monnaie unique. Le taux de change effectif nominal du dollar a diminué de 10% entre janvier et juin 2025. La dépréciation a été particulièrement forte par rapport au real brésilien (-9,8%), à l'euro (-9,4%) et au Franc suisse (-9,3%). Le billet vert a aussi reculé durant la même période vis-à-vis du peso (-8,5%) et du dollar canadien (-5%).

En conséquence, l'euro devrait continuer de bénéficier du volontarisme allemand et de la bonne performance des économies du Sud de l'Europe. Toutefois, le dynamisme de la croissance nominale américaine, l'avance technologique des États-Unis et leur poids militaire devraient continuer à soutenir la demande de dollar.

Conclusion

La politique extérieure américaine menée depuis début 2025 devrait amplifier le ralentissement de la croissance mondiale déjà engagé en 2025 et en 2026. Nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance pour les États-Unis à 1,7% en 2025 et à 1,9% en 2026. En revanche, nous continuons d'anticiper une croissance de 4,8% cette année et de 4,9% en 2026 en Chine grâce aux politiques d'assouplissement budgétaire et monétaire. La zone euro bénéficierait du plan de relance allemand et des baisses d'impôts pour les entreprises déjà votées. Si la hausse des droits de douane sur les biens exportés aux États-Unis se limite à 10%, nous continuons d'anticiper une croissance de 0,6% cette année et de 0,8% en 2026.

Dr. Mathilde Lemoine

Group Chief Economist Edmond de Rothschild



Matières premières



Le marché du pétrole en 2025 : entre incertitudes géopolitiques, recomposition de l'offre et volatilité persistante.

Depuis le début de l'année 2025, le marché pétrolier mondial évolue dans un contexte complexe, mêlant incertitudes politiques, pressions sur l'offre, signaux contrastés sur la demande et résurgence de risques géopolitiques. Le choc majeur est intervenu en juin, lorsque les tensions militaires entre l'Iran et Israël ont brusquement fait grimper le prix du Brent de 60 à 80 dollars en quelques séances. Cette flambée a été suivie d'un reflux rapide jusqu'à 64 dollars, après une intervention diplomatique et militaire limitée des États-Unis pour contenir l'escalade. Si les cours du baril se stabilisent désormais autour de 60 à 65 dollars, cette séquence souligne la fragilité de l'équilibre actuel, tiraillé entre facteurs structurellement baissiers et pics de tensions géopolitiques. Décryptage.

Le conflit Iran Israël de juin 2025 : déclencheur de volatilité et catalyseur d'une prime de risque durable

La guerre entre Israël et l'Iran marque une étape décisive dans l'escalade entre les deux pays. Ce choc géopolitique a immédiatement fait bondir les cours du brut qui ont progressé de près de 20 dollars par baril au pic des tensions, révélant la nervosité extrême des marchés. Mais au-delà de la réaction ponctuelle, cet affrontement pourrait enclencher un changement de paradigme plus profond. En effet, ce conflit renforce la probabilité d'un cycle d'instabilité récurrente au Moyen-Orient, avec des phases de tension aiguë suivies de reflux partiels. Cela engendre une volatilité structurelle : les prix progressent par à-coups, selon une logique de paliers où chaque épisode de crise installe un niveau de prix plus élevé.

La prime de risque géopolitique liée à l'Iran, pourrait donc se recalibrer ponctuellement à la hausse en fonction de l'actualité. Une validation durable de cette prime nécessiterait une action impactant directement le commerce du pétrole. Anticipant ces secousses, les opérateurs ajustent leurs stratégies, renforçant la composante spéculative des mouvements de prix.

Au-delà de la dimension géopolitique du pétrole, l'analyse des fondamentaux permet actuellement de déterminer la tendance du marché.

L'autre géopolitique du pétrole : incertitude politique américaine et stratégie offensive de l'OPEP+

Le repli des cours du pétrole observé entre janvier et mars 2025 — le WTI passant de plus de 72 dollar à environ 60 dollar — s'explique principalement par un retour de l'incertitude politique aux États-Unis. L'année électorale, marquée par la candidature de Donald Trump à un second mandat non consécutif, a ravivé les doutes sur la prévisibilité de la politique américaine en matière de commerce, d'énergie et de diplomatie. Les marchés redoutaient un retour à une politique extérieure plus isolationniste et transactionnelle, susceptible d'amplifier les tensions commerciales et d'accroître l'instabilité réglementaire. Parallèlement, l'OPEP+, dans une dynamique moins coopérative qu'auparavant, a surpris en adoptant une posture de reconquête de parts de marché, à rebours de sa stratégie de restriction de l'offre de 2023-2024. L'Arabie saoudite, la Russie, les Émirats arabes unis et l'Irak ont commencé à accroître leur production depuis le printemps, ajoutant en théorie plus de 400 000 barils par jour chaque mois, capitalisant sur les besoins asiatiques et l'érosion de l'offre américaine. Cette surabondance relative a accentué les pressions à la baisse, surtout en l'absence d'un rebond net de la demande.

Un reflux de la guerre tarifaire qui apaise les marchés et stabilise les prix entre 60 et 65 dollars

Malgré les inquiétudes initiales liées au retour de Donald Trump dans la course présidentielle, la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine, redoutée par les investisseurs, n'a pas connu l'intensité anticipée. Les déclarations de Pékin et de Washington depuis mars montrent une volonté de désescalade, surtout sur les produits énergétiques, où la Chine reste dépendante d'importations stratégiques. Des signaux d'accords sectoriels temporaires ont permis d'éloigner le scénario d'une guerre commerciale frontale.

Ce soulagement a offert un soutien modéré aux cours du brut. Les investisseurs, rassurés par une stabilité du commerce mondial, ont revu à la hausse leurs anticipations de demande. Cela a contribué à une stabilisation des cours autour de 60-65 dollars, soutenue par des signaux techniques (rebonds sur supports majeurs) et une gestion plus disciplinée des stocks par les raffineurs asiatiques et européens.

Vers un nouveau paradigme des fondamentaux : montée en puissance de l'OPEP+, essoufflement du schiste américain et demande en progression modérée

Le paysage pétrolier mondial entre dans une phase de recomposition structurelle. L'OPEP+ semble avoir acté une inflexion stratégique



durable: plutôt que de défendre un prix élevé au détriment des volumes, plusieurs de ses membres optent pour une augmentation progressive de leur production afin de capter les parts de marché laissées vacantes par le déclin du pétrole de schiste américain.

En effet, la production américaine est en recul technique depuis fin 2024 (à tout de même plus de 11 Mbj). Plusieurs facteurs expliquent cela: financements plus rares pour les producteurs indépendants, épuisement progressif des meilleurs gisements (sweet spots), et coûts d'extraction devenus moins compétitifs face au brut du Moyen-Orient. La hausse des taux d'intérêt aux États-Unis a aussi réduit l'appétit pour le financement de nouveaux forages.

Face à cela, l'OPEP+, notamment via l'Arabie saoudite, entend capitaliser sur sa capacité à inonder rapidement le marché à moindre coût, dans une logique dominante. À terme, cette stratégie pourrait renforcer la volatilité si l'équilibre offre-demande reste fragile. Côté demande, les perspectives demeurent stables, avec une croissance modérée tirée par l'Asie émergente. Les États-Unis et l'Europe, en revanche, voient leur demande plafonner, voire décliner légèrement, par la transition énergétique et une croissance peu dynamique.

Conclusion: un marché en transition, guidé par des forces contradictoires

Le marché du pétrole en 2025 est marqué par une instabilité chronique, nourrie à la fois par la géopolitique, les recompositions de l'offre et les incertitudes sur le cycle macroéconomique mondial. Si les prix ont connu un repli significatif en début d'année, le reflux des tensions commerciales et la persistance de tensions géopolitiques leur permettent de se stabiliser. Mais l'entrée dans un nouveau paradigme, celui d'une OPEP+ conquérante et d'un schiste américain affaibli, laisse présager une volatilité durable.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent rester attentifs aux signaux politiques majeurs (élections américaines, Iran, décisions OPEP+) en suivant les dynamiques microéconomiques sectorielles (stockages, marges de raffinage, coûts d'extraction). Le pétrole reste encore et toujours un actif géopolitique.

Manuel Maleki, Ph. D.
Senior Economist US & Commodities



Actions monde



Marchés actions : le sentiment prédomine sur les fondamentaux.

Depuis le début de l'année, les marchés actions ont connu une volatilité rarement observée auparavant entre l'euphorie avant l'investiture du Président Trump, une panique après l'annonce des droits de douane, suivie d'un apaisement, et des nouvelles craintes depuis mi-juin.

La communication erratique de la nouvelle Administration et l'annonce de droits de douane exceptionnellement élevés début avril ont engendré des ventes massives d'actifs américains. L'exceptionnalisme a laissé place aux craintes d'inflation et de récession liées aux annonces et à la gouvernance de l'Administration républicaine. Les résultats des entreprises du premier trimestre, le revirement de Trump sur les droits de douane, l'annonce de baisses d'impôts et de déréglementation bancaire, et enfin la résilience de la croissance et de la décélération de l'inflation sont autant d'éléments qui ont engendré depuis mi-avril un rebond significatif des actions américaines. En effet, ces dernières ont presque retrouvé leur niveau record de février, même si le terme « exceptionnalisme » n'est plus utilisé ! Mi-juin néanmoins, le contexte géopolitique au Moyen-Orient et les craintes de la Fed sur un potentiel regain d'inflation ont à nouveau suscité des craintes.

