



Le comportement des marchés boursiers en cette année 2025 extraordinaire se rapproche des définitions les plus métaphoriques que l'on puisse trouver : la lévitation, ou quelque chose qui s'en rapproche. Il convient de noter que les marchés obligataires suivent le mouvement, avec des spreads de crédit à des niveaux historiquement bas. Ainsi, la guerre commerciale déclenchée par Trump, les déficits budgétaires à perte de vue, les risques géopolitiques, les menaces qui pèsent sur la croissance économique mondiale et le démantèlement des institutions internationales n'ont pas réussi à tempérer l'optimisme des investisseurs après une première semaine de panique en avril.

Une bonne nouvelle ?

Une vision à court terme et une capacité innée à percevoir les leviers du pouvoir ont permis au Président américain de réussir sa politique étrangère. Le bombardement de l'Iran, contre l'avis de sa base MAGA, a apaisé les craintes d'une escalade dramatique du conflit entre Israël et l'Iran. Depuis que les avions américains ont fait pleuvoir des bombes pénétrantes sur les sites nucléaires iraniens, le conflit a disparu des gros titres. La trêve est fragile, mais elle n'en reste pas moins un succès. Concernant la guerre en Ukraine, la situation évolue également. Trump pensait pouvoir obtenir un cessez-le-feu rapide grâce à ses bonnes relations avec l'autocrate Poutine. Cependant, après plusieurs tentatives, chacune marquée par une intensification des bombardements russes sur l'Ukraine, le locataire de la Maison Blanche a compris que Poutine se moquait de lui, et Trump n'aime pas paraître faible. Le 16 juillet, il a donné 50 jours aux Russes pour parvenir à des négociations de paix. Dans le même temps, il a décidé de vendre de nouvelles munitions et des missiles Patriot à l'OTAN, qui pourra ensuite les transmettre à Kiev. Puis, dans un style typique de Trump, le Président a décidé de réduire le délai à 10 jours le 29 juillet. Ce changement d'attitude est spectaculaire. Toute évolution positive, même si elle ne débouche pas sur une paix durable, serait bien accueillie par les marchés.



Budget et commerce

Aux États-Unis, le Big Beautiful Bill Act (BBB) a été adopté. Il s'agit d'une victoire pour les entreprises américaines, le secteur financier et, en particulier, les fonds d'investissement privés et l'industrie des combustibles fossiles. C'est une défaite pour les énergies renouvelables et les contribuables les moins aisés. L'intelligence artificielle ne bénéficiera pas d'un moratoire de 10 ans avant d'être réglementée par l'État, comme le souhaitent les grandes entreprises technologiques telles que Google, Microsoft, Meta et OpenAI. À moins que l'économie américaine ne connaisse une croissance de 3 % ou plus par an dans les années à venir, les déficits budgétaires resteront élevés et la dette nationale devrait encore augmenter. Cependant, le BBB n'apportera pas de stimulus supplémentaire significatif par rapport au budget précédent.

L'adoption du BBB par le Congrès a constitué une étape importante pour le gouvernement américain. Une fois cette loi votée, le Président Trump a pu revenir à son cheval de bataille favori, les droits de douane. Il fallait notamment régler la question des échanges commerciaux avec le Japon et l'Europe. C'est désormais chose faite, les importations en provenance de ces deux régions étant taxées à 15 %, à quelques exceptions près. Mme Von der Leyen a également accepté 600 milliards de dollars d'investissements (privés) aux États-Unis et 750 milliards de dollars d'achats d'énergie sur trois ans. Il y a toutefois un problème : selon Barron's, les États-Unis ont exporté pour 320 milliards de dollars de produits énergétiques en 2024, tandis que l'Europe en a acheté pour 79 milliards. Il sera impossible pour le Vieux Continent d'atteindre 250 milliards de dollars d'achats annuels. Dans le même temps, le Japon s'est engagé à acheter 550 milliards de dollars au cours des trois prochaines années. Ainsi, ces deux régions représentent à elles seules 140 % des exportations américaines en 2024. Et ce calcul n'inclut pas l'Inde et le reste du monde. Cela met en évidence le manque de préparation avant ces « accords » et la nature purement intuitive et transactionnelle du Président américain. Il ne sait pas ce qu'il peut négocier ; c'est du spectacle. Ce sont les importateurs américains qui paieront les taxes, pas les Européens. Il convient de noter que ces accords ne sont que des déclarations d'intention et non des contrats formels ; aucun document officiel n'a été signé.

