

- **LE(S) CHIFFRE(S) DE LA SEMAINE**

**76%**

Selon une enquête du World Gold Council, 76% des banques centrales sondées prévoient d'augmenter leurs réserves d'or dans les cinq prochaines années, un signal fort de dédollarisation et de diversification vers le métal jaune.

- **NOTRE ANALYSE : « TECH » IT EASY...**

À l'heure de la rentrée, la dynamique des marchés reste portée par l'Amérique et ses champions technologiques mais aussi par des attentes de baisses de taux, tandis que l'Europe séduit surtout via ses small caps et que les émergents appellent à plus de prudence.  
Large revue cette semaine.



- **THEME : PAS DE THEME CETTE SEMAINE COMPTE TENU DE LA LARGE REVUE DES PRINCIPAUX MARCHES AU CHAPITRE 1/C/NOTRE ANALYSE**

# Sommaire

## **1. PERSPECTIVES DES MARCHES ET RECOMMANDATIONS GENERALES**

- A.** PERFORMANCES DES MARCHES
- B.** MACRO : LES INDISPENSABLES DE LA SEMAINE
- C.** NOTRE ANALYSE
- D.** GRILLE D'ALLOCATION RECOMMANDEE

## **2. LA VIE DES FONDS**

- A.** PRECONISATIONS SUR FONDS (CHANGEMENTS OU MISES A JOUR DES PLUS ANCIENNES)
- B.** SELECTION NEW CASH (DANS CHAQUE CATEGORIE, ENTREE PAR ORDRE DE PREFERENCE)
- C.** QUATRE FONDS POUR LES VERSEMENTS PROGRAMMES
- D.** PORTEFEUILLE EN ARBITRAGE DU FONDS EURO
- E.** THEME

## **ANNEXES**

# 1. Perspectives des marchés et recommandations générales

## A. Performances des marchés (Indices en niveaux et performances indiquées dans la devise locale, sauf les pays émergents où ils sont en USD)

Performances sur indices actions, matières premières et devises au 28.08.2025						Taux banques centrales, souverains et dette d'entreprises au 28.08.2025					
Actions*	Niveau	Perf. Semaine	Perf. YTD	Perf. 1 an	Perf. cumulées 5 ans	Taux directeurs	Rend (%)	Variation 1 semaine (en pbs)	Variation YTD (en pbs)	Variation 1 an (en pbs)	Variation 5 ans (en pbs)
CAC 40	7 762,60	-2,60	8,26	5,76	79,91	Taux directeur BCE	2,00	0	-125	-175	250
EURO STOXX 50	5 396,73	-1,66	12,53	12,50	83,07	Fed Funds effectif	4,33	0	0	-100	425
S&P 500 (USD)	6 501,86	0,55	11,49	17,81	99,74	Taux souverains	Rendement (%)	Variation 1 semaine (en pbs)	Variation YTD (en pbs)	Variation 1 an (en pbs)	Variation 5 ans (en pbs)
NASDAQ Composite (USD)	21 705,16	0,97	12,89	24,48	92,66	US Treasury Bill 2 ans	3,63	-7	-61	-24	350
Nikkei 225 (JPY)	42 828,79	0,52	8,58	13,87	106,05	US T-Note 10 ans	4,21	-5	-37	37	348
MSCI Monde (USD)	4 199,99	0,18	14,38	17,27	84,26	Bund 2 ans	1,93	-2	-60	-46	260
MSCI Emergents (USD)	1 261,26	-0,54	19,28	17,36	26,86	Bund 10 ans	2,69	-3	42	43	310
MSCI China (USD)	10,49	-1,08	28,36	49,82	-11,28	Dette corporate**	Niveau d'indice	Perf. 1 semaine	Perf. YTD	Perf. 1 an	Perf. cumulées 5 ans
Matières premières						Obligations IG EUR	314,42	0,04	2,44	4,52	0,87
LBMA Gold Price (USD)	3 417,08	1,34	30,20	36,43	73,91	Obligations HY EUR	388,65	-0,01	4,06	7,19	21,35
Prix du Baril de pétrole WTI (USD)	64,60	0,84	-9,93	-13,31	50,34	Obligations IG US (USD)	3 518,11	0,20	5,70	4,04	1,72
Taux de change						Obligations HY BB-B US (USD)	1 828,69	0,47	6,27	8,23	28,67
EUR/USD	1,1683	-0,30	9,55	5,06	-2,18						
EUR/CHF	0,9362	-0,34	-2,27	0,00	-13,29						

\* Niveaux d'indices en prix / Performances dividendes réinvestis

\*\* Indices ICE BofA

En dépit de performances affichées sur la semaine dans le tableau ci-dessus, nous commenterons plutôt les performances du mois d'août du fait de l'absence de lettre depuis la fin juillet.

- En dehors « l'exceptionnalisme français » pénalisé par une situation politique toujours précaire, les actions ont été soutenues tout au long du mois d'août par des croissances de bénéfices bien orientées aux Etats-Unis, de perspectives de baisse de taux directeurs aux Etats-Unis dès septembre et l'espoir d'une fin de conflit entre la Russie et l'Ukraine. Ainsi les marchés mondiaux ont progressé de plus de 3% sur le mois. Notons que les actions américaines ont atteint de nouveaux plus hauts historiques ;
- Sur les marchés de taux, pas de grands mouvements sur les obligations d'état allemand et américains. La dette privée est en hausse, notamment aux Etats-Unis ;
- Du côté des matières premières, l'or a progressé dans un contexte de perspective de baisses des taux courts aux Etats-Unis d'ici à la fin de l'année tandis que le pétrole a cédé près de 7% en août principalement du fait d'une offre mondiale en forte hausse : l'OPEP+ a annoncé qu'elle allait lever ses coupes volontaires de production, soit un ajout de plus de 500 000 barils par jour, ce qui a pesé sur les prix ;
- Enfin, sur le marché des changes, le dollar recule en août pénalisé lui aussi par les anticipations de baisse de taux courts et les dissensions entre l'administration Trump et la Fed.

## B. Macro : les indispensables de la semaine (les graphiques proviennent majoritairement de CPR AM. Les commentaires également ou sont reformulés par Fundesys).

Volontairement, nous ne mettons pas « d'indispensables » cette semaine. Après trois semaines de trêve, nous avons décidé de concentrer cette lettre de reprise sur une revue plus longue de différentes zones géographiques et actifs dans notre partie **C. Notre analyse**. Vous y retrouverez d'ailleurs quelques statistiques économiques.

## C. Notre analyse : pendant combien de temps les marchés actions vont-ils défier l'environnement macro peu visible et la prudence du consensus ?

Ce Fundesys Hebdo de rentrée est l'occasion de faire le tour d'horizon synthétique mais complet des principaux compartiments de marché que nous suivons : actions américaines et technologiques en particulier, européennes, émergentes (avec un détour par la Chine et l'Inde), les mines d'or et les obligations corporate, en quatre volets : dynamique macro (activité, inflation et taux d'intérêt), dynamique perspectives de bénéfices (et de rendement actuariel pour les obligations), valorisation et momentum de cours.

### • Nous commençons par les Etats-Unis

Les résultats des entreprises commencent à sortir des deux côtés de l'Atlantique, et comme souvent, le regard se porte en priorité sur les entreprises américaines qui sont au cœur des préoccupations et ce pour au moins quatre raisons : vont-elles

souffrir de la politique tarifaire de Donald Trump ? La baisse du dollar aura-t-elle un effet positif sur les comptes ? Vont-elles délivrer suffisamment pour justifier le rebond des valorisations ? Et surtout, est ce que les valeurs technologiques, et les Mag 7 notamment vont continuer de faire la course en tête ?

- **Droits de douane :** l'accord conclu fin juillet avec l'Union Européenne s'inscrit dans le prolongement de ceux, léonins, convenus juste avant avec le Japon et d'autres grands pays asiatiques : droits de douanes de 15%, engagements d'achats d'énergie (750 Mds USD sur 3 ans) et d'investissements aux Etats-Unis (500 Mds USD), réduction des droits appliqués aux exportations américaines. Il ne reste plus que la Chine à traiter, qui bénéficie d'un moratoire de 90 jours jusqu'en octobre. Ce feuilleton à rebondissements commencé en janvier avec un pic d'intensité le 2 avril et un dénouement progressif tout au long du mois de juillet s'achève sur un taux de « tarifs » moyen pondéré (par le poids des pays dans les importations américaines totales) de 20% (source FMI / OMC). C'est moins que les 24% qui résultaient des annonces du 2 avril mais plus que les 17% de fin juin et bien au-delà de la fourchette 13-15% estimés comme acceptables pour l'économie et les investisseurs, mais ce niveau pourra reculer d'un ou 2 points si les négociations avec la Chine réduisent le taux de 30% actuellement appliqué à ce pays. Ce taux moyen était de 2,5/3% jusqu'en 2024.

Ci-dessous la liste par pays :

	Importations américaines (SMds, 2024)	Droits de douane réciproques (p.p.)		Droits de douane sectoriels (p.p.)	Exemptions
		Annonces du 2 avril	Executive order du 31 juillet		
UE	531	20	15	Acier et aluminium: +50 points	Canada et Mexique: biens USCSMA  Canada: hausse de 10 points uniquement sur l'énergie
Mexique	510	25	25		
Chine	462	54	30	Automobiles et pièces détachées: +25 points	UE: liste de produits stratégiques (aéronautique, produits chimiques, médicaments génériques, ressources critiques)
Canada	421	25	35		
Japon	152	24	15	Cuivre (produits à base de cuivre uniquement): +50 points	Tous pays: pharmaceutiques, smartphones, ordinateurs, cellules photovoltaïques, écrans, cartes mémoire, énergie, matières premières non disponibles aux Etats-Unis
Vietnam	141	46	20		
Corée du Sud	135	25	15	Semiconducteurs: +100 points	
Inde	91	26	50		
Royaume-Uni	69	10	10		
Thaïlande	66	36	19		
Suisse	64	31	39		
Malaisie	54	24	19		
Bésil	44	10	10		
Singapour*	44	10	10		
Indonésie	29	32	19		
Israël	23	17	15		
Colombie*	18	10	10		
Turquie	18	10	15		
Chili*	17	10	10		
Australie*	17	10	10		
Afrique du Sud	15	30	30		

\* pays non-listés dans l'annexe I de l'Executive order du 31 juillet 2025

Ces taux en vigueur depuis le 7 août porteront trois conséquences :

- Une réduction de la croissance américaine de 0,5 point en 2025 et 2026 (source : Selon une étude du Yale University) ;
- Un surcroît d'inflation estimé à environ 1% sur les douze mois à venir, mais ponctuel c'est-à-dire sans prolongements par la suite, du moins tant que ce taux moyen reste à 16%. Et encore de nombreuses analyses prévoient que cette inflation additionnelle sera compensée par une inflation « core » plus faible liée au ralentissement de l'activité ;
- Des rentrées fiscales sur 12 mois glissants de 440 mds USD (2 200 mds USD (imports totaux de biens) x 20% (taux moyen) soit 300 mds de plus qu'en 2024 auparavant et 1% du PIB environ, réduisant d'autant le déficit budgétaire.