L'Europe semble se détacher du S&P 500, avec une surperformance notoire, fruit du « réveil européen » suite à une perte de confiance des investisseurs étrangers vu l'erraticisme des politiques économiques du gouvernement, du retrait des États-Unis de leur rôle de gardien de la paix mondiale, mais aussi du changement de cap de l'Allemagne. Son Chancelier, Friedrich Merz, abandonne la politique de frein à l'endettement public d'Angela Merkel afin de doper les dépenses du pays en défense et en infrastructures, pour un montant cumulé sur 10 ans qui pourrait dépasser les 1 000 milliards d'euros.

En Chine enfin, on constate une divergence rare entre l'indice de Hong Kong, qui a bien progressé depuis début 2025, et l'indice CSI 300 des valeurs plus domestiques. L'indice Hang Seng est en effet constitué de sociétés internationalisées, de grandes capitalisations technologiques et de grandes sociétés financières, qui profitent des flux sortants des actions américaines et de ventes à l'international de produits chinois subissant la déflation des coûts. Le CSI 300 regroupe quant à lui des sociétés locales exposées à la faiblesse de la demande chinoise et à la déflation des prix de vente sur le marché chinois.

À court terme, la dynamique du rebond enregistré depuis le 8 avril devrait se tarir et la volatilité persister de par plusieurs éléments :

- Une saisonnalité plus négative.
- Un risque de pic des prix du pétrole.
- L'expiration des délais de négociation des droits de douane.
- Des valorisations devenues plus chères, surtout aux États-Unis.

À plus long terme, notre vision reste positive en raison de :

- La poursuite du déploiement de l'Intelligence Artificielle.
- Une croissance des bénéfices des entreprises toujours résiliente.
- L'impact économique positif des baisses d'impôts aux États-Unis et des plans infrastructures et défense en Europe.
- Une potentielle stabilisation de la Chine.

Étant donné le niveau de valorisation des marchés, surtout pour les États-Unis, (voir graphique 1), le potentiel de court terme sur ce marché semble plus limité que ces dernières semaines. Sur les marchés européens, nous demeurons positifs, vu leur plus faible valorisation, une croissance potentielle sous-estimée et des marchés qui à nos yeux anticipent déjà une grande part des mauvaises nouvelles (géopolitique, faible croissance de la Chine, euro fort, etc.). Les valeurs financières européennes (voir page 30), en forte dynamique cette année, conservent un potentiel, tout comme les titres liés au sursaut européen, notamment dans la Défense (voir page 33). Dans ce contexte de volatilité accrue, les valeurs défensives sont recherchées, comme la consommation de base et la santé, bien représentées par exemple dans l'indice suisse (voir page 26). Pour les investisseurs avec une vue de long terme, il convient de rester investi ! Ne pas être exposé même pendant quelques jours de bonne performance sur le marché actions peut en effet réduire de manière significative la performance de long terme des portefeuilles (voir graphique 2).

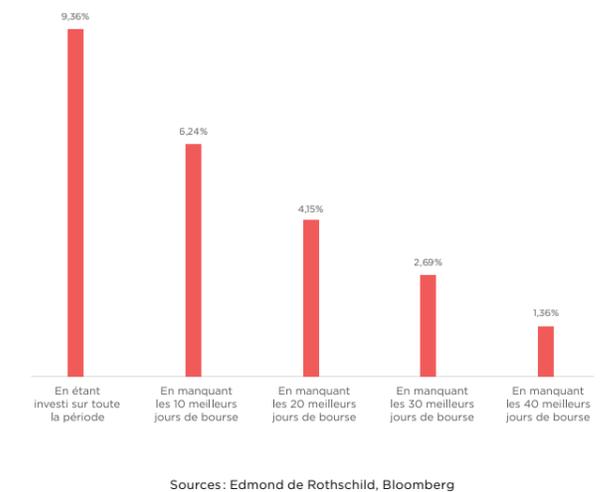
Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Graphique 1 :
Ratios cours/bénéfices (P/E) à 12 mois
du S&P 500 et du Stoxx 600



Graphique 2 :
Performance annualisée (2003-2023)
du MSCI World selon différents scénarios





Actions suisses



Marché suisse : stabilité locale, puissance globale.

Longtemps perçu comme un marché de niche dominé par quelques géants défensifs, le marché actions suisse mérite une relecture. Outre une stabilité avérée, il combine exposition internationale, diversité sectorielle, discipline financière et rendement attractif. À l'heure où les investisseurs recherchent visibilité, qualité et performance ajustée au risque, le marché suisse s'impose comme une composante incontournable d'un portefeuille actions global.

Un marché global, entre résilience et croissance

Acheter une action suisse revient à s'exposer à l'économie mondiale. Les sociétés cotées réalisent près de 90% de leurs revenus hors de Suisse, avec une forte exposition à l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie et leurs coûts sont majoritairement libellés en devises étrangères. Cette dimension mondiale reflète la structure macroéconomique du pays : la Suisse affiche un excédent commercial équivalant à 10% de son produit intérieur brut (PIB), et ses exportations représentent 48% du PIB, bien plus que ses voisins.

L'économie domestique, portée par ses PME, est peu représentée en Bourse. Souvent perçu comme défensif en raison du poids de la pharmacie, de la consommation de base (dont 40% du SPI pour les seuls Nestlé, Roche et Novartis) et de l'assurance qui constituent environ la moitié de l'indice, le marché suisse est tout autant exposé que le reste du monde au cycle économique mondial, à travers ses sociétés opérant dans le luxe, l'industrie, la gestion d'actifs ou la med-tech.

Une profondeur et une diversité sous-estimées

Le marché suisse est un grand marché dont la taille rivalise avec la France et dépasse l'Allemagne, pour des populations évidemment bien différentes (voir graphique 1). Le marché se distingue par la taille significative de ses mid caps (entreprises à capitalisation moyenne), qui seraient considérées comme des large caps (entreprises de grande capitalisation) dans de nombreux autres pays. Les vingt premières capitalisations suisses figurent toutes parmi les cent premières européennes.

Sa profondeur impressionne (près de 50 sociétés avec des capitalisations comprises entre CHF 5 et 50 milliards), tout comme sa diversification : industrie (Schindler, SGS, VAT), santé (Straumann, Alcon, Sonova), finance (Julius Baer, Partners Group), construction (Holcim, Sika) ou luxe (Richemont)...

Un dividende stable et attractif... en CHF

Dans un environnement de taux bas, les actions suisses offrent une alternative de revenu avec un dividende moyen de 3%, très supérieur aux 1,5% du marché américain. En termes réels, net d'inflation, le rendement suisse est très attractif.

Ces dividendes sont en croissance régulière et attirent les investisseurs institutionnels locaux (caisses de pension, fondations). Ils constituent en effet une alternative à un marché obligataire peu profond et au rendement limité (0,8% actuellement pour l'Investment Grade). Incidemment, le franc fort impose une discipline d'investissement aux entreprises – en particulier celles menant des stratégies de croissance externe.

Une valorisation redevenue raisonnable

Longtemps perçues comme chères, les actions suisses semblent aujourd'hui raisonnablement valorisées, après la réévaluation des actions américaines en 2023-2024 et la redécouverte des valeurs européennes en 2025 (voir graphique 2). Ce niveau paraît justifié par la qualité des gouvernances, la solidité des bilans et la régularité des politiques de distribution.

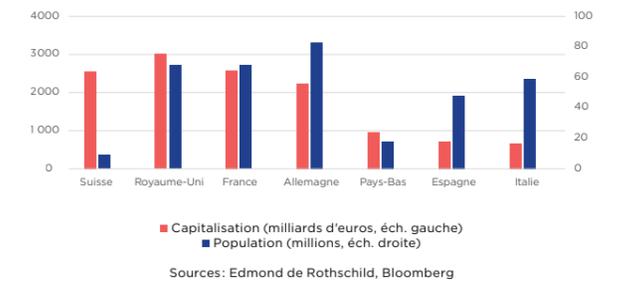
Investir dans la constance et l'excellence

Acheter une action suisse, c'est investir dans des groupes mondiaux bâtis sur la rigueur, l'innovation et la prudence. C'est aussi bénéficier d'une gouvernance exigeante, d'une devise forte et d'un environnement politique stable. Le marché suisse combine rareté, rendement réel et résilience. À ce titre, il mérite pleinement sa place dans un portefeuille mondial diversifié, quelle que soit sa devise de référence.

