

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Des records et des déceptions

Tout record n'est pas à célébrer. Quand il s'agit d'un déficit public ou d'une dette, ou du nombre de personnes en maladie longue durée, cela va de soi, mais c'est aussi valable dans la sphère financière. Quand c'est le cours du bitcoin qui caracole, il y a de quoi se poser des questions. Quand c'est la spéculation ou la peur qui pousse les prix à la hausse, il vaut mieux s'inquiéter !

### Les leçons du Bel20

Il y a des records qui n'en sont pas. C'est ce que nous venons de voir en Belgique avec l'indice boursier Bel20 qui, cet été, a enfin dépassé son niveau record d'il y a 18 ans. Son nom est explicite, mais rappelons néanmoins que cet indice est, en simplifiant, composé des 20 valeurs, pas toujours les mêmes, les plus importantes de la bourse de Bruxelles, avec des pondérations reflétant le poids relatif de chacune, lui aussi évolutif.

D'abord, 18 ans, c'est trop long pour se réjouir, et c'est bien plus long que ce qui a été observé dans les pays avoisinants. Mais, à chaque chose malheur est bon : que la piètre performance dans la durée de l'indice boursier belge rappelle la vertu de la diversification géographique, ne serait-ce qu'au niveau européen. Pour offrir une comparaison immodeste, notre fonds d'actions responsables de la zone euro, lancé en 2018, a offert, depuis lors, une progression de près de 100% !

Ajoutons deux éléments supplémentaires pour relativiser, et grandement, la pertinence du record du Bel20. Premièrement, cet indice n'est pas ajusté pour l'inflation. Un panier d'actions valant 1000 euros en 2007 et un panier d'actions valant 1000 euros en 2025, ce n'est pas la même chose. Le Bel20 a beau être revenu à son niveau de mai 2007, sa valeur réelle, en termes de pouvoir d'achat, est très largement inférieure à ce qu'elle était. En fait, le coût de la vie entre mai 2007 et aujourd'hui a augmenté en Belgique de plus de 50%. Pour simplement maintenir le pouvoir d'achat, le Bel20 aurait dû être plus de 50% plus haut que son niveau actuel ! Prenons garde à ne pas être victime de ce qui est appelé « l'illusion monétaire ».

Secondement, et cela tempère la perte de pouvoir d'achat, le Bel20 est un indice prix, qui, par opposition à un indice « return », ne tient pas compte des dividendes qui ont été distribués par les entreprises qui l'ont successivement composé. Quand une entreprise qui en fait partie distribue un dividende, le cours ex-coupon baisse et dès lors l'indice baisse.

### Record à Wall Street

Il n'y a pas qu'à propos du Bel20 que nous avons entendu parler de « record ». C'est aussi le cas aux Etats-Unis, où les investisseurs semblent n'avoir cure des incertitudes et des inquiétudes. Etat de droit malmené, déni des effets des dérèglements climatiques et de la perte de biodiversité, atteintes à la cohésion sociale, tensions géopolitiques, perte d'indépendance de la Banque centrale, politique commerciale

isolationniste – un terme à préférer à « protectionniste » –, creusement du déficit public, tout cela semble ne pas affecter les bourses. C'est comme si la peur avait disparu. D'ailleurs, l'indice VIX, surnommé « indice de la peur », est revenu à de faibles niveaux.

Bien sûr, l'économie américaine a fait montre de résilience. Bien sûr, le marché du travail résiste, avec un taux de chômage qui demeure faible et des rémunérations en hausse. Bien sûr, l'intelligence artificielle pourrait booster la productivité des entreprises. Bien sûr, les bénéficiaires des sociétés cotées sont en belle progression, au-delà de l'inflation. Bien sûr, une baisse des taux d'intérêt flatte l'investissement en actions. Toutefois, vu le contexte actuel et les niveaux de valorisation, en particulier aux Etats-Unis, avec un ratio « CAPE » aussi dit « de Shiller » qui flirte avec les deux records d'avant la crise de 1929 et d'avant la crise dite des dot.com au tournant du XXIème siècle, il y a lieu d'avoir une certaine prudence. Cela ne veut pas dire « tout vendre », mais gare à la tentation de se laisser porter par la vague.