Les marchés obligataires et actions ont bien résisté à ces taux douaniers assez nettement supérieurs à ceux espérés, ce que nous attribuons à deux facteurs :

- Un impact finalement assez faible (ponction totale de 1% du PIB, sur le secteur privé) ...
- ... et qui ne sera pas perdu puisque recyclé au sein de l'économie en entrant les caisses de l'Etat puis en en sortant par l'effet des baisses d'impôts et de relance budgétaire du OBBBA (One Big Beautiful Bill Act).

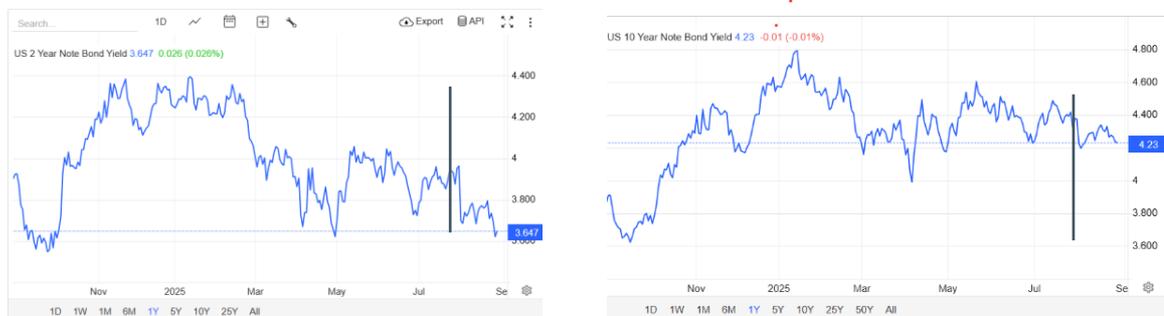
**Synthèse en trois points :**

- Les nouveaux accords commerciaux signés par les Etats-Unis confirment la mise en place du hard power américain, brutal et sans scrupules, évoqué dans le Fundesys Hebdo du 11 juillet dernier ;
- Ils renforcent dans l'immédiat la position relative des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde hors Chine. **La surperformance de l'économie et des entreprises américaines, constatée une nouvelle fois cette année, a donc toutes les chances de se poursuivre.** Nous détaillons ce point plus bas ;
- Cette d'une nouvelle politique douanière américaine, en place et donc connue, va perdre en intensité « macro » et devrait en contrepartie gagner en importance auprès des perspectives bénéficiaires des entreprises, plus ou moins impactées avec les conséquences à analyser sur leurs marges et en termes de sélectivité boursière.
- **Deuxième feuilleton de l'été : la Fed.** Nous connaissons la volonté profonde du gouvernement de faire baisser les taux d'intérêt et par là, le dollar, deux facteurs de relance de l'activité. Le mois d'août a clairement fait progresser ces objectifs :
  - L'inflation de juillet, sortie le 12 août indique un core CPI à +0,3% en juillet (conforme aux prévisions) et 3,05% sur 1 an. La variation sur 6 mois annualisé (2,4%) continue de converger vers la cible de la FED. Ce résultat associé au

ralentissement des créations d'emplois (73 000 contre 106 000 prévues et 172 000 en moyenne mensuelle sur les quatre mois précédents) a logiquement renforcé la probabilité d'une première baisse des taux Fed en septembre, dans la fourchette 4% - 4,25% ;

- L'anticipation que Jay Powell a renforcée le 22 août lors du séminaire annuel des banquiers centraux de Jackson Hole d'où il faut retenir les messages suivant : « les créations d'emplois n'ont été que de 35 000 par mois sur les 3 derniers mois, le ralentissement est beaucoup plus important que ce que nous pensions il y a un mois » ; les « risques baissiers pour l'emploi ont augmenté et pourraient se concrétiser par des licenciements beaucoup plus élevés et une hausse du chômage » ; « si les conditions sur le marché du travail venaient à se dégrader de façon matérielle, il serait approprié d'établir une politique monétaire moins restrictive » ; et pour finir, le plus important : « les droits de douane n'auront qu'un effet passager sur l'inflation, avec une hausse « one-off » du niveau des prix » : il y a donc une nette inflexion de la vision et du message sur ce sujet, indiquant un changement de priorité en faveur de l'objectif de plein emploi au détriment de celui de la stabilité des prix ;
- Mais « ces avancées » ne dissuadent pas Donald Trump de maintenir la pression sur la Fed : il a indiqué qu'il limogerait Lisa Cook (l'une des colombes du Comité Monétaire) si elle ne démissionnait pas, avec l'appui du Département de la Justice qui envisage d'ouvrir une enquête sur les éventuelles irrégularités qu'elle aurait commises dans ses demandes de crédits immobiliers. Cette décision a déclenché une bataille juridique sur la validité de la décision de Trump. Elle succède à la nomination de son plus proche conseiller économique, S. Miran au poste de gouverneur, intensifiant les inquiétudes quant à l'avenir de l'indépendance de la Fed ;
- Le mandat de J. Powell court jusqu'à fin mai 2026. L'objectif du Président Trump est d'avoir une Fed à sa main, alignée sur sa politique économique reflationniste favorisant l'investissement et le plein emploi et donc prête à baisser les taux d'intérêt autant que possible. Si la Fed commence à aller dans ce sens, par conviction parce que l'inflation devient moins menaçante, ou par soumission peu importe, alors D. Trump attendra l'échéance du mandat Powell. Sinon il fera ce qu'il pourra pour accélérer le processus du remplacement de J. Powell ou de sa marginalisation. Comme ce qui est perçu comme la fin de l'indépendance de la Fed risque de déstabiliser les marchés de taux, il vaut mieux que cette transition intervienne le plus tard possible et en douceur plutôt que rapidement et brutalement. La nouvelle orientation monétaire prise par la Fed, vers une première baisse des taux lors du prochain Comité, le 17 septembre, suivie d'une (ou deux ?) autre d'ici la fin de l'année devrait donc calmer le Président américain et les inquiétudes du marché obligataire. La fin de l'indépendance de la Fed devrait davantage être un thème de 2026, laissant aux investisseurs le « loisir » d'apprécier les baisses de taux à venir et leurs impacts sur les rendements obligataires et les marchés actions. Deux graphiques pour illustrer ce qui précède :

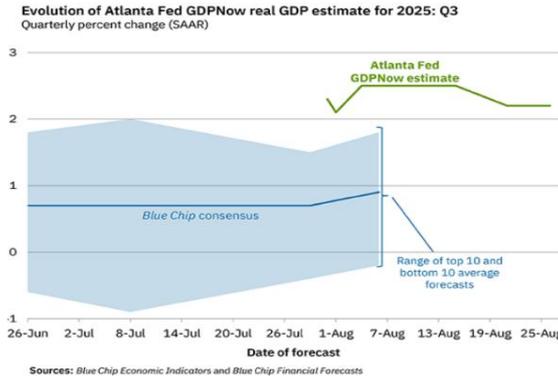
Taux 2 ans et 10 ans américain en août : reculs respectifs à 3,64% (-30 bps) et 4,23% (-20 bps)



**Synthèse : nous pensons que la Fed sera plutôt un soutien à l'ensemble des marchés financiers sur les quatre derniers mois de l'année.**

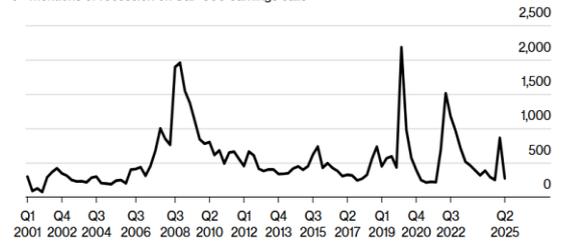
- **Rapide point sur l'activité économique**

Nous avons vu dans notre dernière lettre du 25 juillet que les indices PMI préliminaires étaient bien orientés. En dépit d'un marché de l'emploi en ralentissement notre indicateur favori pour suivre la conjoncture américaine, le GDP Now de la Fed d'Atlanta confirme cette orientation en situant la croissance actuelle entre 2 et 2,5%, en ralentissement par rapport à la 3,3% du T2 corrigeant elle-même le recul de 0,5% du T1 (cf ci-dessous) :



**Mentions of Recession Drop Near Record Low**

S&P 500 companies have mentioned a recession fewer than 300 times  
 ✓ Mentions of recession on S&P 500 earnings calls



Source: Bloomberg  
 Note: Mentions of "recession" and synonyms on S&P 500 earnings, sales and guidance conference calls

Ce sont la consommation et l'investissement qui portent cette tendance au détriment des dépenses gouvernementales et des exportations. Et les messages qui remontent « bottom up » des chefs d'entreprises confirment ces prévisions : au cours des conférences données lors des publications de résultats, le mot « récession » a été cité moins de 300 fois, contre 800 occurrences au T1, revenant vers les plus bas historiques. Cela dépend des secteurs mais même sur la consommation les prévisions ne sont pas si mauvaises : les entreprises concernées signalent que les clients sont « résilients mais prudents, à la recherche de valeur, et sélectifs ». Intéressant donc.

**Synthèse :** en dépit du ralentissement de l'emploi et d'un consensus assez pessimiste sur les perspectives d'activité au deuxième semestre (croissance attendue vers 1-1,5%), il n'y a pour le moment pas de signaux **tangibles d'un ralentissement marqué de l'économie tant de la part des entreprises que sur la base des données macro disponibles**. Et ce semestre est déjà avancé à hauteur du tiers environ. Il est probablement raisonnable d'envisager un ralentissement de l'activité mais probablement de faible ampleur notamment car les forces de rappel (baisses des taux, plan OBBBA) devraient rapidement agir en soutien de l'activité.