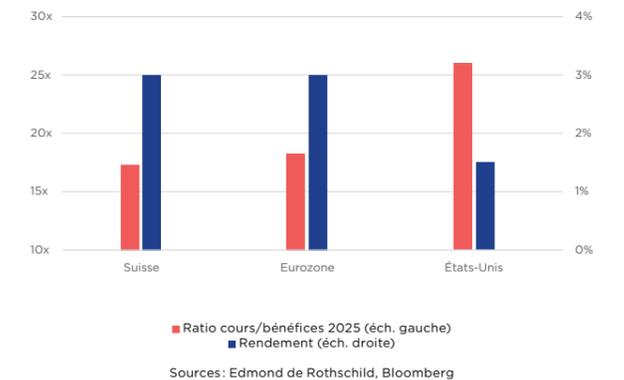
Michel Leblanc

Head of Equity Expertise - Discretionary Portfolio Management Switzerland

Graphique 1 :
Marchés européens : Capitalisation vs. Population



Graphique 2 :
Multiples de valorisation par régions





Europe



Les banques européennes : toujours le vent en poupe, notamment avec les perspectives d'union bancaire.

Les banques européennes, comme indiqué dans l'Outlook & Convictions #13, sont le secteur le plus performant en Europe en 2025 et pourraient bénéficier encore de vents arrière favorables. Elles restent relativement faiblement valorisées, alors qu'elles jouissent d'une rentabilité élevée et de bonnes perspectives.

De nombreux éléments conjoncturels sont positifs

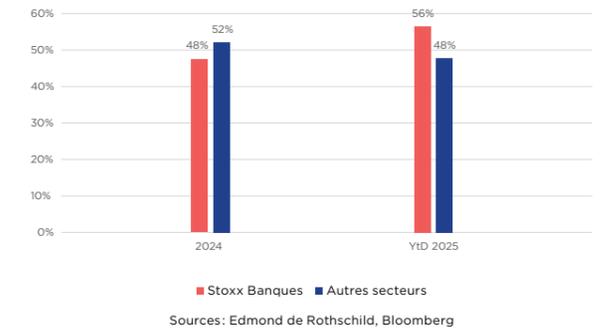
- Une pentification de la courbe des taux, qui devrait se poursuivre avec les dépenses budgétaires importantes des États européens. Cette pentification est bénéfique car les banques empruntent à court terme pour prêter à long terme, ce qui pourrait permettre une croissance des marges nettes d'intérêts sur les prêts.
- Une activité de trading dopée par la volatilité sur les marchés financiers.
- Une consolidation attendue, avec plusieurs opérations récentes de grande envergure.
- Des flux entrants sur les actions européennes qui devraient profiter en priorité au secteur bancaire, les banques étant le premier secteur de l'indice Stoxx 600 (13% de l'indice).
- La réduction des pressions concurrentielles : certaines enseignes de distribution qui détenaient des activités financières les ont récemment vendues à des banques, faute d'échelle ou d'expertise suffisantes, alors que les banques en ligne stagnent avec une part des dépôts totaux qui reste faible (3% à 5%), compte tenu de leur difficulté à offrir des services à plus forte valeur ajoutée que de simples paiements ou virements.
- L'impact de la technologie, et notamment de l'IA, est fondamental pour de nombreux clients privés et professionnels, et les grandes banques ont davantage les moyens d'investir dans ce domaine.
- La poursuite de la normalisation des valorisations, le ratio cours/bénéfices 2026 estimé des banques européennes restant modéré à 8,5x, contre une moyenne historique de 10-11x.
- Le renforcement de la rémunération des actionnaires au travers de dividendes et de rachats d'actions, grâce à une amélioration de la génération de trésorerie.

Au-delà de ces éléments, l'accélération de la mise en place de l'union bancaire européenne est un atout supplémentaire. Les buts de cette union sont simples : mobiliser pour l'économie les 1 400 milliards d'euros d'épargne européenne souvent très peu investie, ainsi que permettre à une épargne excédentaire dans certaines zones d'être prêtée et investie dans d'autres régions où l'épargne est plus faible. Il s'agit aussi de faire naître en Europe un véritable marché intégré des capitaux, à l'image du marché américain.

Un projet de loi contenant des mesures clés

- L'harmonisation de la fiscalité sur le trading d'actions pour doper l'attrait des particuliers à l'achat d'actions.
- L'abaissement des ratios de solvabilité dans le trading d'actions et dans la titrisation, afin de permettre aux banques européennes d'être moins dépendantes des prêts classiques et de se développer dans la banque d'affaires en tant qu'intermédiaire financier. Ceci correspond au schéma de la grande banque américaine, qui ne finance plus que près de 30% de l'économie domestique dont l'essentiel du financement est assuré par des gestionnaires d'actifs, des fonds de capital investissement et des fonds de pension, pour lesquelles les grandes banques servent d'intermédiaires moyennant une commission. Les banques européennes financent encore plus de 70% de l'économie de la région à travers des prêts classiques, ce qui accroît leur risque et limite leurs volumes de prêts, notamment avec des ratios de solvabilité élevés. Le modèle américain offre moins de risque de crédit et des marges supérieures grâce à l'intermédiation, donc une rentabilité supérieure.
- Une harmonisation des règles d'introduction en bourse pour doper ce marché bénéfique aux entreprises et aux banques avec des marges de 4% à 8% sur les IPO (Initial Public Offering) pour les banques.
- L'adoption d'une loi sur la Résilience Opérationnelle Digitale, afin de renforcer et d'harmoniser la gestion des risques informatiques et la sécurité des réseaux au niveau européen.

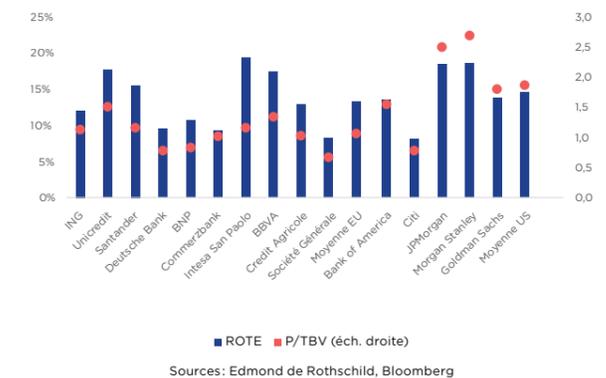
Graphique 1 : Contribution à la performance du Stoxx 600 depuis le début de l'année



Graphique 2 : Cours sur bénéfices estimés à 12 mois pour les indices MSCI Banques États-Unis et Europe (moyennes en pointillés)



Graphique 3 : Rendement sur capitaux tangibles (ROTE) et prix/valeur comptable (P/TBV) de banques européennes et américaines





- Une simplification et une uniformisation du calcul des exigences de fonds propres. Ainsi, les niveaux de fonds propres réglementaires seront déterminés à l'aide d'une méthode simple basée sur une formule harmonisée, facilitant la comparabilité au sein du secteur et entre les pays.

Cette union bancaire devrait doper l'activité des banques d'affaires, des gestionnaires de fortune ainsi que des banques actives dans les prêts en Europe. Elle profitera aux banques proches des entreprises dotées d'une branche d'affaires développée, ainsi qu'à celles ayant accès à une épargne importante. Enfin, elle pourrait favoriser une vague de fusions/acquisitions à l'échelle européenne, mouvement voulu par l'Europe pour avoir des banques de taille supérieure, contribuant ainsi à renforcer la réévaluation du secteur.

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Darius Bakhtari

Research analyst, Global Investment Research

“ Si vous ne vous occupez pas de la géopolitique, la géopolitique s'occupera de vous. ”

Cette formule, attribuée à l'ancien conseiller du Président Carter, Zbigniew Brzezinski, a longtemps semblé hors de propos dans une Europe qui se rêvait post-historique, pacifiée et économiquement intégrée. Pourtant, en quelques mois, le réel s'est imposé avec fracas : la guerre est de retour aux portes de l'Union, et avec elle, la nécessité d'un réveil stratégique. L'Europe redécouvre une vérité oubliée : sans capacité à se défendre, il n'y a ni souveraineté politique, ni autonomie économique. La Défense est le socle qui conditionne tous les autres fondamentaux.

La Défense, le retour du réel et le début de la souveraineté

La guerre en Ukraine a mis fin à une longue illusion stratégique. En quelques semaines, l'Europe a découvert l'étendue de ses vulnérabilités : capacités militaires dispersées, stocks d'armements insuffisants, dépendance critique au parapluie américain. Ces faiblesses illustrent une perte d'autonomie qui sape notre souveraineté de fait.

Le réveil est brutal, mais salutaire. L'agenda des budgets militaires s'inscrit dans le temps long, mais les intentions nationales ont déjà entamé une remontée spectaculaire : la France évoque le chiffre de 3,5% de son PIB à terme, tandis que la Pologne approchera les 5% dès 2025. Quant à l'Allemagne, elle s'affiche depuis 2024 comme le plus grand budget de défense de l'UE, et évoque 500 milliards d'euros de dépenses militaires supplémentaires sur dix ans.