Pour les Américains, une prolongation de la trêve tarifaire avec les Chinois pour les trois prochains mois doit encore être négociée, avec de nombreuses questions qui sont de nouveau sur la table. Trump a fait un geste de conciliation en autorisant récemment l'exportation des puces Nvidia H20 vers la Chine. Un accord superficiel devrait suffire à satisfaire la Maison Blanche. Cependant, le divorce futur entre la Chine et les États-Unis est irrévocable.

L'« accord » tarifaire irréalisable entre les États-Unis et l'UE

Topic	Details
US-EU Tariff Agreement	US sets most tariffs on EU products at 15%, up from 10% but down from 25% on autos; EU eliminates tariffs on US exports.
Sectoral Tariffs	US tariffs on autos, pharmaceuticals, semiconductors set at 15%; potential for lower rates with other partners.
Impact on US Effective Tariff Rate	Reduction by 0.7pp vs baseline due to 10pp cut in sectoral tariffs with EU; total ETR expected to rise by 16.2pp by 2027.
US-EU Trade Commitments	\$750bn energy purchase over 3 years, \$600bn investment pledge.
Other Partners & Risks	56% of imports from partners without deals; potential 1.8pp ETR rise if no further deals.
Current Tariffs Impact	Tariffs implemented so far have added 8.8pp to US ETR, reduced to 8.5pp with concessions.

La Réserve fédérale sous pression

Maintenant que la plupart des « accords commerciaux » importants ont été conclus, il est temps de tourner notre attention vers la Réserve fédérale. Jerome Powell subit une pression énorme de la part de la Maison Blanche. M. Trump souhaite baisser les taux d'intérêt. Powell estime qu'il est trop tôt pour le faire, étant donné que l'inflation n'est pas encore revenue à l'objectif de 2 % et que l'impact des droits de douane ne s'est pas encore fait sentir. La Réserve fédérale souhaite attendre. Cependant, en 2021, le Président de la Fed avait expliqué que la hausse de l'inflation était temporaire, alors qu'elle ne l'était pas. Si l'on se projette dans le présent, il craint que l'effet des tensions commerciales ne se répercute dans le temps et ne pousse l'inflation à la hausse, même s'il y a de fortes chances que cela ne soit que temporaire. Après tout, il n'y a pas de nouvelles taxes chaque année. L'impatience du Président américain est donc compréhensible dans une certaine mesure. Cependant, ce n'est pas la première fois que des désaccords surgissent entre la Fed et la Maison Blanche. C'est pourquoi la Fed a été créée en tant qu'organisme indépendant, afin qu'elle ne serve pas les intérêts du gouvernement et renforce la qualité des institutions, améliorant ainsi la valeur du billet vert. Limiter le mandat du Président de la banque centrale, même si l'on peut trouver un prétexte pour le faire, serait une grave erreur. Le simple fait d'évoquer cette possibilité entame déjà la crédibilité de la banque centrale.

Évolution des marchés à fin juillet 2025

Equities in Local Currencies								
End of July	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.23%	2.17%	0.31%	1.38%	2.90%	-0.72%	1.67%	3.54%
Perf 3 Month	11.50%	13.83%	3.09%	2.35%	8.35%	-2.32%	11.72%	8.09%
Perf YTD	9.93%	7.78%	8.66%	5.30%	24.17%	2.03%	15.60%	3.58%

Commodities								
End of July	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	6.37%	7.28%	-0.40%	-2.61%	3.25%	-1.34%	-0.70%	0.80%
Perf 3 Month	18.98%	14.91%	0.04%	5.33%	-0.76%	-5.85%	-1.66%	0.93%
Perf YTD	-3.43%	-2.83%	25.35%	9.61%	-9.31%	-5.40%	-4.26%	1.37%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of July	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.49%	-0.26%	0.01%	-0.59%	-0.83%	-0.73%	0.38%	0.92%
Perf 3 Month	0.02%	0.54%	0.09%	-0.21%	-3.00%	1.66%	4.40%	3.54%
Perf YTD	5.67%	3.75%	0.85%	4.71%	-5.92%	6.87%	7.23%	5.90%