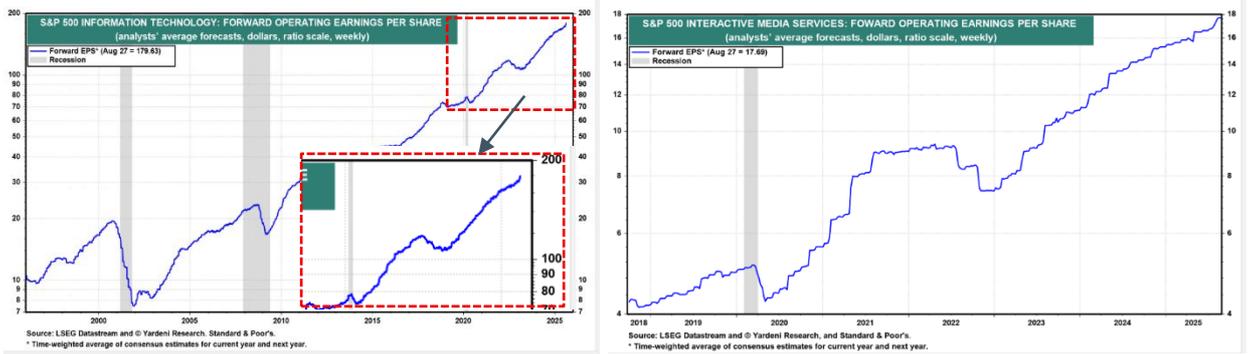
- **Prévisions de bénéfices.** Cet environnement économique explique que les résultats des sociétés américaines soient globalement bien orientés, soutenus de plus par la baisse du dollar.
  - 90 % des entreprises du S&P 500 ont publié leurs résultats, dégageant un total meilleur que d'habitude aux États-Unis, avec **une croissance du BPA de +12 % en glissement annuel, soit 8 points de plus que ce qui était attendu au 30 juin**. Hors secteur de l'énergie la croissance des bénéfices s'établit même à +14% en glissement annuel. De l'autre côté, **les services de communication, les services financiers et la technologie sont à l'origine de la forte croissance des bénéfices aux États-Unis**. L'écart entre Mag-7 et le S&P500 hors Mag-7 s'est rétréci, l'ex Mag-7 enregistrant la meilleure croissance du BPA depuis des années, à +9% en glissement annuel ;
  - Pas étonnant donc que l'ensemble des prévisions de résultats soit revu à la hausse pour cette année mais également pour 2026, du fait des éléments macro évoqués ci-dessus mais également de la capacité des entreprises à surmonter les vents contraires actuels. Et cet optimisme sur les entreprises contredit en même temps les prévisions de ralentissement / récessions qui circulent. Graphiquement les prévisions de résultats du S&P 500 se présentent ainsi sur 12 mois glissants mais également par année calendaire, révélant une nette inflexion depuis un mois :



Croissance des bénéfices attendue pour 2025 : +11% contre +9% attendus en juin ; 2026 : +13%, stable

- Sur le plan sectoriel, le leadership revient clairement aux secteurs de la technologie et des services de communication (Google, Meta et Netflix surtout) avec, là une nette inflexion récente à la hausse, portée par les semi-conducteurs, toujours (et ce n'est pas les résultats de Nvidia, mercredi qui contrediront la tendance malgré un ralentissement de la

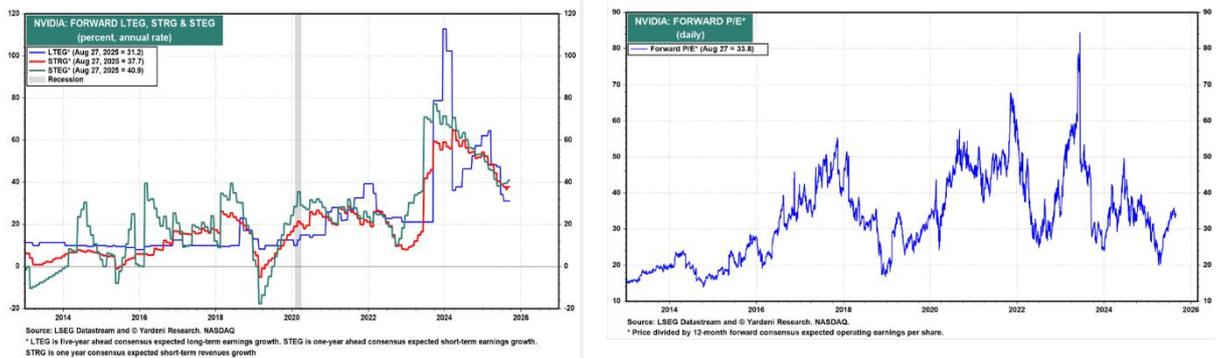
croissance de son chiffre d'affaires de +69% à +56%, bien intégrée par le marché), les logiciels systèmes (ceux qui font tourner les serveurs et l'IA), le matériel / hardware et les services internet :



**Croissances des bénéficiaires attendues :**

- ✓ Technologie : +22% en 2025 contre +18% attendus en juin ; 2026 : +19% contre +16% en juin ;
- ✓ Services Internet : +22% en 2025 contre +12% attendus en juin ; 2026 : +7% contre +8% en juin.

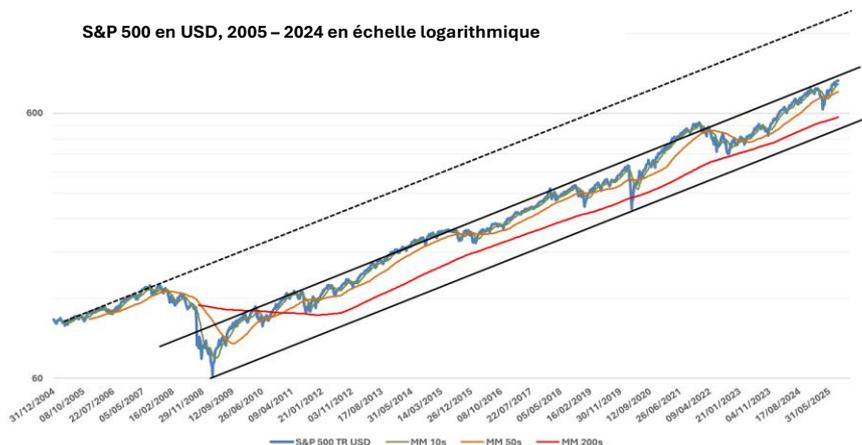
Nvidia (à jour à jeudi) enfin, où la croissance à 5 ans (courbe bleue à gauche ci-dessous) bien que revue à la baisse reste quand même à 25%/ an, pour un PER de 33 x, « raisonnable » au sein de l'historique récent de la société :

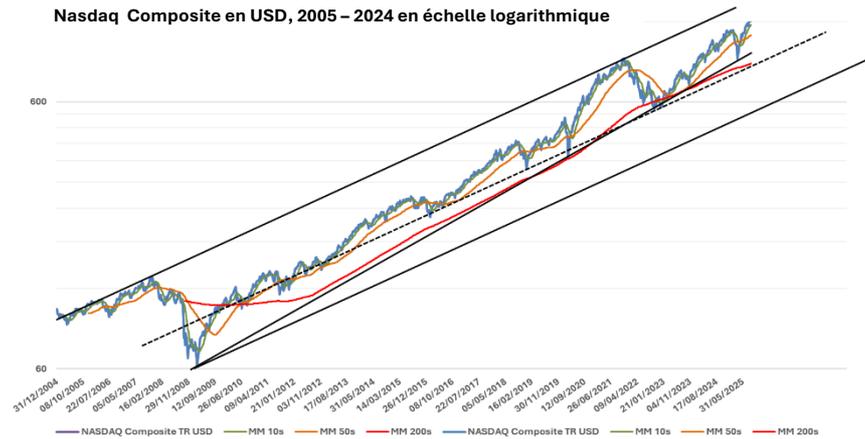


Les investisseurs réalisent donc bien que la croissance récente de la société ne se reproduira pas et ont ajusté la valorisation en conséquence.

En synthèse nous continuons de penser que les perspectives d'affaires et de résultats des sociétés américaines en général et technologiques en particulier restent bien orientées. Le défi que les investisseurs doivent relever est celui d'une valorisation élevée alors que le contexte des taux d'intérêt obligataires reste incertain à 12/18 mois en dépit d'une éclaircie sur la fin de l'année.

- **Momentum / sentiment de marché** Sans surprises la hausse des indices S&P 500 et Nasdaq sur ces deux mois d'été n'a fait que conforter le momentum très solide commencé à la mi-avril pour atteindre de nouveaux plus hauts historiques :





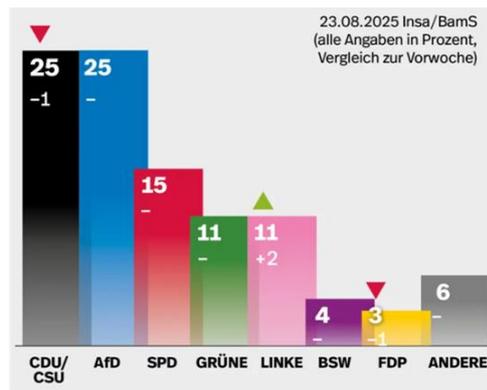
**Deux messages :**

- La hausse des mois d'été des marchés s'est réalisée pour l'essentiel par les achats des investisseurs américains, particuliers et hedge funds surtout, « mains fortes » souvent décisives car toujours très confiantes sur leur économie, alors que les investisseurs étrangers ont été absents. Nous ne voyons pas les premiers se retirer et la réserve d'acheteurs étrangers est significative. Il ne devrait donc pas y avoir de rupture des flux acheteurs d'actions américaines ;
- Le S&P 500 est à 5% de sa résistance de long terme tandis que le Nasdaq en est loin, à 15-20%. La visibilité « technique » sur cet indice est donc meilleure ce qui, associée aux fondamentaux évoqués précédemment, valide le maintien de notre préférence pour ce secteur.
- **La conclusion générale de cette revue américaine** nous semble donc assez claire : le point d'inquiétude le plus significatif du « Corporate America » nous semble être l'évolution des taux obligataires à long terme, sous la menace permanente d'une sous-estimation du risque inflationniste et de la fin de l'indépendance de la Fed. Sur le reste nous voyons peu d'obstacles à la poursuite de la performance de l'économie, des entreprises et des actions américaines. **Nous restons donc positifs sur les actions américaines, principalement par des supports indicels et le secteur de la technologie sur lequel nous confirmons toutes les recommandations.**

● **La Zone euro entre plans de relance et instabilité politique chronique**

L'économie de la zone euro se trouve aujourd'hui à un moment charnière. Après deux années de tensions inflationnistes et de resserrement monétaire, le climat s'est apaisé : la croissance demeure faible, l'inflation revient vers la cible et la BCE a choisi de marquer une pause dans ses décisions de taux après un cycle de baisses significatives. Dans le même temps, la monnaie unique connaît un regain de vigueur inattendu, tandis que les gouvernements européens tentent d'articuler relance budgétaire, soutenabilité des finances publiques et stabilité politique.

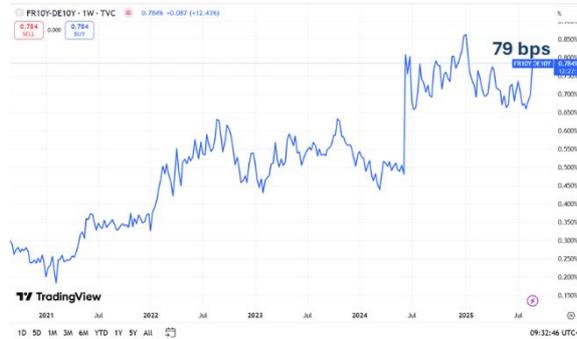
- **Une activité économique certes faible mais positive :** La BCE projette un PIB en hausse de 0,9% cette année, avec une légère amélioration attendue en 2026 et 2027. Cependant, les divergences nationales demeurent fortes. L'Allemagne, longtemps moteur de la zone, a connu une contraction au deuxième trimestre (-0,3%), alors même que la nouvelle coalition entre chrétiens-démocrates et sociaux-démocrates tente d'impulser un vaste programme d'investissement en défense et en infrastructures. Si les enquêtes de confiance des entreprises (IFO) montrent une amélioration par rapport à la période postpandémie, elles restent néanmoins en deçà des niveaux observés avant 2020. Plus inquiétant, le chancelier Friedrich Merz a récemment reconnu que l'économie allemande n'était « pas assez productive » pour financer durablement son modèle social, un aveu qui fragilise déjà son alliance politique. Les tensions montent, et les derniers sondages placent l'Alternative für Deutschland (AFD) à égalité avec la CDU, accentuant l'instabilité :



- **Le risque politique ne touche pas que l'Allemagne... La France est de nouveau dans la tourmente.**

En France, l'équilibre politique est tout aussi précaire. Après les législatives anticipées de l'an dernier, l'Assemblée nationale demeure fragmentée en trois blocs quasi équivalents. La question budgétaire cristallise les tensions et pourrait faire basculer le gouvernement. L'annonce d'un vote de confiance le 8 septembre a d'ores et déjà fait bondir les taux sur la dette française. La situation est d'autant plus tendue que son ministre des Finances a évoqué, à demi-mot, la possibilité d'un recours à l'aide du FMI, un souvenir particulièrement douloureux pour les Européens. Ainsi, en dépit de la fragilité de la coalition outre Rhin décrite précédemment, l'écart de rémunération entre le taux à 10 ans français et l'allemand se creuse entre les deux pays atteignant désormais 79 points de base, soit le niveau atteint après la dissolution de 2024...