La question de l'allocation des budgets aux équipements sera centrale : la base industrielle et technologique de défense (BITD) européenne, très fragmentée, devra se structurer et faire émerger des acteurs de taille critique, pour concurrencer les grands fournisseurs américains. Nous avons découvert en cela un allié inattendu : le nouveau Président des États-Unis d'Amérique. Dans une interview au Figaro en mai, Ariane de Rothschild soulignait que « Donald Trump rend un grand service à l'Europe en la forçant à sortir de sa léthargie ». En menaçant de se mettre en retrait de l'OTAN, le président américain joue le rôle d'aiguillon, comme le montrent les parcours boursiers des sociétés de défense européennes, en regard de leurs homologues américaines. Le ton politique a changé. L'autonomie stratégique est un objectif affiché. Et le débat public prend acte d'une évidence : sans Défense crédible, il n'y a pas de souveraineté politique ni de souveraineté économique.



Dans ce contexte, les investisseurs ont tout intérêt à réintégrer la Défense dans leur lecture stratégique. La stabilité géopolitique est une condition de la performance durable. Sans sécurité, pas d'investissement de long terme.

Le rapport Draghi : pour une souveraineté économique par l'investissement

Dans son rapport remis à la Commission européenne en septembre 2024, Mario Draghi, économiste et ancien président de la Banque centrale européenne, ne propose rien moins qu'un changement de paradigme. Face à l'érosion de la compétitivité du continent, il plaide pour un sursaut collectif : une stratégie d'investissement massive, coordonnée, et tournée vers la souveraineté. Une Europe qui assume d'être un acteur économique de plein exercice, capable de rivaliser avec les États-Unis et la Chine.

Trois piliers structurent cette ambition :

- **L'énergie** : l'Europe doit garantir une énergie propre, compétitive et indépendante. Cela passe par les renouvelables, le retour du nucléaire (classique et PRM, petit réacteur modulaire), la densification des réseaux électriques permettant l'électrification industrielle, et le recours au LNG (gaz naturel liquéfié) pour compenser la perte du gaz russe. L'autonomie énergétique est la condition d'une industrie compétitive et résiliente.
- **L'innovation** : l'enjeu est la productivité. À partir de 2040, l'Union Européenne perdra 2 millions de travailleurs par an. Il faudra produire plus avec moins de bras et, pour cela, maîtriser les technologies critiques (IA, biotech, spatial, semi-conducteurs) et restaurer la capacité d'innovation.
- **Le financement** : l'Europe dispose d'une épargne abondante, mais mal allouée. Mario Draghi appelle à une « union de l'épargne et de l'investissement » (la Savings and Investment Union, SIU) afin de mobiliser cette épargne vers le financement de notre souveraineté, notamment via une modernisation des marchés de capitaux et une véritable union bancaire (voir article précédent), dans un paysage bancaire européen actuellement trop fragmenté.

Cependant, sans sécurité, ces piliers restent fragiles. Les chaînes de valeur critiques, les infrastructures énergétiques, les laboratoires, les usines : tout repose sur un socle géopolitique stable. La Défense n'est pas une priorité concurrente, elle est le verrou stratégique de l'ensemble.

Pour les investisseurs, une transformation à capter dès aujourd'hui

Longtemps considérée comme un tabou d'investissement, la Défense s'impose désormais comme une thématique de gestion assumée, portée à la fois par les États, les industriels et les institutions européennes. Les budgets augmentent rapidement, les outils communautaires se multiplient (Fonds européen de Défense notamment), et une volonté claire émerge de consolider une base industrielle et technologique de Défense intégrée au niveau européen.

Mais cette dynamique n'est qu'un début. Les capitaux publics ne suffiront pas. Le rapport Draghi appelle à une mobilisation conjointe, par laquelle les investisseurs privés joueront un rôle stratégique pour financer la transformation du continent. La Défense est une composante majeure de cette transition, mais elle n'en est pas l'horizon. La souveraineté européenne se joue aussi sur le terrain économique, à travers l'énergie, l'innovation, et le financement.

L'investissement raisonné dans la souveraineté ne doit pas être un « one sector show », avec ses conséquences en termes de volatilité. En investissant dans les piliers économiques du rapport Draghi, les acteurs privés peuvent capter une transformation de fond, tout en diversifiant leur exposition à un thème transversal et durable : celui de la souveraineté.

Investir dans la souveraineté européenne, c'est capter un mouvement profond, porteur de performances financières : réarmement, refondation énergétique, réindustrialisation, innovations critiques, sans oublier le financement de ces investissements. Ces dynamiques ne sont pas des feux de paille de court terme, mais des thèmes durables, autour d'acteurs européens stratégiques. Et au-delà du rendement, c'est aussi un engagement extra-financier. Ce thème incarne une responsabilité : participer à la refondation de notre maison commune et à l'autonomie de nos décisions collectives. En un mot : à notre liberté. Comme le disait Jean Monnet, *« les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité, et ne voient la nécessité que dans la crise. »* — Le moment est venu de choisir.

Anthony Penel

Portfolio Manager European Equities,
Edmond de Rothschild Asset Management

Caroline Gauthier

Co-head of Equities,
Edmond de Rothschild Asset Management



Dossier spécial



Les villes de demain : entre révolution urbaine et opportunités d'investissement.

Le développement des villes a été historiquement le berceau des grands changements, que ce soit l'avancée technologique ou le progrès social, politique, économique et culturel. Ce phénomène devrait s'intensifier à l'avenir. La ville de demain se dessine devant nous : plus écologique, plus flexible et accessible, automatisée, centrée sur la technologie et l'innovation, mieux surveillée, terre de vie des sièges sociaux des grandes entreprises et des services variés. Malgré des défis liés aux inégalités, la croissance continue des villes pourrait offrir de nombreuses opportunités d'investissement intéressantes.

La ville en transformation

Selon l'Organisation des Nations Unies, d'ici 2050, près de 2,5 milliards de personnes supplémentaires vivront en milieu urbain, portant la population urbaine mondiale à environ 68%. Ce chiffre devrait monter à 80% dans les pays les plus riches. Cette urbanisation rapide engendre des défis majeurs en matière d'infrastructures, de mobilité, de durabilité et de qualité de vie, voire d'équilibre entre les populations. Dans ce monde en constante évolution, les villes de demain se dessinent aujourd'hui à travers les prismes de la durabilité, de l'accessibilité, de l'innovation technologique et des opportunités économiques qu'elles engendrent. Alors que l'urbanisation s'accélère, les défis environnementaux et sociaux deviennent de plus en plus pressants, poussant les municipalités et les investisseurs à repenser les infrastructures, voire le mode de vie urbain. Les villes durables, intelligentes et connectées ne sont plus une utopie, mais une nécessité pour répondre aux exigences d'une population urbaine croissante.

Pour les investisseurs avisés, ces transformations représentent une myriade d'opportunités. Les technologies vertes, les systèmes de transport intelligents, les bâtiments à énergie neutre ou positive, les plateformes de connexion, les systèmes de surveillance, ou encore les infrastructures numériques, ne sont que quelques-unes des pistes prometteuses pour des investissements à la fois rentables et responsables, même si des défis se posent aussi, dans la ville de demain.

La ville durable

La durabilité s'impose comme le pilier central des villes de demain, un concept qui transcende les simples considérations environnementales pour embrasser une vision holistique de l'urbanisme. Ceci est nouveau, après des siècles de croissance par simple afflux de population et développement de quartiers sans réelle maîtrise de la globalité. Face à l'urgence climatique et à la raréfaction des ressources, les métropoles du monde entier sont contraintes d'adopter des stratégies ambitieuses pour réduire leur empreinte carbone et améliorer la qualité de vie de leurs habitants. Cette transition vers des villes plus durables se manifeste par une multitude d'initiatives innovantes, soutenues par des politiques publiques et des investissements privés croissants. Par exemple, l'intégration massive des énergies renouvelables dans les réseaux urbains permet non seulement de diminuer les émissions de gaz à effet de serre, mais aussi de créer des emplois locaux dans les secteurs des technologies vertes. Les parcs éoliens offshore, comme celui de Hornsea au Royaume-Uni, et les fermes solaires urbaines, telles que celles développées à Singapour, deviennent de nouvelles composantes des paysages urbains modernes.

La reconversion de bâtiments industriels désaffectés

Dans cette optique de durabilité urbaine, la réhabilitation des friches industrielles et la reconversion des bâtiments existants jouent un rôle crucial. Plutôt que de s'étendre indéfiniment, les villes doivent se reconstruire sur elles-mêmes, optimisant ainsi l'utilisation des espaces déjà urbanisés. Cette approche permet non seulement de préserver les terres naturelles et agricoles en limitant l'artificialisation des sols, mais aussi de revitaliser des zones souvent délaissées. Les friches industrielles, par exemple, représentent des opportunités uniques pour développer des projets innovants, tels que des éco-quartiers ou des espaces dédiés à l'économie circulaire, où les anciennes structures sont transformées en lieux de vie, de travail ou de culture. Cette stratégie de densification intelligente favorise également une meilleure gestion des ressources et des infrastructures, tout en encourageant la mixité sociale et fonctionnelle au cœur des villes.