### Records et déception

Avec des records, accessoirement à Bruxelles mais surtout à Wall Street, sachant que la bourse américaine pèse pour presque deux tiers des indices boursiers mondiaux, l'investisseur d'ici va légitimement penser que son portefeuille se devrait d'avoir bien performé et il se pourrait que le résultat effectif ne soit pas à la hauteur des attentes. Cette dissonance a une triple explication.

La première est l'effet dollar. Entre le premier janvier et le 31 août, le dollar a perdu 11.4% de sa valeur par rapport à l'euro. Sur 8 mois, l'indice mondial des actions MSCI ACWI a progressé de 14.6% en dollars, mais en euro, cela devient 1.4%. Dans un passé récent, l'appréciation du dollar avait boosté les rendements exprimés en euros, en 2025 le mouvement a été dans l'autre sens.

La deuxième est l'effet investissement responsable. Sur les huit premiers mois de 2025, l'indice mondial des actions responsables MSCI ACWI SRI accuse un retard de l'ordre de 4.5 % par rapport à l'indice MSCI ACWI. Entre 2007, début de la série statistique, et 2021, il y a eu une nette surperformance de l'investissement responsable, mais ces derniers temps le mouvement a, ici aussi, été dans l'autre sens. Les actions dites responsables se traitent aujourd'hui à des niveaux de valorisation équivalents à ceux des actions « classiques », alors qu'une prime se justifie, notamment en regard de leur moindre exposition à différents risques, environnementaux ou réglementaires.

Le troisième est l'effet taux d'intérêt à long terme. La contribution des obligations à la performance d'un portefeuille est, outre bien entendu leur poids, tributaire de deux éléments, le niveau des taux servi aux investisseurs et la variation des taux d'intérêt. Quand les taux baissent, il y a des plus-values qui sont

enregistrées et, symétriquement, quand les taux montent, ce sont des moins-values qui apparaissent. L'histoire financière récente est, jusqu'il y a peu, celle d'une baisse tendancielle des taux d'intérêt, et cela a gonflé les rendements. Aujourd'hui, la remontée des taux joue en sens opposé, et cela sur fond de taux d'intérêt modiques. La performance moyenne des obligations souveraines de la zone euro a été de 0% entre début janvier et fin août.

### **Conclusion**

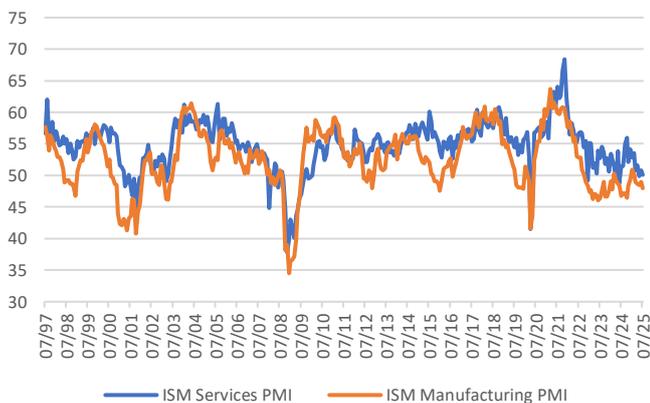
L'année 2024 avait permis d'enregistrer de très belles progressions des portefeuilles, dans les profils dynamiques comme dans les profils équilibrés. En 2025, du moins à ce jour, il en va autrement, et cela malgré la résilience de l'économie, les beaux résultats des entreprises cotées et la bonne tenue générale des bourses. Comme les facteurs qui expliquent cette dissonance sont de nature transitoire, voire réversible, il n'y a pas lieu de modifier la stratégie d'investissement.

Etienne de Callatay – [etienne.decaltay@orcadia.eu](mailto:etienne.decaltay@orcadia.eu)

## ALLOCATION & STRATEGIE

### Les attentes des sociétés américaines s'affaiblissent ...

Au cours de l'été, nous avons observé **une évolution négative des attentes des entreprises aux États-Unis** : le PMI manufacturier s'enfonce davantage sous le seuil de 50 et celui des services se situe à peine au-dessus. Les deux indiquent un **ralentissement de croissance attendu** du côté des entreprises.