**Ecart de taux 10 ans France / Allemagne depuis 5 ans**



Cette perte de confiance des investisseurs vis-à-vis de la France contraste fortement avec la perception de l'Italie. La Première ministre Giorgia Meloni, initialement perçue avec scepticisme, s'est révélée beaucoup plus modérée et pragmatique que prévu. Résultat : l'Italie bénéficie aujourd'hui d'un regain de crédibilité sur les marchés, au point que le risque de crédit associé à sa dette se rapproche de celui de la France, les OAT se retrouvent désormais à des niveaux proches des BTP italiens, une situation inimaginable il y a encore quelques années :

**Taux à 10 ans français (bleu) et italien (vert) depuis 5 ans**



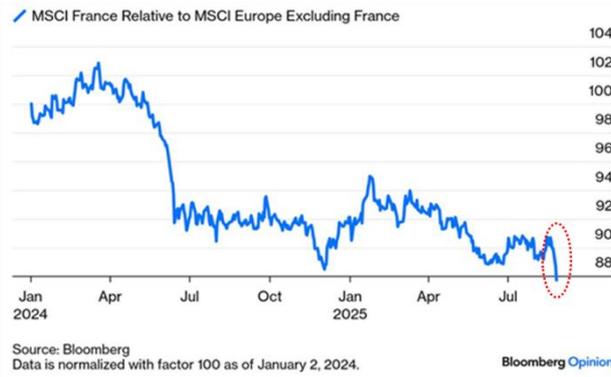
Ainsi, le taux à 10 ans italien est 9 points de base au-dessus du français (3,58% vs 3,49%) contre près de 400 points de base au plus fort de la crise de la dette européenne en 2011 (7,1% vs 3,4%) ...

La crédibilité budgétaire de Paris est encore fragilisée par les propositions de François Bayrou : économiser près de 44 milliards d'euros dès 2026, via l'abandon de certains jours fériés, un effort de 5 milliards sur les dépenses sociales, le gel des pensions en 2026 et des cessions de participations publiques. Marine Le Pen a déjà annoncé que son parti voterait la défiance, réduisant encore les marges de manœuvre du gouvernement.

Selon les scénarios établis par Mizuho Securities, trois issues principales sont possibles : à 70% un nouveau Premier ministre poursuivant une ligne budgétaire similaire, à 25% des élections législatives anticipées, et à seulement 5% une présidentielle anticipée. Selon nous, Emmanuel Macron, dont le mandat s'achève en mai 2027, n'a pas d'intérêt à provoquer sa propre sortie et devrait rester en place. Nous estimons toutefois que la probabilité de 25% affectée à une dissolution est peut-être un peu faible.

Les marchés jugent donc que le risque immédiat n'est pas une victoire de Marine Le Pen, mais bien une crise de confiance financière qui pourrait se déclencher avant. Dans ce contexte, la France semble promise à une période prolongée d'immobilisme politique et d'incertitudes budgétaires, une situation qui pèse déjà lourdement sur ses marchés financiers, en témoigne la sous-performance par rapport aux autres pays européens :

### Performance relative du MSCI France vs MSCI Europe ex-France



- **Sur le plan monétaire, la BCE a ramené le taux de dépôt à 2%**, un niveau considéré comme neutre, après avoir réduit ses taux directeurs de 200 pbs depuis 2024. La banque centrale estime que l'inflation, désormais proche de 2%, est revenue à un niveau compatible avec son mandat. Le débat demeure toutefois vif en interne entre partisans de nouvelles baisses pour soutenir l'économie et défenseurs d'une approche plus prudente. Les marchés tablent sur une stabilité des taux au moins jusqu'à la fin de l'année car la core inflation se situe encore entre 2 et 2,5%.

Parallèlement, l'euro connaît un net regain de vigueur sur les marchés des changes. Ce mouvement ne reflète pas seulement la stabilité retrouvée de la zone euro après la crise des dettes souveraines de 2010, mais aussi les dynamiques outre-Atlantique (nous l'avons décrit dans la partie américaine) qui ont réduit l'écart de rendement réel entre obligations américaines et allemandes à un plus bas depuis 2021. La perspective d'un dollar affaibli au profit de l'euro est désormais une hypothèse centrale, qui pourrait détériorer la compétitivité des exportations européennes vers les États-Unis. En outre, reste à savoir quelles seront également les réelles conséquences des droits de douane américains qui vont peser sur la zone euro...

- **Ce contexte complique la mise en œuvre des plans de relance budgétaire.** L'Allemagne a engagé un programme historique de 500 milliards d'euros, destiné en partie à la défense et à la transition énergétique. L'Union européenne poursuit le déploiement du plan NextGenerationEU, avec ses 673 milliards d'euros de financements orientés vers le numérique et le climat. Mais ces efforts d'investissement se heurtent à la fragilité des finances publiques dans plusieurs États. La France reste confrontée à un déficit proche de 6% du PIB, malgré un plan de retour sous 3% d'ici 2029. L'Italie, bien que mieux perçue, reste vulnérable, tandis que les Pays-Bas sont rappelés à l'ordre par Bruxelles pour leurs ambitions de dépense jugées excessives.

**Synthèse :** la zone euro combine aujourd'hui une reprise fragile, une monnaie unique renforcée, une inflation maîtrisée et une politique monétaire en attente. Mais derrière ce tableau, les tensions politiques et budgétaires en Allemagne et en France, ainsi que l'ombre portée de l'instabilité politique interne et internationale, rappellent que l'équilibre reste précaire.

L'automne s'annonce décisif : il dira si l'Europe parvient à conjuguer relance et crédibilité financière, ou si les failles budgétaires et politiques risquent de raviver les doutes sur la solidité de l'Union. Reste en outre une option « gratuite », une éventuelle résolution du conflit russo-ukrainien. Mais pour le moment, il n'est pas certain qu'un dénouement soit proche.

- **Quid de la dynamique bénéficiaire ?**

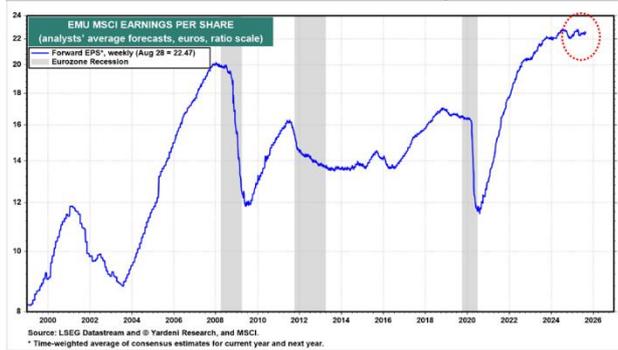
L'été a confirmé une publication « correcte sans être brillante » en Europe : au T2 2025, les bénéfices agrégés des sociétés du Stoxx 600 ont progressé d'environ 3,1% sur un an (dynamique portée par la banque et la santé), et un peu plus de la moitié des entreprises ont dépassé les attentes (environ 53%). La vigueur de l'euro et les craintes de droits de douane ont toutefois pesé sur les secteurs exposés à l'export, d'où un bilan hétérogène selon les thèmes.

Pour la suite, le profil 2025 reste discuté. Une forte révision à la baisse des prévisions EPS est observée récemment : les attentes ont été réduites d'environ 5 points pour 2025 et 2026, dans 17 des 20 principaux secteurs, particulièrement pour l'automobile, à cause de l'euro fort et des tensions commerciales.

Conséquence : la croissance EPS anticipée pour 2025 est passée de +6% à +3% : plusieurs maisons abaissent leurs prévisions, UBS table désormais sur -3% de croissance du BPA en zone euro en 2025 tandis que Bank of America évoque même -4% pour le Stoxx 600.

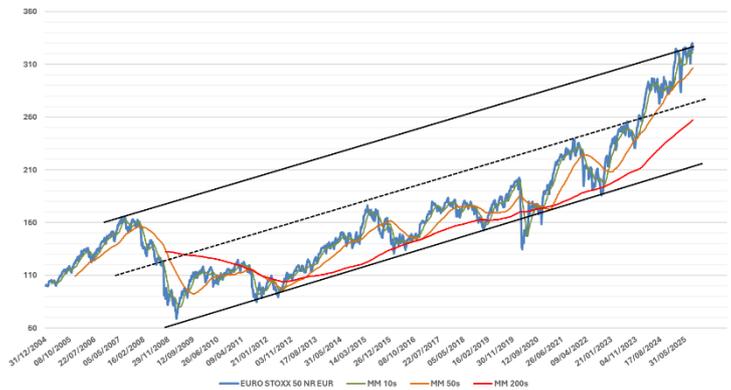
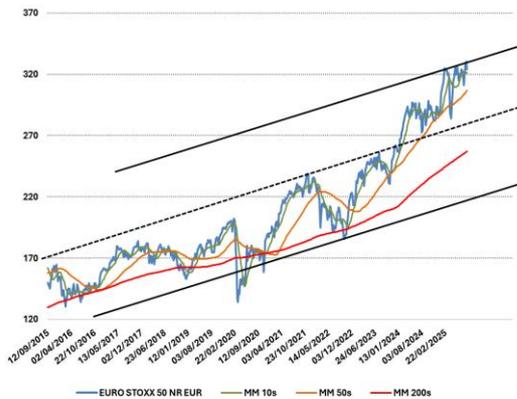
Le consensus 2026 s'esquisse plutôt en reprise modérée, entre 3% et 5%, avec une accélération possible si le cycle industriel et le commerce extérieur se normalisent.

**Une croissance bénéficiaire en zone Euro proche de zéro**



Côté valorisation, l'Europe conserve un multiple inférieur aux États-Unis : le PER à 12 mois du Stoxx 600 est de 14,5x (vs 22x pour le S&P 500 selon les mêmes sources de marché). Autrement dit, l'Europe n'est pas « bon marché » en absolu, mais reste décotée en relatif, et une reprise des révisions de bénéfices pourrait améliorer ces valorisations.