Vers une ville à zéro émission

Les bâtiments à énergie positive, qui produisent plus d'énergie qu'ils n'en consomment grâce à des panneaux solaires intégrés et des systèmes de gestion intelligente de l'énergie, sont un autre exemple de cette tendance. Des villes comme Copenhague et Stockholm se sont fixées des objectifs ambitieux pour devenir neutres en carbone d'ici 2025 et 2040 respectivement, en partie grâce à la construction de tels bâtiments. En Suisse, Genève a entrepris une refonte ambitieuse de ses réseaux thermiques : au lieu d'avoir une chaudière dans chaque bâtiment de la ville, la chaleur sera produite dans une



centrale et envoyée aux bâtiments via des canalisations souterraines. L'énergie sera issue de l'incinération des déchets, du gaz naturel, des pompes à chaleur qui puisent l'eau du lac Léman pour alimenter le réseau en chaleur. L'eau profonde du lac Léman sera également utilisée pour rafraîchir les bâtiments. Avec ce déploiement, Genève entend accélérer la transition énergétique et réduire ses émissions de gaz à effet de serre de 60% d'ici 2030. Ces initiatives sont soutenues par des cadres réglementaires stricts et des incitations fiscales, créant un environnement favorable aux investissements dans l'immobilier durable.

Une ville verte sans déchets

La création d'espaces verts urbains et la promotion de la mobilité douce sont également des éléments clés pour améliorer la qualité de l'air et la santé publique. Les espaces verts ont un impact significatif sur la température urbaine en agissant comme des «îlots de fraîcheur». Ils réduisent la température moyenne de la ville d'environ 2°C et peuvent même créer des différences de 10°C ou plus entre une rue et un espace verdoyant pendant une canicule. Ce rafraîchissement est dû à l'ombre des arbres, l'absence de bitume (qui emmagasine la chaleur en journée) et à l'évapotranspiration, qui refroidit l'air ambiant.

Les villes investissent aussi dans des infrastructures cyclables, des zones piétonnes élargies et des transports en commun plus efficaces et moins polluants. Les systèmes de gestion intelligente des déchets et de l'eau sont un autre domaine où les villes durables innovent. Des technologies avancées deviennent de plus en plus courantes, telles que les capteurs IoT (Internet des objets) pour surveiller les niveaux de déchets et optimiser les routes de collecte, ou les systèmes de récupération des eaux de pluie pour l'irrigation des espaces verts. Ces solutions permettent non seulement de réduire les coûts opérationnels, mais aussi d'améliorer l'efficacité et la durabilité des services urbains.

Les villes durables deviennent ainsi des écosystèmes propices à l'innovation, attirant talents et capitaux dans un cercle vertueux de croissance responsable.

Une ville aux disparités économiques importantes mais source d'opportunités

La proximité d'universités, de centres de recherche ou de grands groupes de plus en plus puissants grâce à la globalisation, rend les capitales plus attractives que n'importe quelle autre ville pour les populations qualifiées. À l'inverse, des populations moins qualifiées en quête d'emplois de services quittent les villes moyennes, les campagnes ou les pays pauvres, pour s'installer de manière précaire dans les capitales ou leurs proches banlieues. Enfin, la hausse massive des prix de l'immobilier chasse certaines familles des classes moyennes (100 000 habitants en moins à Paris depuis 2010

par exemple). La grande ville crée des emplois qualifiés et des emplois de services, elle regroupe ainsi une population très aisée et une population précaire, tout en se vidant de sa classe moyenne.

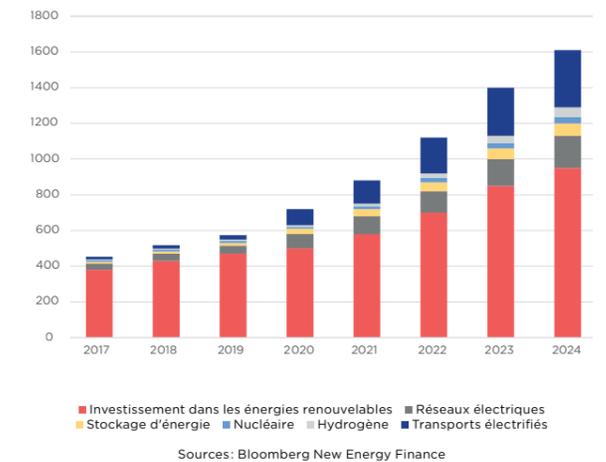
Que se passera-t-il d'ici 10 ans? Les centres villes devraient connaître une nouvelle hausse des prix immobiliers, qui devraient encore chasser des familles et des classes populaires, et attirer une population aisée et une population prête à accepter un logement modeste pour un emploi. Des modèles de vie modernes, tels que le télétravail et les espaces de coworking, pourraient cependant offrir aux jeunes générations une chance de revenir vers des centres urbains dynamiques. On devrait ainsi voir un accroissement encore plus marqué des inégalités en ville. Ceci renforcera le besoin de sécurité, mais aussi l'émergence d'une culture internationale. Les prestataires de services traditionnellement d'autres pays trouveront une manne dans cette population qualifiée et globalisée. La ville sera le centre d'explosion des technologies et du progrès, stimulés par l'IA. Mais elle pourrait être encore davantage un entrelacement de cultures variées, à la fois source de richesse et de tensions, qui parviennent in fine à cohabiter et à faire prospérer une métropole plus durable, plus high-tech, plus connectée et plus agréable à vivre.

La technologie, au cœur des enjeux de la ville de demain

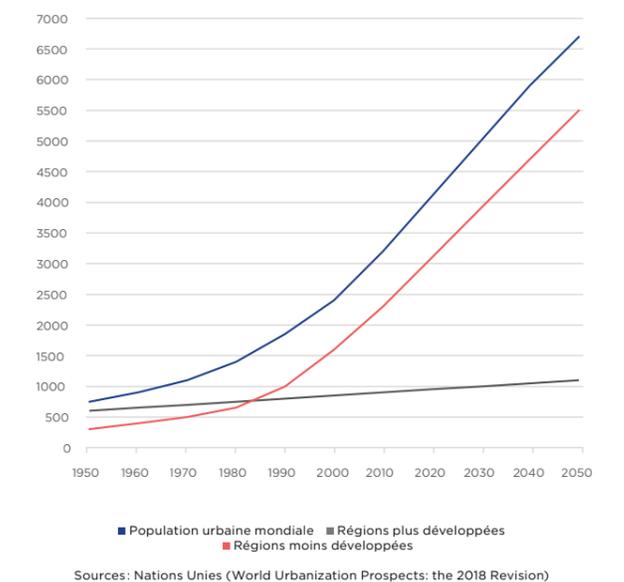
Dans un monde en constante évolution, les villes de demain affrontent le défi de fusionner les innovations technologiques avec le développement urbain pour créer des environnements résilients, durables et intelligents, où la qualité de vie est rehaussée par l'intégration homogène de systèmes intelligents et connectés.

Singapour, leader dans ce domaine, utilise un réseau dense de capteurs IoT pour surveiller divers aspects de la vie urbaine, tels que la qualité de l'air et le volume de trafic. Ce réseau permet d'optimiser l'utilisation des ressources et d'améliorer la mobilité urbaine en temps réel. Dubaï, pour sa part, investit massivement dans l'impression 3D, avec un ambitieux projet de construire 25% de ses nouveaux bâtiments d'ici 2030 via cette technologie, afin d'optimiser au maximum les ressources utilisées.

Graphique 1:
Investissements dans la transition énergétique par catégorie (2010-2024)



Graphique 2:
Estimations et projections de la population urbaine mondiale (1950-2050), en millions





L'intégration des véhicules autonomes continue de progresser dans plusieurs métropoles américaines, notamment à San Francisco et Phoenix, permettant de pallier la densification du trafic automobile d'une part et du manque de chauffeurs d'autre part. Londres expérimente des systèmes d'éclairage public adaptatifs qui s'ajustent en fonction de la fréquentation des zones, réduisant ainsi la consommation énergétique nocturne. Les transports aériens autonomes prennent forme, comme à Paris où des projets de drones taxis sont à l'étude pour offrir des trajets rapides et écologiquement durables entre les principaux pôles urbains. De nombreuses villes comptent également utiliser ces derniers afin de fluidifier le transport de marchandises et notamment la livraison à domicile, dans un objectif de réduction de la congestion.

Enfin, les technologies de réalité augmentée et virtuelle s'implantent également dans l'urbanisme pour favoriser la collaboration entre designers, architectes et développeurs, facilitant ainsi la planification des projets immobiliers. Les « jumeaux » ou « clones » numériques en sont un exemple : ils permettent à la fois de prévoir une meilleure urbanisation en amont de la construction comme de gérer l'ensemble de l'écosystème de manière virtuelle, une fois les projets immobiliers finalisés. Enfin, les « forêts urbaines » verticales qui s'épanouissent dans de nombreuses villes asiatiques, mais également occidentales telles que Milan, démontrent comment l'intégration de capteurs peut assurer la santé de la végétation tout en contribuant à réduire le dioxyde de carbone en milieu urbain.

Comment s'exposer à la montée en puissance de la technologie au sein des villes ?