Source : Bloomberg 31/07/25



Indice du dollar – Pas d'effondrement pour l'instant

Le dollar est au cœur du système monétaire mondial. Notre système monétaire repose sur la confiance. Celle-ci a déjà été ébranlée par le gel des avoirs russes détenus par sa banque centrale et par les discussions entre les républicains pro-Trump au sujet d'un accord Mar-a-Lago. Si la banque centrale américaine était perçue comme une extension de l'administration Trump, cela réduirait encore l'attrait déjà diminué du dollar américain, surtout compte tenu de l'imprévisibilité et du manque de discernement du Président vieillissant. Si Powell n'est pas limogé, la question se posera à nouveau à la fin de son mandat, en mai prochain. Ainsi, la tendance baissière du dollar ne devrait pas s'inverser dans les mois à venir, même si des rebonds techniques sont toujours possibles, en particulier dans les prochains jours.

Comme prévu, le 30 juillet, la Réserve fédérale a maintenu ses taux d'intérêt inchangés à 4,25-4,5 %. Deux gouverneurs de la Fed se sont opposés à cette décision, préférant une baisse de 25 points de base. Le FOMC est prêt à ajuster sa politique monétaire si nécessaire. Une baisse des taux en septembre n'est pas acquise, la probabilité d'une baisse a diminué après la réunion. Quelqu'un va se fâcher contre M. « Trop tard ».

US Dollar Index

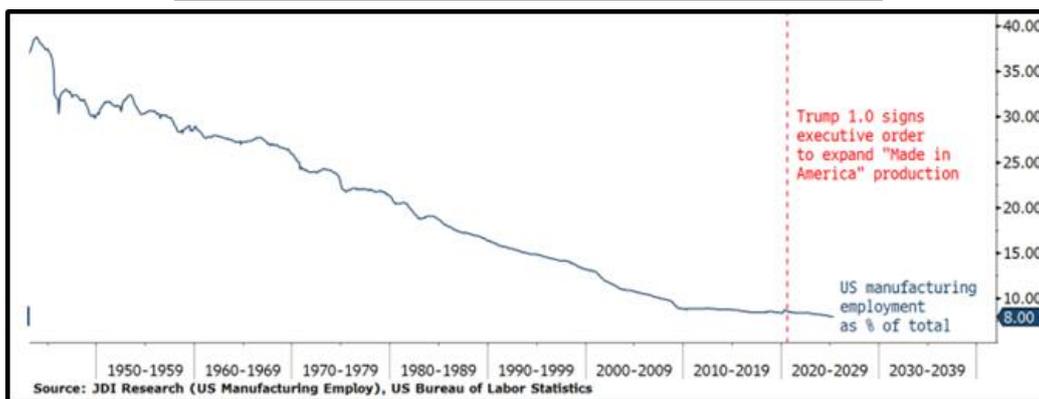


Le rêve du reshoring

Il est peu probable que les États-Unis parviennent à rééquilibrer leur économie de manière à réduire leur dépendance vis-à-vis des pays étrangers tout en créant des emplois et des infrastructures dans le secteur manufacturier. De plus, depuis l'introduction des premières barrières douanières en 2019, le secteur manufacturier a continué à perdre de son importance économique. Outre la question des coûts de production nationaux, il est indéniable que la main-d'œuvre qualifiée dans le secteur manufacturier est actuellement insuffisante aux États-Unis. Il faudrait faire venir des travailleurs étrangers, ce qui n'est pas près d'arriver. Selon une étude de l'American Enterprise Institute, 2025 pourrait marquer la première fois en 50 ans que les États-Unis connaissent une migration nette négative. Si ces chiffres sont exacts, ils aggraveront encore la situation des secteurs de l'économie qui dépendent d'une main-d'œuvre bon marché.