- **Momentum / sentiment de marché :** le marché action de la zone euro est aujourd'hui sur des niveaux charnières, touchant ainsi des hauts de canaux haussiers de moyen et long terme :



Il faut donc une série de bonnes nouvelles sur la Zone Euro et ses plus grandes sociétés pour que cette résistance soit franchie. Possible mais peu probable compte tenu des éléments ci-dessus. Ou alors que le S&P 500 poursuive son ascension et que l'ES 50 l'accompagne. La probabilité d'une surperformance des actions européennes semble donc limitée.

- **La conclusion générale de cette revue européenne**

Comme souvent, la zone Euro est prise entre une croissance molle et une instabilité politique chronique. Elle a profité fin 2024 et ce jusqu'au 10 mars 2025 d'un engouement fondé sur des baisses de taux, des perspectives de plans de relance et une valorisation plus attractive en absolu que celle du marché américain. Toutefois, depuis mars, les grandes capitalisations européennes sous-performent leurs homologues américaines.

Nous n'avons donc pas un grand enthousiasme sur les grandes valeurs européennes et les fonds qui les investissent. Seuls quelques exceptions comme le fonds DNCA Invest Value Europe qui bénéficie d'une approche value pragmatique est encore parmi nos fonds privilégiés et qui est encore en A/A dans notre sélection.

**Autre point d'attention pour nous, et ce depuis quelques mois, les petites et moyennes capitalisations européennes.** Après plusieurs années de contre-performance et un millésime 2024 particulièrement difficile, les petites capitalisations montrent des signes de reprise, notamment en zone euro et au Japon, contrairement aux États-Unis et au Royaume-Uni où elles continuent de sous-performer

**Les petites capitalisations européennes surperforment (enfin ?!) les grandes capitalisations**



Source : Morningstar

**L'attrait actuel des petites valeurs européennes repose sur plusieurs facteurs.** D'abord, les valorisations sont redevenues attractives, avec un positionnement des investisseurs très faible après des années de désintérêt, ce qui abaisse le seuil d'exigence pour une revalorisation.

Ensuite, ces sociétés apparaissent moins exposées que les grandes capitalisations aux tensions commerciales et aux droits de douane américains : leur activité plus domestique limite les risques liés au commerce international, et elles bénéficieraient également d'un affaiblissement du dollar.

Par ailleurs, les baisses de taux et l'assouplissement monétaire de la BCE offrent un soutien supplémentaire, les petites capitalisations étant généralement sensibles à la détente des conditions financières et à l'amélioration des liquidités. Elles profitent aussi d'une dynamique de marché accrue en période de hausse des opérations de fusions-acquisitions, car elles sont plus souvent des cibles que des acquéreurs.

Sur le plan régional, les petites valeurs de la zone euro se distinguent positivement grâce à un meilleur momentum économique (PMI en progression) et à un soutien budgétaire plus marqué qu'au Royaume-Uni. L'Allemagne mérite une mention particulière : ses small caps, regroupées notamment dans le MDAX, affichent de bonnes performances cette année après avoir perdu près de 50% de valeur relative par rapport au marché européen au cours des quatre années précédentes, laissant penser que le redressement n'en est qu'à ses débuts.

En résumé, même si le marché américain reste fragile, les petites capitalisations européennes bénéficient aujourd'hui de multiples catalyseurs (valorisations attractives, contexte monétaire favorable et reprise économique régionale), qui en font un segment à suivre de près dans les allocations et que nous mettons en avant.

Vous retrouverez dans le FundBoard les différents fonds que nous recommandons sur ce segment de marché. Vous constaterez que les cinq fonds européens qui sont recommandés au moins à l'achat sur l'une de nos deux périodes de suivi affichent des performances 2025 en moyenne supérieures à 25%. Seules déceptions, les fonds petites et moyennes capitalisations françaises qui souffrent du contexte national comme Lazard Small Caps France (+4,2%) et HMG Découvertes (+6,6%).

Notons aussi que le seul que nous recommandons à la vente sur les deux horizons de temps, Oddo BHF Avenir n'est en hausse que de 2,6% en 2025.

● **Le grand écart chinois : des marchés actions sur des sommets en dépit d'une économie à la peine**

Le lundi 18 août dernier les actions chinoises cotées à Shanghai atteignaient un plus haut de 10 ans en clôturant la séance à 3 728 points concluant un rallye de plus de 20% de hausse entamé au mois d'avril ; et le MSCI China suivait à +17% sur la même période. Pourtant la conjoncture reste difficile car reposant encore sur les exportations, les tensions commerciales sont toujours présentes et les prévisions de bénéfices des entreprises sont stables, sans révisions à la hausse ; ne justifient pas non plus le soutien d'un tel mouvement haussier qui semble se dessiner un mouvement de flux.



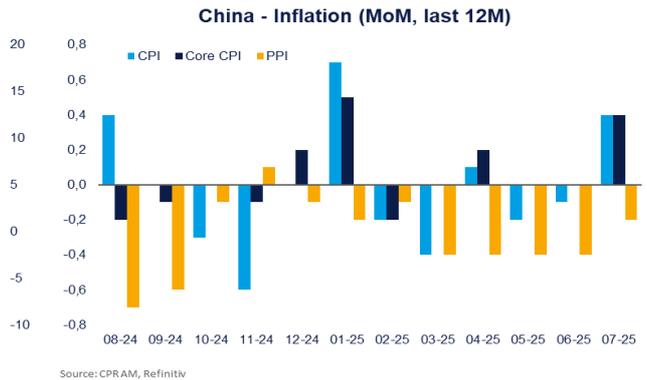
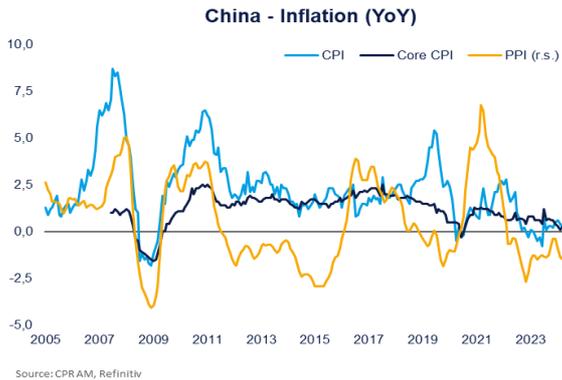
Sources : Fundesys, Morningstar

• **Un environnement macroéconomique difficile**

La consommation intérieure reste faible, avec des ventes au détail limitées à +3,7% en juillet leur rythme le plus bas de l'année, nous voyons difficilement comment la situation pourrait s'améliorer, l'indice de confiance des consommateurs stagne toujours sur ses plus bas depuis 2022 (graphique ci-contre). L'investissement se contente de +1,6% sur sept mois, en grande partie plombé par un secteur immobilier toujours en crise. Le chômage remonte à 5,2%, tandis que la production de ciment, indicateur avancé du cycle de construction, retombe à son plus bas niveau depuis 2009.



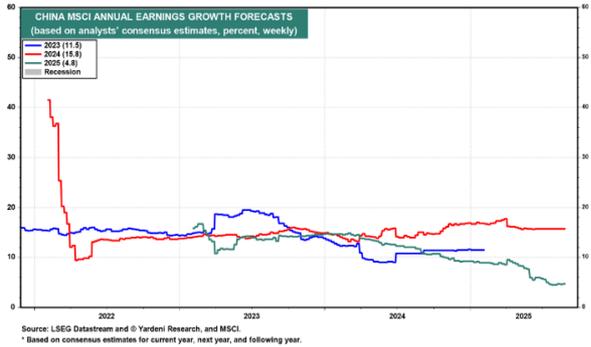
Les prix confirment cette atonie : le CPI reste nul sur un an (core à +0,8%), et le PPI demeure en déflation à -3,6%, révélant l'incapacité de la demande domestique à absorber les surcapacités industrielles :



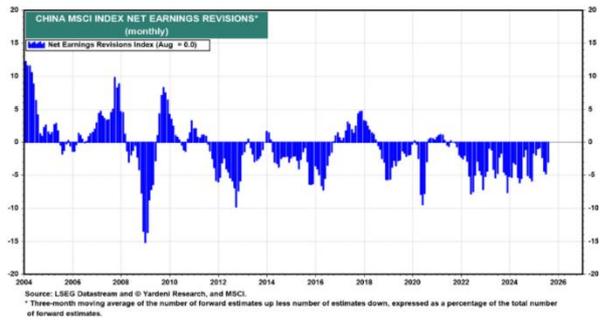
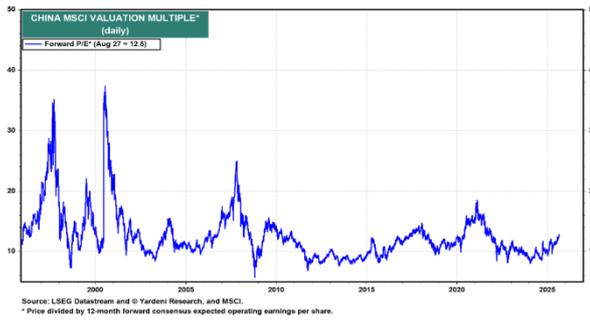
Seul le commerce extérieur joue encore un rôle d'amortisseur : les exportations ont progressé de 7,2% en juillet, hors États-Unis, portant l'excédent commercial à près de 100 Mds USD, même si la hausse inattendue des importations traduit sans doute davantage des restockages ponctuels que la reprise réelle de la demande.

• **Des perspectives bénéficiaires encore moroses**

En outre, du côté des entreprises, la rentabilité, bien que sur des plus hauts est affectée par la déflation et reste faible par rapport à celle des aux marchés développés (MSCI China : 5,4% contre 9,3% pour l'ensemble des émergents). Les marges des sociétés industrielles sont atones par la guerre des prix, ce qui a poussé Pékin à encourager une stabilisation concurrentielle dans plusieurs secteurs. Même constat sur les prévisions de croissance de bénéfices qui sont révisées à la baisse, à 4,8% pour 2025 :



En somme, la dynamique bénéficiaire ne fournit pas de relais solide à la hausse des cours, même les révisions, qui auraient pu bénéficier d'un effet de base, stagnant (graphique de droite ci-après), seules les valorisations sont encourageantes, le PER 12 mois se situe à 12,5x les bénéfices proches du plus haut des 10 dernières années (graphique de gauche ci-après) :

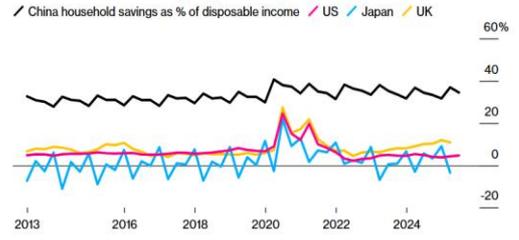


• **Et pourtant, le rallye boursier est spectaculaire**

Si le marché grimpe malgré tout, c'est donc ailleurs qu'il faut chercher l'explication. Le moteur est clairement lié aux flux : les ménages, dont le taux d'épargne frôle 35 % du revenu disponible, se détournent d'obligations d'État faiblement rémunératrices (1,78% sur dix ans) et désormais fiscalement pénalisées, pour se repositionner sur les actions. Après une décennie de sous-performance, celles-ci apparaissent « bon marché » et offrent une alternative attractive. Les volumes de transactions dépassent désormais 2 700 Mds CNY par séance, dominés par les particuliers, confirmant la puissance des flux domestiques. Ce ne sont donc ni la macro, ni les bénéfices, mais bien la liquidité réallouée qui alimente le marché.