L'Internet des Objets est au cœur de cette transformation, permettant un monitoring efficace et la gestion intelligente des infrastructures urbaines, grâce à une multitude de capteurs interconnectés. L'intelligence artificielle (IA), fer de lance des technologies intelligentes intégrées aux villes de demain, joue un rôle crucial en optimisant les systèmes autonomes et en offrant des capacités d'analyse prédictive qui facilitent la prise de décision éclairée. La connectivité (5G et prochainement 6G) améliore la communication entre dispositifs intelligents, accélérant la mise en œuvre de solutions de mobilité et de gestion des ressources. L'impression 3D représente une révolution dans le secteur de la construction, permettant de bâtir plus rapidement tout en réduisant les déchets. Les technologies de réalité augmentée et virtuelle (AR/VR) optimisent la planification et la visualisation des projets urbains, facilitant ainsi les collaborations entre les différents acteurs du développement immobilier. Enfin, l'essor de la technologie des drones ouvre de nouvelles voies pour le transport aérien autonome, offrant des solutions logistiques qui pourraient réduire la congestion routière. Les semi-conducteurs, omniprésents dans les dispositifs technologiques, resteront la colonne vertébrale de toutes ces innovations et le meilleur moyen d'être exposé financièrement.

Comment s'exposer aux défis d'infrastructures de la ville de demain ?

Les villes durables favorisent l'émergence de nouvelles formes de collaboration entre les secteurs public et privé. Les partenariats public-privé (PPP) deviennent un outil essentiel. Ces collaborations permettent de partager les risques et les bénéfices, tout en accélérant la mise en œuvre de solutions innovantes. Par exemple, des entreprises privées peuvent investir dans des technologies de pointe pour la gestion de l'énergie ou des déchets, tandis que les municipalités fournissent les infrastructures et les cadres réglementaires nécessaires, tout en assurant une visibilité de cash flow aux entreprises sur une période longue.

La durabilité urbaine représente ainsi pour les investisseurs une opportunité sans précédent de participer à la construction de villes plus résilientes et prospères. En soutenant des projets qui intègrent des pratiques durables, les investisseurs peuvent non seulement contribuer à la lutte contre le changement climatique, mais aussi bénéficier de rendements attractifs dans des marchés en pleine croissance. Les villes de demain, durables et innovantes, offrent ainsi un terrain fertile pour des investissements à la fois rentables et responsables.

En conclusion, les villes de demain se profilent à l'horizon comme des entités dynamiques et durables, façonnées par l'innovation technologique et une vision résolument tournée vers la durabilité. Ce qui n'empêche pas une cohabitation entre « très aisés » et « très aidés ». Les défis posés par l'urbanisation croissante et le changement climatique, notamment le besoin de sécurité, ouvrent la voie à des opportunités d'investissement sans précédent, où performance financière et responsabilité environnementale vont de pair. Les investisseurs ont un rôle crucial à jouer dans cette transformation, en soutenant des projets qui non seulement génèrent des rendements attractifs, mais contribuent également à bâtir un avenir plus durable.

Eric de Tessières
Group Chief Sustainability Officer

Nadjat Hamrouni
Director Sustainable Investment Solutions

Anthony Toupin
Senior analyst Global Investment Research



Obligations



Une incertitude économique accrue qui ne profite pas aux obligations souveraines.

Historiquement, lorsque l'économie ralentit et que l'incertitude s'accroît, les investisseurs trouvaient refuge dans les actifs dits défensifs tels que les obligations souveraines des États les mieux notés, dans certaines devises telles que le franc suisse, le yen ou encore l'or. Cette relation n'est plus aussi forte qu'avant. En effet, depuis le début d'année, l'ensemble des rendements obligataires à 10 ans des principaux pays a progressé, alors même que les perspectives de croissance ont été revues à la baisse en raison de l'incertitude liée aux droits de douane, au creusement des déficits publics et aux annonces chaotiques de l'Administration Trump.

En Europe aussi, la fin de la règle du frein à l'endettement en Allemagne pour financer un vaste plan infrastructures (20% du PIB allemand sur 10 ans) a dopé les rendements obligataires. Au Royaume-Uni et au Japon, des incertitudes budgétaires et une inflation supérieure aux attentes ont eu un effet similaire.

Quelles sont les causes de l'affaiblissement de cette relation ?

Parmi plusieurs facteurs, deux éléments jouent un rôle de premier plan :

- Le niveau de dettes des États, qui ne peuvent plus se financer à des taux proches de zéro comme précédemment.
- Un risque inflationniste encore présent dans de nombreux pays, qui réduit la possibilité d'un large assouplissement monétaire.

En effet, la vigilance des investisseurs face aux trajectoires des finances publiques est de retour sur le marché obligataire, reflétée par le moindre appétit pour les émissions de maturités longues. Cette hausse des rendements traduit une hausse de la prime de risque pour les obligations souveraines. Cela est surtout vrai pour les obligations américaines, où les taux longs sont très sensibles aux annonces liées au budget et à la possibilité de creuser à nouveau le déficit déjà important (déficit budgétaire autour de 7% attendu en 2025). L'incertitude accrue sur les perspectives d'inflation est également un facteur important. La hausse récente des niveaux d'inflation au Royaume-Uni et au Japon souligne que le combat contre la hausse des prix n'est pas gagné partout. Aux États-Unis, si les derniers chiffres d'inflation étaient encourageants, les attentes des ménages en terme d'inflation ont explosé, maintenant l'économie américaine et la Fed dans l'incertitude quant à la trajectoire des prix.

Dans ce contexte, la majorité des banques centrales ont une marge limitée pour assouplir leur politique monétaire, malgré les risques pesant sur l'activité. À part la Banque centrale européenne (BCE), qui a baissé en juin ses taux pour la huitième fois consécutive, la Réserve fédérale (Fed), la Banque d'Angleterre ou la Banque du Canada sont davantage en mode attentiste (« wait and see » en anglais), attendant d'avoir plus de visibilité sur les perspectives d'inflation avant de se focaliser sur les risques pesant sur la croissance. La probabilité que les membres de la Fed assouplissent leur politique monétaire à court terme a sensiblement baissé depuis le début d'année, tout comme les attentes pour la Banque d'Angleterre. Ainsi les marchés n'anticipent plus que deux baisses des taux de la Fed en 2025, contre plus de quatre fin mars. Enfin, la relation entre les taux souverains et le risque économique s'est distendue, en raison de la concurrence accrue des émissions des entreprises de très bonne qualité. Alors que le volume des émissions des obligations souveraines ne cesse d'augmenter, les obligations d'entreprises de haute qualité semblent beaucoup plus attrayantes et viennent concurrencer la demande structurelle et institutionnelle autrefois associée aux émissions des États les mieux notés.

Quelles sont les conséquences pour l'allocation d'actifs ?

Nous voyons deux conséquences majeures de l'affaiblissement de la relation entre obligations souveraines et risques économiques :

- Des courbes obligataires durablement pentues.
- Un risque de recherche d'autres actifs dits défensifs par des investisseurs qui autrefois allouaient essentiellement leur poche de placements prudents aux obligations souveraines.

Alors que la partie courte de la courbe est protégée par les baisses de taux des banques centrales et du caractère accommodant des politiques monétaires actuelles, la hausse des taux de maturité 10 ans et plus a conduit à une pentification de la courbe, aussi bien sur la courbe américaine qu'allemande ou britannique. Il est probable de voir cette situation perdurer et s'accroître. Dans ce cadre, il semble opportun d'exposer les portefeuilles obligataires ou diversifiés aux actifs qui bénéficient de cette pentification. Historiquement, un tel mouvement de courbe est favorable au secteur financier dont le cœur de métier est la transformation de liquidités de court terme en crédit de long terme (voir page 52).

Concernant la capacité de protection des obligations souveraines, les derniers épisodes de stress de marché et le peu de réaction des taux de long terme, autrefois bénéficiaires des flux défensifs des investisseurs, ont souligné le changement de comportement des obligations souveraines les mieux notées. Ainsi, leur sensibilité aux chocs économiques et financiers s'est atténuée, notamment en raison d'un risque inflationniste toujours présent et d'un niveau de dette élevé. Ceci rend difficile une baisse rapide et soudaine de leur rendement. Cette réduction de leur capacité de diversification accroît le besoin de substitution dans les portefeuilles diversifiés qui



ont besoin d'actifs dit défensifs. L'or est un des grands bénéficiaires de ce changement par exemple, mais aussi le franc suisse.

Vigilance sur les taux souverains

La situation américaine demeure exceptionnelle depuis 1987, car jamais le taux 10 ans n'avait enregistré une telle hausse suite à une baisse des taux de la Fed. Depuis la baisse de 50 points de base (pbs) des taux d'intérêt de la Fed en septembre 2024, le rendement de l'obligation d'État US 10 ans est remonté de plus de 80 pbs, alors qu'en 1995 il était resté stable cinq mois après la première baisse de taux. Le rendement baisse en moyenne de 52 pbs dans les mois qui suivent les premières baisses de taux. En Europe, en dépit de huit baisses de taux de la BCE, les taux à 10 ans ont peu ou pas baissé sur la période. Ceci est renforcé par la réforme des fonds de pension hollandais, les plus puissants de la zone euro, qui devrait leur permettre de privilégier des placements obligataires plus risqués; cela devrait limiter leurs achats d'obligations souveraines plus sûres à l'avenir.