Source: Bloomberg – indicateurs précurseurs des producteurs américains

### ... celles des ménages restent favorables...

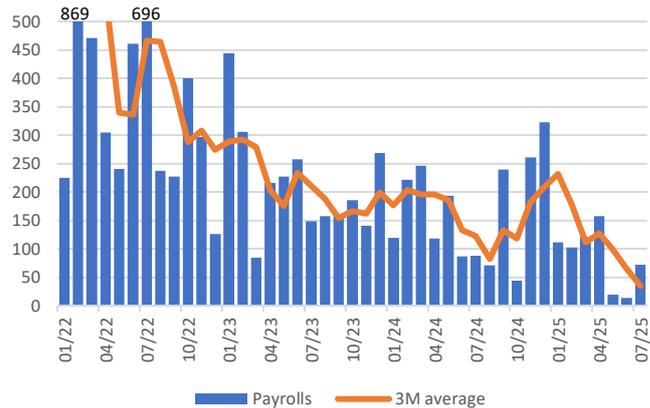
Au niveau des consommateurs, nous ne voyons pour l'instant pas de problèmes notables. **Les salaires augmentent en termes réels**, ce qui leur permet de maintenir leurs dépenses. Un autre facteur de soutien est **l'augmentation marquée du patrimoine des ménages** (d'environ 50 000 milliards de dollars depuis la pandémie) de sorte que, malgré une hausse de l'endettement, l'actif net moyen représente environ 7,5 fois le revenu. Le fameux « wealth effect » devrait ainsi soutenir la consommation. Grâce au verrouillage des taux historiquement bas de la période pré-Covid et à la hausse des revenus, les **paiements d'intérêts représentent en moyenne moins de 10 % du revenu disponible**, un niveau historiquement bas. Le taux de **chômage reste très faible**, autour de 4,2 %, tandis que le **taux de participation au marché du travail est historiquement élevé**.

Le fait que la situation soit en moyenne positive ne signifie pas que tout le monde en bénéficie. **Le quart le plus pauvre de la population éprouve déjà des difficultés et risque** en outre de **payer un prix disproportionné pour la Big Beautiful Bill**, qui entraînera entre autres la perte de leur assurance santé dans les prochaines années, ainsi que pour la hausse des prix à l'importation. **Les classes moyennes et supérieures**, en revanche, **continuent de bien se porter** et, étant donné qu'elles représentent la majeure partie des dépenses de consommation, les difficultés des électeurs précarisés « MAGA » sont – très cyniquement – peu pertinentes.

Tous ces éléments réunis rendent **improbable un fort ralentissement de la croissance**. Cette idée a été confirmée par les commentaires positifs de JP Morgan et Citigroup sur la vigueur du consommateur américain lors de la présentation de leurs résultats du 2<sup>e</sup> trimestre.

### ... malgré une création d'emplois plutôt faible

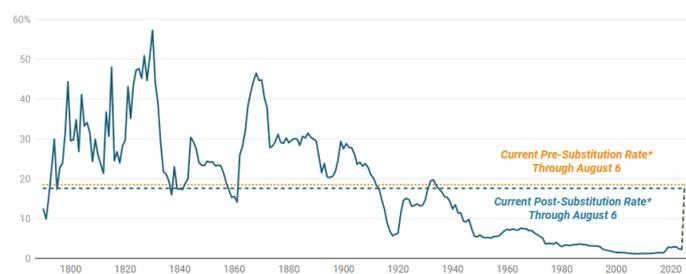
Les **révisions à la baisse de la création d'emplois** publiées pendant l'été constituent toutefois **les premières fissures dans ce scénario positif**. La révision de 258 000 emplois fait qu'en mai et juin, contrairement aux surprises positives lors de la publication initiale, de nouveaux emplois ont à peine été créés. Bien qu'une partie significative puisse être attribuée à une baisse des recrutements dans le secteur public, cela a suffi à Trump pour limoger la – généralement considérée comme très compétente – directrice du Bureau of Labor Statistics, l'accusant de manipuler les chiffres.



Source: Bloomberg – création d'emplois aux Etats-Unis

### Les accords commerciaux font monter les droits de douane...

Pendant l'été, les États-Unis ont conclu **plusieurs accords commerciaux** dans le cadre des soi-disant tarifs réciproques. Les principaux ont été conclus avec la Corée, le Japon et l'Union européenne, avec des droits de douane fixés à 15 %. En conséquence, **le tarif moyen américain atteint désormais 18,6 %**, contre seulement 2,4 % en début d'année. **C'est le niveau le plus élevé de l'après-guerre**.