Cette dynamique se reflète dans le momentum actuel. L'indice composite de Shanghai a progressé de 20% depuis avril et les signaux techniques sont bien orientés : l'indice a rebondi sur ses supports de long terme et les moyennes mobiles courtes (MM 10 semaines et MM 50 semaines) sont passées au-dessus de la MM 200 semaines, validant le redressement. Mais ce momentum reste fragile : l'indice demeure en milieu de canal, loin des sommets de 2007 et 2015, et la mémoire du krach de 2015, qui avait effacé 40% de capitalisation en quelques mois, reste vive. L'histoire récente rappelle qu'un rallye de flux peut s'interrompre brutalement.

**China's Extraordinarily High Savings Rate**



• **Conclusion : un rallye à manier avec prudence dont la dynamique appelle à la prudence. Trois points se dessinent :**

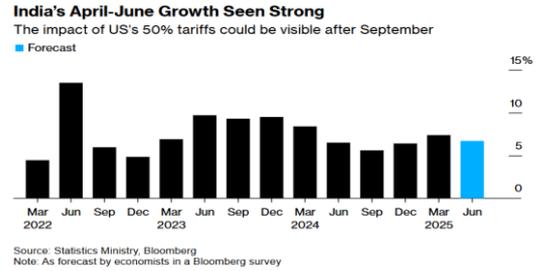
- **À court terme, la tendance haussière peut se prolonger** : valorisations attractives, liquidité domestique abondante, soutien rhétorique du Politburo à la stabilité boursière. Les investisseurs particuliers restent mobilisés, et les flux peuvent encore surprendre à la hausse ;
- **À moyen terme, les fondamentaux rappellent à l'ordre** : la consommation reste bridée, l'immobilier dépressif, et les bénéfices n'offrent pas de relais. Tout signe de ralentissement supplémentaire sur le crédit ou la demande domestique pourrait fragiliser la confiance ;

• **En synthèse** : le rallye de l'été chinois est réel mais précaire. La liquidité peut encore soutenir les indices à court terme, mais l'absence de relais structurels incite à ne pas confondre flux et fondamentaux. Une exposition tactique est justifiable... une complaisance stratégique serait imprudente. **Nous gardons à C/C l'ensemble des fonds sur ce marchés, y compris sur les valeurs technologiques.**

• **Inde :**

• **Une économie intrinsèquement solide mais chahutée à court-terme part les nouvelles pressions de D. Trump sur les « tarifs » :**

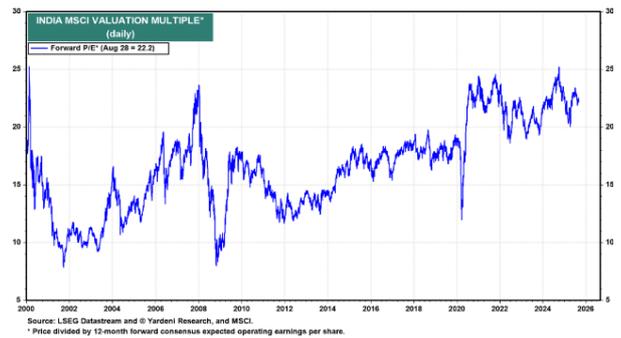
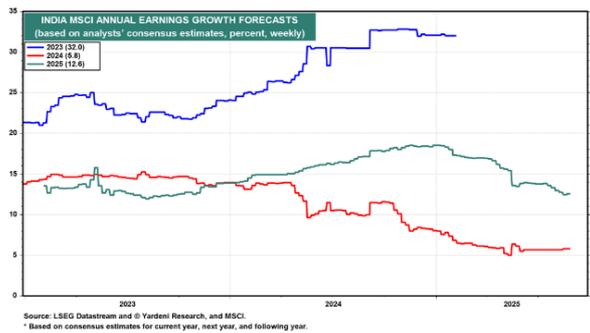
L'Inde a affiché 6,7% de croissance au T2, après 7,4% en début d'année. Mais ce chiffre repose sur des ressorts temporaires (exportations anticipées avant les nouveaux droits de douane américains et soutien ponctuel de la mousson) alors que les signaux de ralentissement se multiplient : consommation des ménages en perte de vitesse, ventes automobiles en recul et industrie fragilisée. L'imposition par Washington de tarifs de 50% sur le textile, la chaussure et la bijouterie pourrait retrancher 0,6 à 0,8 point de croissance annuelle et ramener la trajectoire sous les 6%.



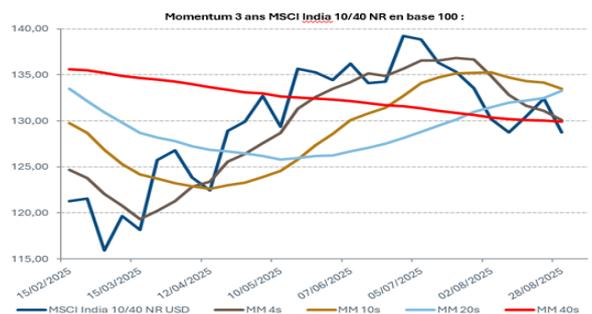
Ces vents contraires ne doivent toutefois pas occulter la solidité du socle domestique. Les exportations vers les États-Unis ne pèsent que 2% du PIB, contre 60% pour la consommation privée. La démographie, l'urbanisation et les réformes fiscales et monétaires (dont 100 points de base de baisse des taux depuis février) confèrent à l'Inde une résilience structurelle rare parmi les émergents.

• **Bénéfices en stagnation, momentum en retournement négatif**

Les bénéfices des entreprises indiennes montrent des signes d'essoufflement. Après une année 2023 exceptionnelle (+32%), la progression s'est nettement tassée : **+5,8% en 2024** et **+12,6% attendus en 2025**. Les marges bénéficiaires se maintiennent certes à un niveau élevé (**12,5%**), mais elles stagnent désormais, sans relais clair pour alimenter une nouvelle expansion des profits. Surtout, les révisions des analystes sont redevenues négatives (-5% en août), confirmant que les anticipations s'ajustent à la baisse sous l'effet des vents contraires extérieurs et du ralentissement de la demande. Face à cette normalisation, la valorisation reste exigeante, le PER 12 mois se situe à **22x les bénéfices**, nettement au-dessus de la moyenne historique et laissant peu de marge d'erreur :



Le marché a commencé à refléter cette fragilité. Après deux années de progression soutenue, le momentum technique s'est retourné : l'indice casse ses moyennes mobiles (MM) court et long terme et évolue désormais sous une **MM 40 semaines en pente descendante (courbe rouge)**, signal d'une dynamique qui s'inverse. Cette configuration suggère une phase de consolidation, voire une correction si les révisions négatives se poursuivent :



• **Conclusion :** nous révisons nos recommandations sur l'Inde de **C/A à C/C**. Trois facteurs motivent ce changement : l'accentuation du risque politique, la dégradation à court terme des perspectives **macro** avec une croissance attendue sous 6%, **des bénéfices qui stagnent** en dépit des marges élevées, et **des valorisations exigeantes** (PER 12 mois : 22x) alors même que **le momentum se retourne à la baisse**. Les actions indiennes représentent une belle histoire de croissance de long terme, mais à l'horizon fin 2025, la combinaison de ces éléments impose une lecture beaucoup plus prudente.

• **Les Mines d'or**

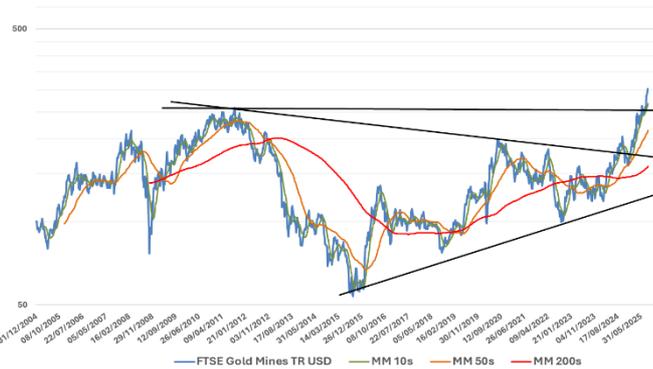
• **Les conditions qui ont permis à l'or-métal de surperformer persistent :**

- Déficit structurel aux Etats-Unis ;
- Risque inflationniste liée à la démondialisation ;
- Remise en question de l'indépendance de la Fed ;
- Maintien des risques géopolitiques à un niveau élevé.

• **Les perspectives de bénéfices des mines d'or restent très bien orientées** car la hausse du prix du métal compense largement celle des coûts. La tendance devrait se poursuivre ce qui explique que les valorisations restent très raisonnables. **Les mines d'or sont ainsi l'un des rares compartiments du marché financier où le couple croissance / valorisation est aussi favorable :**



• **Momentum acheteur puissant avec le franchissement début août du plus haut historique de 2011 :**



• **Nous repassons l'ensemble des fonds sur ce thème en A/A**

• **Obligations Corporate européennes**

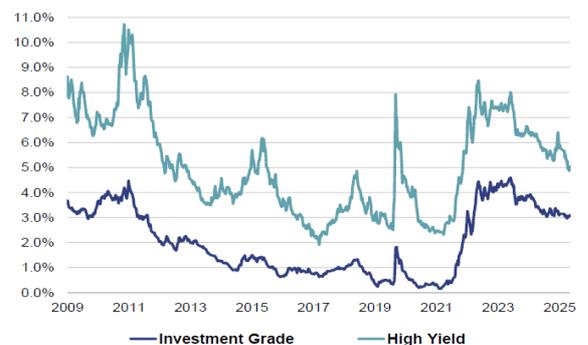
- La désinflation et la situation conjoncturelle européenne ancrent les anticipations de taux monétaires à 2% ; nous l'avons vu, il y a peu de chances que la BCE poursuive la baisse ses taux alors que la core inflation se situe encore entre 2 et 2,5%
- L'absence de récession et les flux acheteurs soutiennent la classe d'actifs de sorte que les spreads high yield et les rendements sont à un plus bas depuis 2022 :

Spread de l'indice ICE BofA Euro High Yield sur 3 ans



Sources : Bloomberg et Rothschild & Co

Rendement Investment Grade et High Yield



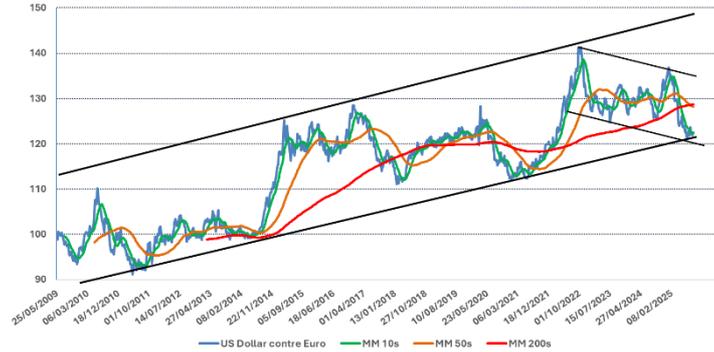
Notre prudence a donc été pénalisante mais ce n'est pas maintenant que nous allons changer d'avis :

- Cette prudence est heureusement compensée par notre sélection de fonds à performance absolue dont la plupart des supports affichent de très bons couples R/R depuis le 1<sup>er</sup> janvier cette année, en absolu et relativement aux fonds obligataires, y compris les plus offensifs ;
- Ils présentent une forte probabilité de reproduire ces résultats sur les mois à venir contrairement aux obligations dont les performances ne peuvent, au mieux, que ralentir.