Dans ce contexte, les obligations souveraines semblent moins attractives en raison notamment de la hausse attendue des émissions pour financer des déficits plus importants. La pentification des courbes de taux souverains et les taux plus élevés peuvent également entraîner une volatilité accrue sur les marchés actions à court terme (voir page 22). En revanche, ceci ne devrait pas remettre en cause l'attractivité des actions à moyen terme car un creusement des déficits devrait se traduire par davantage de croissance économique. Cet environnement s'avère en outre favorable pour le secteur financier tant au niveau des actions que des obligations.

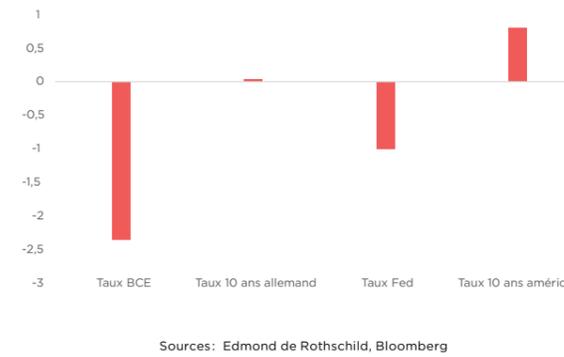
Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

Graphique 1:
Écart entre les taux 2 ans et 10 ans des courbes souveraines américaines et allemandes, en points de base



Graphique 2:
Variation des taux depuis leur première baisse*



*La BCE a réduit ses taux pour la première fois en juin 2024 et la Fed en septembre 2024



Obligations US



Obligations d'État américaines : pilier structurel ou source de vulnérabilité ?

La réélection de Donald Trump a ravivé l'instabilité sur les marchés financiers mondiaux. Les premières annonces économiques de son nouveau mandat ont accru les incertitudes autour des actifs américains. Si les marchés actions ont réagi avec nervosité, les obligations d'État américaines, traditionnellement perçues comme une valeur refuge, n'ont pas été épargnées.

Depuis plusieurs mois, les marchés semblent davantage gouvernés par l'émotion que par les fondamentaux économiques. L'épisode du « jour de la libération » début avril, marqué par l'annonce de nouvelles mesures tarifaires, a illustré ce phénomène avec un pic de volatilité. Toutefois, cette réaction, bien que spectaculaire, fut de courte durée et ne remet pas en cause la soutenabilité de la dette américaine. Mais une question se pose : assiste-t-on cette année à un changement de régime structurel pour les obligations d'État (ou Treasuries) ?

Une dette publique sous surveillance

La dette américaine a dépassé 120% du PIB en 2025, un des niveaux les plus élevés parmi les grandes économies. Cette dégradation, amorcée dans les années 1980, s'est accélérée avec la pandémie de Covid-19, sans signe de ralentissement. Le principal moteur de cette dynamique reste le déficit budgétaire, qui pourrait dépasser 7% du PIB à horizon 2026, en fonction des orientations budgétaires de l'Administration Trump.

Ce déficit est à mettre au regard d'une croissance nominale de l'ordre de 5%, soit un différentiel de 2%. Ce déséquilibre est certes préoccupant, mais reste moins prononcé que dans d'autres grandes économies, comme la France, où l'écart entre déficit et croissance nominale s'établit autour de 3%. Structurellement, les États-Unis bénéficient d'un potentiel de croissance nominale supérieur à celui de l'Europe, en termes à la fois de croissance réelle et d'inflation, ce qui leur confère une plus grande marge de manœuvre budgétaire.

L'État américain devra faire face à un besoin croissant de financement, avec de surcroît le refinancement d'un tiers de sa dette en 2025. Cette situation se déroule dans un contexte de taux élevés, augmentant la sensibilité aux variations de taux, surtout dans un environnement où les émotions semblent dicter les mouvements

de marché. Toutefois ce stress doit être relativisé par rapport à une demande des acteurs institutionnels, tant américains qu'internationaux, qui demeure soutenue.

Une réaction de marché contenue

Malgré les tensions, la performance des obligations américaines reste positive depuis le début de l'année. L'indice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index), équivalent obligataire du VIX (Volatility Index), a atteint un pic de volatilité depuis deux ans autour du 2 avril, mais les taux n'ont que peu varié depuis fin 2024. Le taux 10 ans s'établissait à 4,5% début juin, contre 4,6% en décembre (voir graphique 1). Cela a généré une performance globale supérieure à 2% depuis le début de l'année, liée au portage des taux élevés.

La principale évolution se situe au niveau de la courbe des taux. Les investisseurs ont privilégié les maturités courtes, entraînant une baisse de plus de 20 points de base du taux 2 ans. À l'inverse, le taux 30 ans a dépassé 5% fin mai, son plus haut niveau depuis 2007. L'écart entre les taux à 2 et 30 ans s'est ainsi pentifié de 40 points de base : un signe clair d'une prime de terme accrue.

Ce mouvement reflète un arbitrage : d'un côté, une préférence pour le court terme, perçu comme plus sûr dans un environnement incertain ; de l'autre, une exigence de rémunération plus élevée sur le long terme face à l'opacité de la trajectoire budgétaire américaine.

Un actif clé, entre incertitudes politiques et fondamentaux solides

Dans les mois à venir, la volatilité devrait rester élevée, alors que Donald Trump souhaite accélérer ses réformes avant les élections de mi-mandat de 2026. La question de la baisse des taux reste également ouverte : la Réserve fédérale attend des signaux clairs de maîtrise de l'inflation pour agir, tandis que le président pousse à un assouplissement plus rapide. Ce bras de fer est renforcé par les rumeurs autour de la nomination de Scott Bessent pour succéder à Jerome Powell à la tête de la Fed en mai 2026. Une telle perspective pourrait affecter la perception de l'indépendance de l'institution, source potentielle d'instabilité pour les marchés. Ce remplacement pourrait renforcer le scénario d'assouplissement monétaire, intensifiant davantage la pentification de la courbe.

Malgré cela, les Treasuries conservent des atouts majeurs. Elles constituent le marché obligataire le plus profond et liquide au monde. Elles restent au cœur du système financier mondial, par leur rôle de collatéral et leur statut de référence pour les investisseurs institutionnels.

Sur le plan économique, les fondamentaux américains demeurent robustes : une croissance résiliente, une inflation en voie de



stabilisation et un chômage faible. Malgré le retrait de la note de crédit AAA par l'agence de notation Moody's en mai, la capacité fiscale des États-Unis reste importante. Le taux de recettes fiscales rapporté au PIB, à seulement 27%, est inférieur à la moyenne des pays de l'OCDE (34%), offrant des marges de manœuvre potentielles.

Naviguer avec discernement

Les obligations d'État américaines conservent leur statut central dans le système financier mondial. Leurs rendements, supérieurs à 4% en nominal et proches de 2% en réel, figurent parmi les plus attractifs des grandes économies mondiales (voir graphique 2). Ce rendement rémunère l'incertitude.

Dans ce contexte, une approche sélective s'impose. Les maturités courtes et intermédiaires permettent de bénéficier du portage tout en limitant l'exposition à une remontée des primes de terme.

En dépit des tensions, les Treasuries demeurent donc un actif à considérer pour la construction d'un portefeuille diversifié. Leur rôle stabilisateur et leur liquidité exceptionnelle en font un outil intéressant, bien que devant désormais être manié avec discernement.

Gary Girault, CFA

Head of Fixed Income Expertise - Discretionary Portfolio Management Switzerland

Guilhem Savry

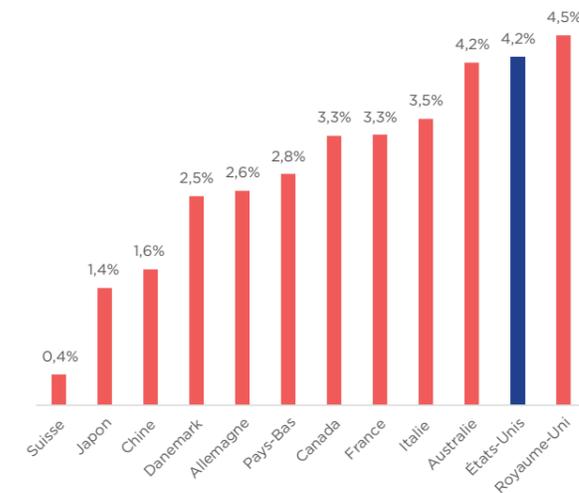
Head of Strategy Research, Global Investment Research

Graphique 1:
Le taux US 10 ans reste ancré autour de 4,25% depuis 2 ans malgré une volatilité accrue