Source: Yale budget lab – droits de douane américains

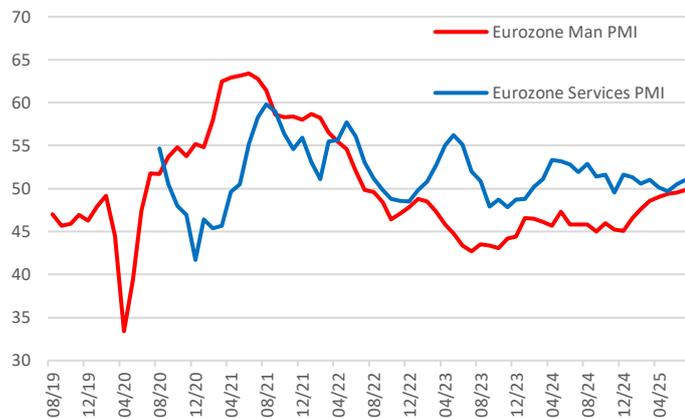
### ... avec un premier impact sur l'inflation

En supposant – ce qui est très probable – que la majeure partie de ce coût soit répercutée sur le consommateur, cela représente **un choc inflationniste d'environ 1,8 %**. **Les premiers signes apparaissent déjà**, avec une inflation qui repart à la hausse. Le délai observé jusque-là s'explique probablement par l'écoulement progressif des stocks massivement accumulés au 1<sup>er</sup> trimestre en prévision du « liberation day ». L'incertitude sur la pérennité de ces tarifs a récemment augmenté après qu'une cour d'appel a jugé ces droits de douane « généraux » (non sectoriels) illégaux. La décision finale reviendra à la Cour suprême – sauf dans l'improbable cas où Trump renoncerait à la bataille.

La **probabilité** que ces tarifs entraînent une **spirale inflationniste auto-entretenu** semble avoir diminué pendant l'été. Le marché du travail n'est en effet plus en surchauffe, ce qui réduit le risque d'une spirale prix-salaires. L'envers de la médaille est que l'inflation causée par les tarifs pèsent sur la croissance réelle des revenus des ménages, ce qui pourrait freiner la consommation. **La probabilité d'une baisse des taux par la FED augmente donc nettement.**

*En Europe l'image économique s'améliore...*

En Europe, la confiance des producteurs s'améliore.



Source: Bloomberg – indicateur précurseur des producteurs européens

La **confiance des consommateurs évolue également positivement**. La hausse réelle des salaires et la situation globalement favorable du marché du travail, combinées à la baisse des taux d'intérêt, devraient inciter les ménages européens à revenir au taux d'épargne pré-Covid, voire à un niveau inférieur. **S'y ajoute une forte augmentation du stimulus budgétaire en Allemagne** : le déficit public devrait passer de 1,2 % du PIB (53 milliards €) en 2024 à environ 3,7 % du PIB (± 180 milliards €) en 2026.

*... et une diminution de l'inflation est attendu*

L'appréciation de l'euro, combinée à la baisse des prix du pétrole, fait que **l'inflation en Europe n'est plus un problème**. **Au contraire** : la BCE prévoit que l'inflation tombera en 2026 à 1,6 %, sous l'objectif de 2 %. Cela donnera à la banque centrale la possibilité de réduire ses taux si l'économie européenne le nécessite.

*La pression sur la FED augmente...*

Les baisses d'impôts – principalement au bénéfice des plus riches – incluses dans la Big Beautiful Bill porteront le déficit budgétaire à environ 7 % du PIB. Plus de la moitié correspond à des paiements d'intérêts, un chiffre qui ne fera qu'augmenter dans les prochaines années. Cela explique pourquoi Trump exerce une telle pression sur la FED pour qu'elle réduise ses taux. **Cette pression sur l'indépendance de la banque centrale américaine s'est récemment intensifiée**. Après la démission anticipée d'un gouverneur, Trump a nommé un allié (Miran) et a limogé une autre gouverneure sur la base d'accusations vagues de faute grave. Celle-ci conteste son licenciement en justice, mais si elle perd, Trump contrôlerait 4 des 7 gouverneurs. Cela ne suffirait pas en soi, car 5 des 11 présidents des banques régionales de la FED disposent également d'un droit de vote (par rotation). Leurs mandats de 5 ans devront être renouvelés début de l'an prochain. Bien qu'ils ne soient pas nommés par les gouverneurs, leur nomination doit être

approuvée par ces derniers. En résumé, **il est possible qu'au début de l'an prochain, Trump ait suffisamment d'alliés à la FED, ce qui signifierait la fin de son indépendance si les gouverneurs se plient effectivement à ses volontés.**