● **Revue la semaine prochaine des 35 fonds obligataires suivis**

● **Dollar**

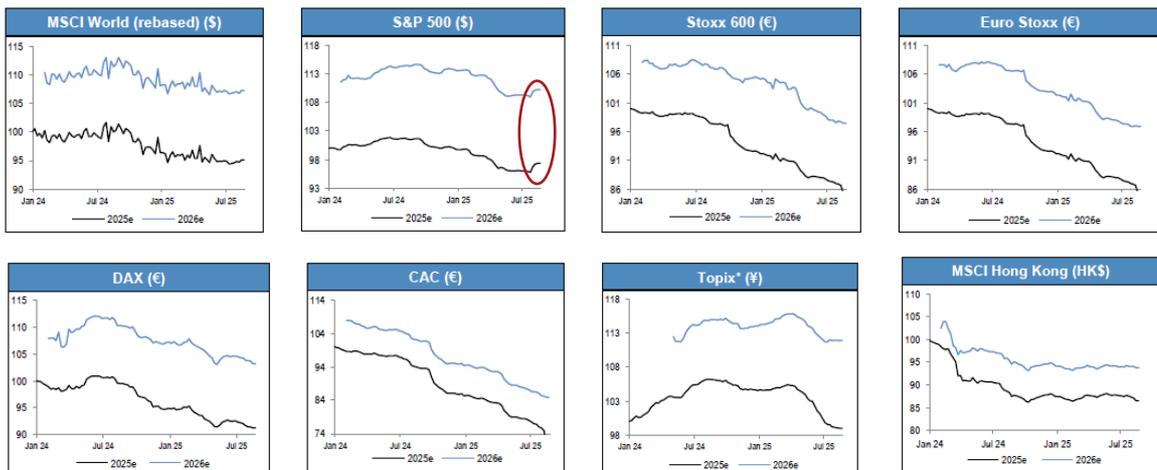
- **Malgré des tentatives de rebond fin juillet à partir du plus bas de 1,1830 contre EUR atteint en mai**, le dollar a rechuté vers après le rapport sur l'emploi du 1<sup>er</sup> août et retombe quasiment sur son support de très long terme :



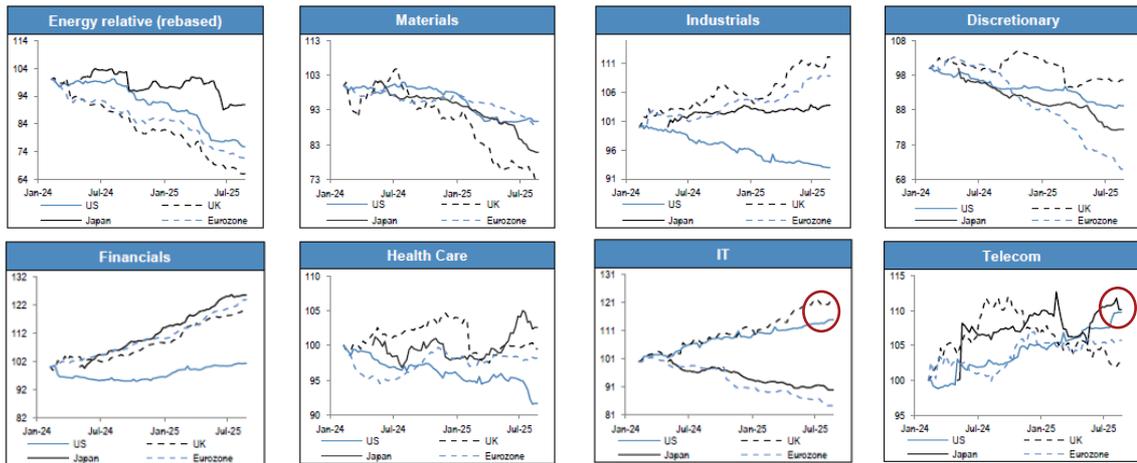
- **Le recul des rendements obligataires** et l'anticipation d'un nouveau cycle de baisse des taux monétaires à partir de septembre renforcent les risques baissiers sur le dollar contre euro, en deçà des 1,1830 ;
- **Peu de convictions donc sur la direction de l'USD/EUR à MT**, il nous semble très prématuré de « jouer » son rebond dans l'immédiat.

● **Synthèse générale en huit messages et quelques tableaux / graphiques**

- Poursuite de la croissance économique aux Etats-Unis avec un risque de récession pas plus élevé qu'en moyenne ;
- Des taux d'intérêt Etats-Unis / Europe en soutien sur la fin 2025 mais en risque d'un Policy-mix américain contraire en 2026 (inflation américaine et indépendance de la Fed) ; les taux et spreads de crédit européens sont bas mais le risque d'une correction est limité en l'absence de récession ;
- Surperformance financière des entreprises américaines, telle que mesurée par le « film » des prévisions de résultats 2025 et 2026 :



- Surperformance des secteurs Technologie / Services Internet américains selon une dynamique dont nous ne voyons pas la fin à un horizon prévisible (*prévisions de bénéfices relatives à celle du MSCI World, zone par zone*) :



Seuls deux secteurs challengent la tech américaine au niveau mondial : les banques toutes zones et les biens d'équipement non américains (*alors que, étonnamment prévisions sur les biens d'équipement américains sont spécialement malmenées*). D'où notre intérêt pour le thème value sur les actions européennes ;

- Les actions européennes sont intéressantes sur leur versant small caps ; enthousiasme limité sur les large caps ;
- Malgré la surperformance des banques, le thème value sous-performe les valeurs de croissance au point où sa performance relative revient à son plus bas historique. Mais cette sous-performance s'explique par celle des bénéfices :



Il semble prématuré de s'intéresser aux fonds sur la value américaine / internationale dans l'immédiat **mais une opportunité forte se présenterait** si la dynamique relative value / croissance des résultats devait s'inverser en sa faveur ;

- La diversification des actions sur le thème aurifère reste attractive mais celle sur les émergents l'est moins (Inde, EM globaux) ou est instable (actions chinoises) ;

**En ultime conclusion nous pensons que la performance des marchés actions va se poursuivre à l'horizon de la fin de l'année ainsi qu'en 2026, avec le maintien du leadership des actions américaines.**

**Nous conservons donc l'allocation d'actifs générale avec les actions au neutre, la sous-exposition des obligations et une exposition importante aux fonds de performance absolue.**

**Sur les actions nous proposons de renforcer le secteur technologique, compensé par la réduction de 5 points des actions émergentes.**

**Peu de changements dans les recommandations : le thème aurifère passe de C/A à A/A et les actions indiennes de C/A à C/C.**

**D. Nouvelle Allocation recommandée au 29 août 2025**

Fundesys	Expositions recommandées				Commentaires
<b>Actions</b>	<b>Neutre</b>	<b>Prudent</b>	<b>Equilibré</b>	<b>Dynamique</b>	<b>Neutre</b>
	<b>Expositions recommandées</b>	<b>30%</b>	<b>50%</b>	<b>80%</b>	
	<b>Expositions précédentes</b>	<b>30%</b>	<b>50%</b>	<b>80%</b>	
	<b>Sur 100% des actions</b>		<b>actuelle</b>	<b>précédente</b>	
	Large caps qualité / croissance internationales à fort biais américain ou sur les Etats-Unis		<b>0%</b>	<b>0%</b>	Fonds de valeurs de croissance généralistes
	Large caps américaines		<b>10%</b>	<b>10%</b>	Fonds toutes capitalisations et/ou à biais value / qualité
	Valeurs technologiques		<b>25%</b>	<b>20%</b>	Se concentrer sur les fonds a) "value" sur le secteur (Fidelity Global Technology, DNB Fund Technology) qui restent nos favoris dans le monde Trump 2 qui s'ouvre et b) les fonds diversifiés où l'IA n'est pas le thème dominant ; JPM, tracker Nasdaq). Proportion selon le profil de risque et l'horizon (le plus lointain, le plus on peut s'exposer à la deuxième catégorie). Proportion recommandée de fonds a) et b) : 50/50
	Actions Internationales Value		<b>20%</b>	<b>20%</b>	Deux blocs : - fonds de profil Qualité / Value internationaux : Maintenu - fonds de mines d'or : vision positive à MT; neutre à CT
	Actions européennes		<b>15%</b>	<b>15%</b>	Nous maintenons le biais vers les gestions indicielles qui bénéficient du retour des flux sur les marchés de la zone, et recommandons de les diversifier avec des gestions plus cycliques / value qui pourraient profiter des plans de relance annoncés
	Actions japonaises		<b>5%</b>	<b>5%</b>	Allocation via ETFs pour prendre le beta de marché
Actions Emergentes opportunistes		<b>10%</b>	<b>15%</b>	Mix de fonds de niche (small caps émergentes et fonds "frontières") et d'actions chinoises qui font leur retour dans nos allocations	
Petites capitalisations		<b>15%</b>	<b>15%</b>	France / ZE / Europe uniquement : amélioration des fondamentaux, momentum absolu et relatif à l'ES 50 positifs et attrait renforcé par leur caractère domestique face à la guerre commerciale (d'où les momentum positifs ...); valorisations et qualité identiques aux large caps, croissance des bénéfiques supérieure	
		<b>100%</b>	<b>100%</b>		
<b>Obligations</b>	<b>Neutre</b>	<b>Prudent</b>	<b>Equilibré</b>	<b>Dynamique</b>	<b>Sous-pondération</b>
	<b>Expositions recommandées</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>0%</b>	
	<b>Expositions précédentes</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>0%</b>	
Gestion directionnelle					Sous-exposition maintenue en dépit de l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs : - le policy-mix américain en cours de mise en place devrait entretenir la remontée de l'ensemble des rendements obligataires; - la remontée du risque crédit en Europe et aux Etats-Unis
Gestion non directionnelle					
<b>Performance Absolue</b>	<b>Neutre</b>	<b>Prudent</b>	<b>Equilibré</b>	<b>Dynamique</b>	<b>Surpondération</b>
	<b>Expositions recommandées</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	
	<b>Expositions précédentes</b>	<b>35%</b>	<b>25%</b>	<b>20%</b>	
Event Driven, Long/Short Market Neutre					Gammes Exane et Helium, Jupiter Merian Equity Absolute Return, Fidelity Absolute Return Global Eq EUR H, Eleva Absolute Return Europe
<b>Monétaire</b>	<b>Neutre</b>	<b>Prudent</b>	<b>Equilibré</b>	<b>Dynamique</b>	Neutralité du profil Equilibre <b>Sous-pondération dans les profils Prudent et Dynamique</b>
	<b>Expositions recommandées</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	
	<b>Expositions précédentes</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>0%</b>	
	Perspectives				

## 2. La vie des fonds

### A. Préconisations sur fonds (changements ou mises à jour des plus anciennes) et commentaires dans l'annexe Excel

- **Conformément aux grands messages du 1/C :**
  - Les fonds or-métal et mines d'or de C/A à A/A ;
  - Les fonds sur actions indiennes passent de C/A à C/A.
- Sur les autres fonds nous avons passé en revue leur recommandation 3 mois et n'avons pas détecté de décalage inquiétant entre celle-ci et leur performance des dernières semaines ; maintien donc de l'ensemble des recommandations. Nous reprendrons les mises à jour hebdomadaires détaillées la semaine prochaine.