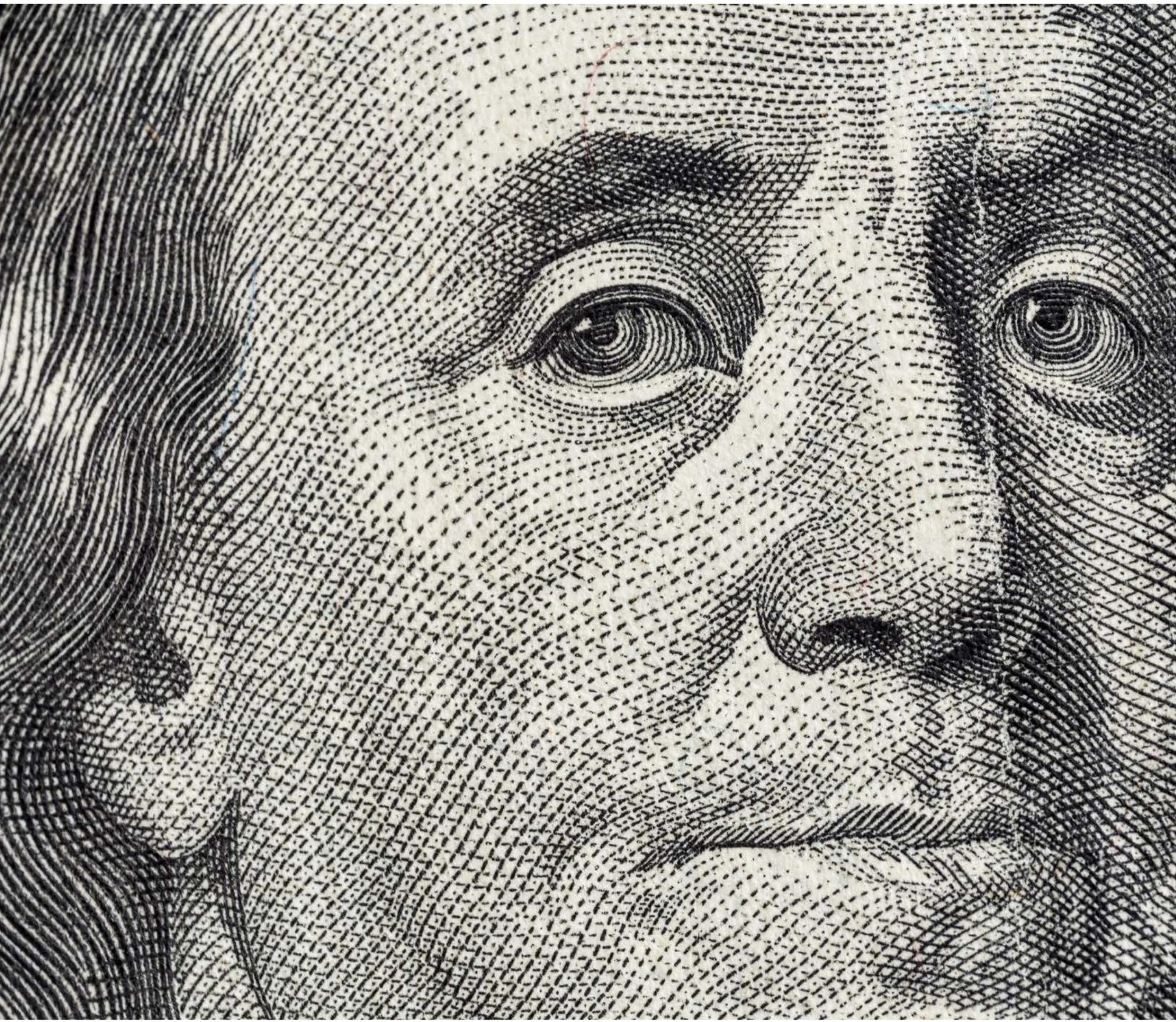


Sources: Edmond de Rothschild, Bloomberg au 30/06/2025.

Graphique 2:
L'un des taux 10 ans les plus attractifs parmi les grandes économies mondiales



Sources: Edmond de Rothschild, Bloomberg au 30/06/2025.



Marché des changes



La fin du dollar comme valeur refuge ?

La perte de confiance des investisseurs internationaux dans le système financier américain se confirme et pourrait sonner le glas de l'utilisation du billet vert comme valeur refuge en cas de crise politique ou financière.

Un feuilleton américain

Le feuilleton des droits de douane américains s'est enrichi d'une nouvelle saison. Au nom de la sécurité nationale, le président a décidé d'augmenter de 25% à 50% les taxes sur l'acier et l'aluminium. Parallèlement, la Maison-Blanche fait face à de la résistance sur le plan juridique, ses droits de douane ayant été jugés illégaux par le tribunal américain du commerce international basé à New York et un tribunal fédéral de Washington.

Aucune suspension des taxes n'est annoncée à ce stade. Mais une épée de Damoclès plane au-dessus des mesures phares du programme Trump. La réaction des marchés paraît moins épidermique qu'au cours des épisodes tarifaires précédents, l'opinion semblant considérer de plus en plus que Donald Trump n'a pas l'intention de réellement appliquer ces tarifs, mais plutôt de les utiliser pour s'assurer une position de force dans ses négociations commerciales avec le reste du monde.

Plus préoccupant, les insultes et critiques renouvelées envers Jerome Powell, président de la Réserve fédérale, représentent clairement une menace sur l'indépendance de l'institut d'émission. Elles interviennent dans un contexte où l'agence Moody's a finalement décidé de dégrader la note de la dette américaine et où cette même dette pourrait gravir de nouveaux sommets dans le sillage de la « belle et grande loi » budgétaire voulue par le président Trump (« One Big Beautiful Bill »). Tout cela alors que les tensions politiques atteignent un niveau élevé sur fond de discordes entre Trump et Musk, de déploiement de la Garde nationale sur le sol américain lors des affrontements de Los Angeles en juin, et d'absence de progrès notables de l'Administration Trump pour la paix en Ukraine ou à Gaza. Autant d'arguments qui plaident contre l'utilisation du dollar comme valeur refuge et incitent les investisseurs à poursuivre une dé-dollarisation progressive, en privilégiant une diversification par l'or et en considérant à nouveau les crypto-monnaies.

Enfin, alors que l'inflation reste sous contrôle, le risque de ralentissement de l'économie américaine s'accroît avec une baisse des créations d'emploi. La Fed pourrait bien décider de finalement baisser son taux directeur en soutien à la croissance et ainsi réduire le portage positif en faveur du dollar.

En Europe, la croissance résiste mieux que prévu

Dans l'Union européenne, la croissance se montre plus résistante qu'initialement prévue, l'inflation est actuellement sous contrôle et la Banque centrale européenne a atteint le niveau qu'elle considère comme neutre pour son taux directeur à 2%. Sans raison particulièrement pressante de réduire plus encore le loyer de l'argent, la BCE pourrait fort bien choisir l'inaction lors de ses prochaines réunions de politique monétaire. Ce faisant, alors que la Fed commencerait à baisser ses taux, le portage favoriserait une progression de l'euro contre dollar, comme le suggère le graphique 1 des anticipations de portage à trois mois. De plus, dans l'éventualité de négociations commerciales plus équilibrées qu'anticipées avec les États-Unis, la surprise économique serait du côté européen avec un effet positif sur la devise. D'ici la fin de l'année, une évolution en direction de 1,20 s'impose comme notre scénario privilégié.

L'éventualité de tarifs à 31% évoquée par le président Trump pour taxer les importations en provenance de Suisse crée un risque économique important. D'autant plus que, depuis le début de l'année, le dollar a perdu 10% de sa valeur contre la devise helvétique, diminuant encore la position concurrentielle des exportateurs suisses. Les flux dans le CHF restent soutenus, pour des raisons de diversification du risque dans une valeur refuge. La Banque nationale suisse a toutes les raisons de vouloir stabiliser la valeur du franc. Elle devrait toutefois ne pas privilégier l'arme des réserves en devises étrangères (voir graphique 2) afin d'éviter que la Suisse ne soit qualifiée de pays manipulateur de devises par les États-Unis, surtout en période de négociations commerciales. Le plus évident reste donc la mise en place de taux d'intérêts négatifs pour décourager les spéculateurs et diminuer l'attrait du franc.

Graphique 1:
Anticipations de portage à 3 mois (EUR/USD)



Graphique 2:
Réserves en devises étrangères de la Banque nationale suisse





Le grand gagnant reste l'or

Il est vrai que l'or est entré dans une zone de congestion entre 3 200 et 3 400 depuis son test éclair de la zone de 3 500, lors des premières menaces sur l'indépendance de la Fed. Néanmoins, les raisons d'une nouvelle extension à la hausse semblent réunies. Le mouvement progressif de dé-dollarisation des banques centrales, qui profitent des échéances sur la dette américaine pour réinvestir en or, se poursuit. L'appétit pour l'or comme valeur refuge et outil de diversification de portefeuille reste élevé. Enfin, la baisse du taux d'intérêt servi sur le dollar réduit le manque à gagner pour les détenteurs de métal jaune et soutient le prix de l'once.

Jean-Marc Guillot
Trésorier Groupe

Avertissement

Le présent support est émis par Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés. Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment d'Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles d'Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation d'Edmond de Rothschild. Copyright © Edmond de Rothschild - Tous droits réservés