*... sans réaction des marchés financiers*

La grande question est de savoir pourquoi les marchés réagissent si calmement à ces nouvelles politiques plutôt inquiétantes. **Nous voyons deux explications possibles. La première est que le marché juge improbable que Trump obtienne gain de cause**. La gouverneure limogée conteste son licenciement et la Cour suprême (où le bras de fer juridique aboutira probablement) a déjà souligné par le passé l'importance de l'indépendance de la banque centrale. De plus, chaque gouverneur nommé doit être confirmé par le Sénat, où une large majorité soutient également l'indépendance de la FED. **Une autre explication possible est que les marchés font preuve de myopie**. Si Trump obtenait gain de cause et que la FED baissait agressivement ses taux, cela stimulerait l'économie au détriment d'une inflation future. Une économie en croissance soutient les bénéfices et donc les marchés actions. L'inflation ferait normalement grimper les taux, ce qui nuit aux marchés obligataires. Mais une FED non indépendante pourrait contrer cette hausse en rachetant massivement des obligations, comme pendant la pandémie – au prix d'une inflation future accrue. La victime directe serait le dollar, qui se déprécierait, ce qui est d'ailleurs l'un des objectifs de l'administration Trump. Étant donné que le dollar reste historiquement cher malgré son recul depuis le début de l'année, **il peut être judicieux, dans un portefeuille à faible ou moyen risque, de couvrir partiellement cette exposition au dollar via des positions courtes.**

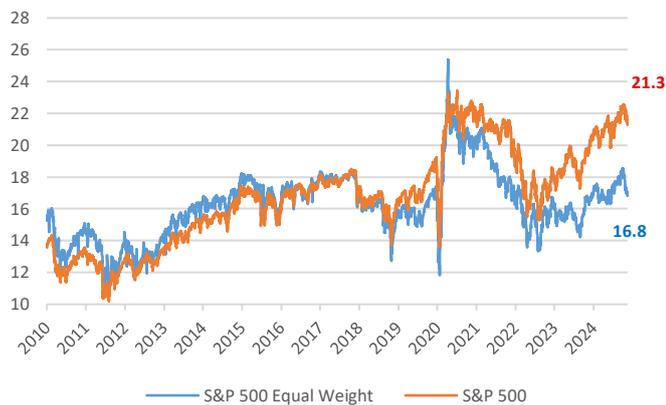


Source: St Louis FED – évolution du dollar (pondéré par rapport aux partenaires commerciaux) en termes réels

*Le marché américain est revenu cher...*

Avec la hausse des marchés, **les valorisations augmentent de nouveau** dans toutes les régions, en particulier aux États-Unis, et ce malgré des résultats meilleurs que prévu (et même nettement meilleurs aux États-Unis) au 2<sup>e</sup> trimestre. Comme souligné par le passé, **la valorisation de l'indice américain s'explique en grande partie par celle des « méga-caps »**. Nous préconisons deux choses : premièrement, une **sous-pondération des États-Unis** par rapport à leur poids normatif, et deuxièmement, une **allocation significative vers une approche « equal weight »**, où toutes les entreprises ont le même poids plutôt qu'une pondération basée sur leur

capitalisation boursière. Bien que pas bon marché, ces valorisations y sont plus acceptables.



Source: Bloomberg – P/E equal weight par rapport au S&P 500

... mais celle de l'Europe reste acceptable

**Les actions européennes**, dont la valorisation est désormais légèrement au-dessus de la moyenne, **pourraient être modestement surpondérées** étant donné que les perspectives s'améliorent lentement. Globalement, nous recommandons une légère sous-pondération des actions dans les portefeuilles.

*L'augmentation des taux en France peut créer des opportunités*

L'élargissement du spread des **obligations d'État françaises**, en raison des tensions politiques croissantes, **peut constituer une opportunité une fois les sommets de l'an passé atteints**. À condition toutefois que leur part dans le portefeuille ne soit pas déjà trop élevée – une diversification suffisante reste essentielle. Comparé à l'Italie, la France nous semble malgré ses difficultés une option toujours préférable.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto:gunter.vanrossem@orcadia.eu)

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.