### B. Sélection New Cash

Pour mémoire, la sélection New Cash apparaît désormais dans le fichier Excel « FundBoard » entre l'onglet « Justifications A C V » et l'onglet « Classements dans les Catégories »

- **Deux changements :**
  - Sortie HMG Découvertes qui passe en C/A du fait de son exposition 100% française alors que nous apprécions toujours la gestion exceptionnelle de ce support ;
  - Entrée de EdR Goldshère.
- **Logique de cette sélection :**
  - Retenir une trentaine de fonds destinés à être proposés à un nouveau client ou à investir le nouvel apport d'un client existant ;
  - L'objectif, comme dans tout nouvel investissement, est donc d'éviter de sous-performer un marché qui baisserait peu de temps après la mise en place des investissements ;
  - Ventilation des supports en six catégories : Monétaire, Alternatif / Performance absolue, Obligations défensives, Obligations opportunistes, Actions Coeur, Actions Opportunistes.
- Pour ce faire :
  - La sélection est orientée vers des supports plutôt défensifs, **dans le contexte de marché des trois prochains mois**. C'est à dire que, en cas de brusque décrochage du marché sous-jacent, chacun de ces fonds est supposé surperformer sa catégorie ci-dessous ou son indice de référence ;
  - La sélection est présentée par ordre décroissant de préférence au sein des six catégories : si souhait de retenir un fonds seulement, prendre le premier ; si deux fonds prendre les deux premiers...

### C. Cinq fonds pour les versements programmés

- Nous présentons cinq supports obligataires et actions (avec deux remplaçants potentiels en fonction des disponibilités en AV) destinés à cette solution d'investissement proposée en général dans une logique de performance à long terme. Nous retenons quatre critères principaux :
  - **Potentiel de performance important** à 3-5 ans, voire maximal, **où la volatilité associée à ce potentiel est considérée comme une « amie », permettant de capter des points d'entrée attractifs ;**
  - Disponibilité dans les contrats Agéas Privilège Gestion Active / Cardif Elite / Generali Himalia / Swiss Life Expert Premium, AXA Thema Coralys / Intencial Liberalys Vie / Vie Plus Patrimoine / UAF Version Absolue ;
  - Pas de fonds obligataires datés afin d'éviter le risque de leur fermeture potentielle ;
  - Notation Fundesys A à 12 mois ;

- Cela donne la sélection suivante :

Fonds	ISIN	Poids
<b>Obligataire opportuniste</b>		
<i>M&amp;G (Lux) Global Floating Rate HY EUR H</i>	<b>LU1670722161</b>	<b>25%</b>
<i>ou Tikehau European High Yield</i>	<b>FR0010460493</b>	
<b>Actions</b>		
<i>EdR Goldshpère</i>	<b>FR0010664086</b>	<b>15%</b>
<i>ou BGF World Gold A2</i>	<b>LU0171305526</b>	<b>15%</b>
<i>JPM US Technology A (acc) EUR</i>	<b>LU0159052710</b>	<b>30%</b>
<i>Mandarine Global Transition R</i>	<b>LU2257980289</b>	<b>20%</b>
<i>Fidelity India</i>	<b>LU0197230542</b>	<b>10%</b>
<i>ou Comgest Growth India</i>	<b>IE00B03DF997</b>	<b>10%</b>

#### D. Portfeuille en arbitrage du fonds en euro

- **Beau parcours du portefeuille sur les quatre dernières semaines, qui progressent de 0,67%**, grâce à Jupiter Merian Global Equity Absolute Return (+1,82%), Exane Pleiade Performance (+0,66%) et Hélium Sélection (+0,44%).  
Performance YTD : +3,42% vs +1,55% pour l'€ster. Sur un an : +4,52% (+2,89% pour l'€ster). Volatilité 1 an : 1,8%. Perte maximale 1 an : -1,21%.
- **La sélection est la suivante :**

Fonds	ISIN	Poids
<i>Jupiter Merian Global Equ Abs Return</i>	<b>IE00BLP5S460</b>	<b>22%</b>
<i>Hélium Sélection</i>	<b>LU1112771503</b>	<b>22%</b>
<i>Exane Pleiade Performance P</i>	<b>FR0010402990</b>	<b>22%</b>
<i>Ostrum SRI Credit Ultra Short Plus</i>	<b>FR0007053749</b>	<b>17%</b>
<i>OFI ESG Liquidités C/D</i>	<b>FR0000008997</b>	<b>17%</b>

Rappel des référencements de Jupiter : Ageas, AXA, Cardif, Generali, Intencial, et Oradéa, Swiss Life, UAF et Vie Plus ;

- **Objectif de cette combinaison :**
  - Maximiser la probabilité de battre le fonds en euros avec un risque minimal (et non de maximiser la performance) d'où les choix ci-dessus ;
  - Ne pas introduire, ou exceptionnellement, de fonds purement directionnels (obligations HY ou fonds mixtes) afin de diversifier au maximum d'avec vos choix d'UC.

#### E. Thème : pour les même raisons que les indispensables macro, pas de thème cette semaine

## Annexes

**A. Conjoncture – autres éléments macro intéressants** (cette rubrique complète le paragraphe 1.A. selon la même logique : les graphiques proviennent majoritairement de CPR AM. Les commentaires, également ou sont ajoutés / reformulés par Fundesys)

Pour les mêmes raisons que les indispensables marco et le Thème, pas d'éléments de conjoncture en annexe cette semaine

**B. Dynamiques des marchés / changements de tendances éventuels**

- Momentum sur les 14 marchés suivis

Il convient de noter que les notions de « haussier » / « baissier » / « neutre » ne sont pas des avis de Fundesys sur les indices mais bien des constats des tendances liés à l'analyse de momentum.

	3 mois	12 mois
Obligation 10 ans Etats-Unis (en prix)	Haussier	Haussier
Obligation 10 ans Allemagne (en prix)	Neutre	Haussier
USD (contre EUR)	Baissier	Baissier
Euro Stoxx 50	Haussier	Haussier
S&P 500	Haussier	Haussier
Nasdaq 100	Haussier	Haussier
MSCI World	Haussier	Haussier
MSCI India 10/40	Baissier	Baissier
MSCI China 10/40	Haussier	Haussier
MSCI Émergents (EM)	Haussier	Haussier
Haut Rendement USD	Haussier	Haussier
Haut Rendement EUR	Haussier	Haussier
Haut Rendement Émergents Corporate	Haussier	Haussier
Or	Haussier	Haussier
Mines d'Or	Haussier	Haussier

**Deux changements dans le momentum cette semaine.** En Inde, le momentum bascule en tendance baissière à court terme. Déjà fragilisé par des révisions bénéficiaires négatives et une consommation intérieure atone, le marché souffre d'une croissance attendue plus faible et de valorisations exigeantes, ce qui entraîne une consolidation des indices.

Aux États-Unis, les chiffres de l'emploi de juillet et le discours de Jerome Powell à Jackson Hole renforcent l'anticipation d'un assouplissement monétaire. Les rendements à 10 ans reculent en août, soutenant mécaniquement les prix obligataires qui repassent en tendance haussière.

## LE COMITE DE REDACTION :



**Ludovic Fechner**



**Gérald Grant, CFA**



**Arthur Fechner**

## AVERTISSEMENT

Les opérations de souscription, rachat et arbitrages d'OPCVM ne peuvent être effectuées que sur la base du dernier prospectus ou notice d'information en vigueur préalablement visé par l'AMF et disponible gratuitement et sur simple demande auprès de Fundesys, la société de gestion du fonds et son dépositaire. Ces informations sont données à titre indicatif et les performances présentées n'incluent ni les éventuelles commissions de souscription et de rachats, ni les honoraires de Fundesys.

Les informations sur lesquelles Fundesys s'est basé pour analyser les OPCVM susvisés ont été puisées auprès de sources considérées comme fiables (les sociétés de gestion et Morningstar principalement) mais non contrôlées de manière indépendante. Bien que ces estimations, opinions et conclusions aient été élaborées et mises en forme en toute bonne foi, Fundesys, son dirigeant et ses salariés ne peuvent en garantir l'exactitude, l'exhaustivité et l'opportunité. En conséquence, Fundesys ne saurait être considéré comme responsable des évolutions à la hausse ou à la baisse qui résulteraient des performances de gestion réalisées par ces OPCVM postérieurement aux opinions et recommandations qui ont été formulées à leur sujet. Les estimations, opinions et conclusions formulées dans le présent document sont données sur la base des informations connues de Fundesys au moment de leur diffusion et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction de la situation des OPCVM présentes, des changements affectant les gérants et/ou les sociétés de gestion de ces OPCVM, de l'évolution des marchés financiers et, d'une façon générale, du fait de toute information portée à la connaissance de Fundesys et qui peuvent amener cette dernière à modifier son jugement sur ces OPCVM. Ces modifications peuvent être effectuées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et la valeur des OPCVM peut baisser à tout moment. Si les OPCVM sont investis sur des marchés extérieurs à la zone euro, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact important sur les performances de ces OPCVM. Les informations contenues dans ce document ne constituent ni une offre de vente d'un investissement ou d'un produit financier, ni un service de conseil en investissement financier. Elles ne sont pas données en relation avec un profil d'investisseur particulier ou formulées à destination d'un investisseur particulier. En conséquence, seul l'intermédiaire financier destinataire du présent document est habilité à répondre aux questions d'ordre fiscal, juridique ou financier qui lui seraient posées par sa clientèle concernant un quelconque investissement, lié ou non aux OPCVM présentes dans le présent document. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, stockée sur des systèmes informatiques ou transmise à quiconque et par quelque moyen que ce soit, sans l'autorisation expresse de Fundesys.

FUNDESYS, SARL au capital de 20 000 Euros, 31 RUE SAINT CHARLES - 78000 VERSAILLES, RCS : VERSAILLES 497 844 712. FUNDESYS est immatriculée sur le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)) sous le n° 13000547 pour son activité de Conseiller en Investissements Financiers - Adhérent de l'ANACOFI-CIF, association agréée par l'AMF. Assurance RCP souscrite auprès de MMA Entreprise