Part de l'industrie manufacturière américaine dans le PIB

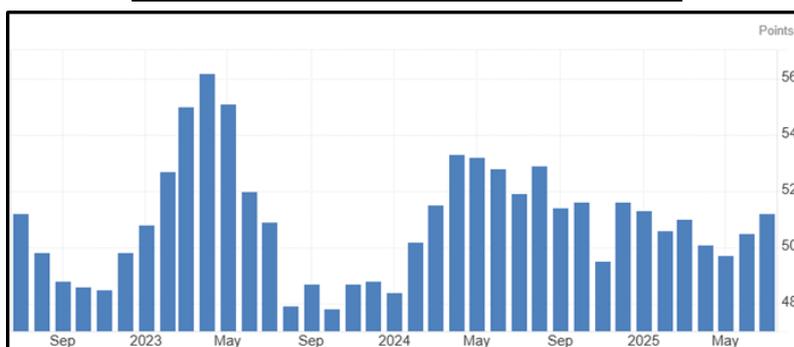


Pour les entreprises américaines, la question de la relocalisation est trop coûteuse et comporte un risque considérable, compte tenu de l'environnement incertain. Que se passera-t-il si le Président Trump change d'avis et revient sur les mesures qui ont été prises ? C'est pourquoi de nombreux entrepreneurs devraient opter pour la « délocalisation de proximité », qui leur permettra de conserver l'avantage des salaires plus bas. L'effet positif attendu des politiques d'immigration radicales a peu de chances de se concrétiser.

L'économie américaine ralentit, mais elle ne s'effondre pas. Les consommateurs américains sont généralement en bonne santé, mais ils ont peu d'économies, toutefois, leur endettement moyen est raisonnable. Le marché immobilier n'est plus le moteur qu'il était autrefois. La hausse des prix ces dernières années et l'augmentation des taux hypothécaires empêchent l'Américain moyen et les jeunes d'acheter une maison. En revanche, les prix des logements se modèrent, ce qui contribuera à faire baisser l'IPC, grâce à des comparaisons annuelles plus favorables.

En Europe, si l'industrie souffre, notamment en Allemagne, le secteur des services se porte bien et bénéficie de la tendance à la mondialisation, contrairement au secteur des biens. Les mesures de relance budgétaire, sous forme d'augmentation des dépenses de défense, devraient également soutenir la croissance, mais cela n'a pas toujours été le cas par le passé. Les ménages européens affichent une épargne record, associée à un endettement moyen faible, ce qui leur confère une importante marge de manœuvre en matière de consommation. La BCE reste accommodante alors qu'elle arrive au terme de son cycle de baisse des taux. Toutefois, l'effet de sa politique devrait être dilué par rapport aux cycles macroéconomiques précédents, précisément en raison du faible endettement du secteur privé.

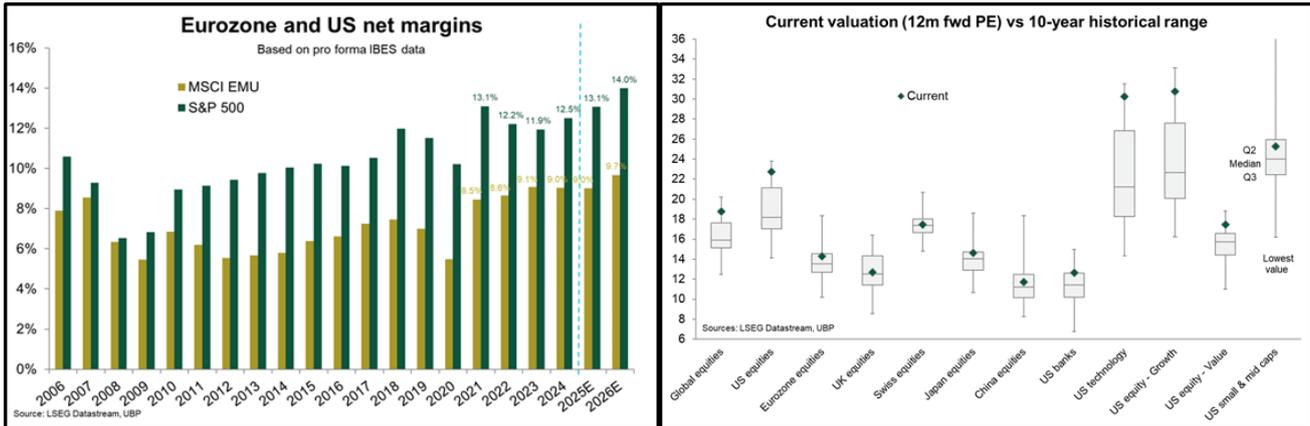
PMI harmonisés des services de la zone euro





Une bonne saison de résultats

La saison des résultats bat son plein. Pour les entreprises américaines, les prévisions de croissance des bénéfices de 7 % pour le deuxième trimestre devraient être largement dépassées, car la faiblesse du dollar devrait contribuer à hauteur d'un à cinq points de pourcentage à la croissance, toutes choses égales par ailleurs. La situation est totalement inversée en Europe, où la vigueur de la monnaie unique devrait peser sur les résultats. Cela pèse sur le sentiment, étant donné que les investisseurs institutionnels représentent toujours la majorité du volume des transactions, contrairement aux États-Unis, où les investisseurs particuliers ont une influence significative sur les mouvements de prix.



Les grandes entreprises technologiques américaines continuent de contribuer de manière significative à la croissance des bénéfices, et cette tendance devrait se confirmer à nouveau ce trimestre. Les analystes s'attendent à une augmentation des marges d', principalement grâce à l'adoption de l'intelligence artificielle. Il convient toutefois de noter que les marges ont déjà atteint leur pic au cours des derniers trimestres. Cela signifie implicitement que les investisseurs pensent que les consommateurs paieront les droits de douane. Les marges seront surveillées de près au cours des prochaines semaines.

Les valorisations ne freinent pas les gains du marché ; elles n'ont pas d'importance. Mais un jour, elles en auront. Rien à l'horizon ne laisse présager une rotation sectorielle ou stylistique significative. Au contraire, les investisseurs particuliers américains investissent à nouveau massivement dans des entreprises non rentables, comme cela s'était produit en 2021. Une fois de plus, malgré les nombreuses incertitudes, rien ne semble tempérer l'optimisme qui règne sur les marchés actions.

Que se passe-t-il sur la partie longue de la courbe des taux ?

Comme mentionné ci-dessus, les spreads de crédit sont revenus à des niveaux bas. Il n'y a pas de tension et les investisseurs obligataires sont sereins malgré la faible visibilité. Même les obligations notées CCC ont vu leurs prix s'améliorer significativement ces dernières semaines. Dans ce contexte, les obligations d'entreprises sont globalement chères et peu attractives.

En revanche, la principale menace pour les marchés pourrait venir des obligations d'État. Dans de nombreux pays, la partie longue de la courbe des obligations d'État est en hausse, en particulier la partie très longue, qui s'étend de 10 à 30 ans.



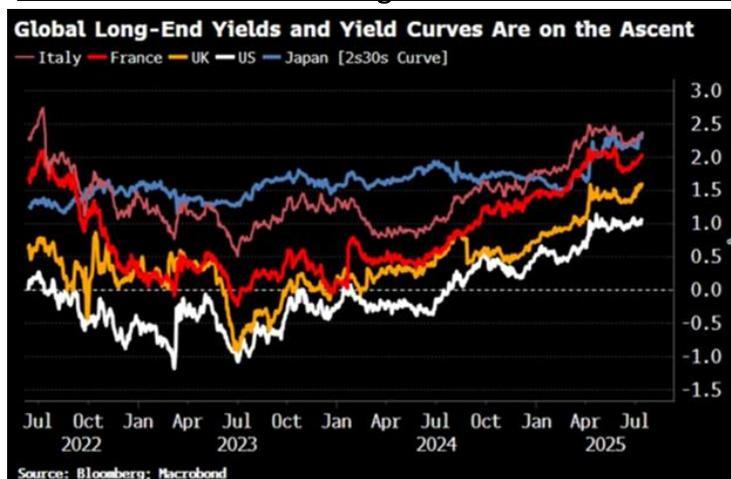
Ce phénomène commence au Japon. Après avoir perdu la chambre basse l'année dernière, le PLD japonais se trouve dans une position difficile avec un Premier ministre impopulaire, M. Ishiba, après avoir perdu les élections à la chambre haute. La dernière adjudication d'une émission de dette publique à 40 ans a été infructueuse, avec un ratio de couverture des offres de 2,127, dans un contexte toxique marqué par des rumeurs de démission du Premier ministre. Mais ce n'est pas la politique qui fait baisser le marché obligataire japonais, ce n'est qu'un prétexte. L'offre est trop importante.

L'écart de rendement entre les obligations d'État japonaises à deux ans et à 30 ans est désormais de 1,5 %. Cela signifie que les investisseurs exigent une prime de terme importante pour accepter d'investir à long terme dans les obligations d'État japonaises. La mauvaise santé des finances publiques japonaises est bien connue. Maintenant que la Banque du Japon, qui détient 50 % de la dette publique, n'achète plus d'obligations à 10 ans et plus, la demande pour ces obligations est faible. De nombreux analystes s'empressent de rejeter cette situation comme étant propre au Japon, en raison de sa situation politique complexe et des émissions excessives à long terme du gouvernement. Cependant, la récente hausse des rendements à long terme ne se limite pas au Japon.

Toutes les courbes de rendement affichent une hausse à long terme. Le Japon est le cas le plus notable, mais en Europe et aux États-Unis, les obligations à 30 ans approchent leur plus haut niveau depuis plus de deux décennies. Cela pourrait-il poser un problème pour les marchés si cela exerce une pression sur le système bancaire ? Les obligations d'État sont considérées comme des actifs sûrs dans les bilans des banques. Oui, mais leur prix peut fluctuer fortement. Cependant, il n'y a actuellement aucun signe de tension dans le système bancaire, bien au contraire.

La hausse des taux à très long terme met en évidence un phénomène qui avait été oublié : la « prime de terme ». Au XXe siècle, les investisseurs exigeaient une prime pour les investissements à long terme. C'était la situation normale, car les gouvernements avaient l'habitude d'imprimer trop de monnaie et l'offre était parfois rare. Les investisseurs voulaient être rémunérés pour ces incertitudes. Nous y sommes revenus. Il s'agit d'un changement de régime financier, et c'est un événement majeur. Le marché revient à ses anciens fondamentaux. L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à 30 ans devrait continuer à se creuser, et les courbes de rendement devraient se pentifier.

Écarts de rendement des obligations souveraines 30-2 ans





Consolidation saine

Le métal jaune est en phase de consolidation. Il semble avoir anticipé le fameux « jour de la libération ». Depuis lors, il s'échange plus ou moins « à plat ». En avril, l'or était un « trade surpeuplé » selon l'enquête BofA Fund Manager Survey, une première depuis que la banque a commencé à mener son enquête mensuelle il y a 30 ans. Nous espérons une consolidation autour de 3 000 USD/oz. Bien que les prix ne soient pas tombés aussi bas, les trois mois de consolidation qui ont suivi ont atténué la situation de « surachat » du métal jaune. Au cours des dix dernières semaines, le prix s'est négocié entre 3 250 et 3 440 dollars, soit une fourchette inférieure à 6 % si l'on tient compte des fluctuations intrajournalières.

Prix de l'once d'or





Pas de correction en l'absence de catalyseur

Les nombreuses contradictions qui entourent les marchés financiers vont-elles une nouvelle fois se résoudre à la hausse ? Après la reprise spectaculaire des marchés, malgré un niveau élevé d'incertitude et un affaiblissement de la gouvernance institutionnelle, notamment celle de la Réserve fédérale américaine, il est essentiel de rester vigilant. On a une impression de déjà-vu qui rappelle 2007.

Actuellement, seule une hausse soutenue des taux à long terme (10-30 ans) semble pouvoir gâcher la fête ou servir de prétexte à une correction. Les investisseurs particuliers continuent d'investir dans les technologies et l'intelligence artificielle, où les valorisations intègrent déjà une bonne dose d'optimisme (les résultats du deuxième trimestre de Meta et Microsoft ont toutefois affiché une croissance impressionnante). L'électrification et la défense restent également des thèmes prometteurs, qui peuvent être exploités de différentes manières et semblent moins risqués. Les secteurs défensifs tels que les biens de consommation courante et la santé ont sous-performé au cours de l'année écoulée. Certains segments des marchés actions sont ignorés ou boudés par les investisseurs. Par exemple, les valorisations des grandes entreprises du secteur de la santé par rapport au marché sont à leur plus bas niveau depuis le début du siècle, alors que leurs bilans sont excellents. Néanmoins, pour que les cours se redressent, un scénario favorable est nécessaire, et rien ne laisse présager une telle évolution pour l'instant.

Legal Notice:

These documents are intended exclusively for clients of Weisshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weisshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.