



# Lettre de rentrée

*Découvrez nos convictions pour la rentrée 2025*

---

**Achevée de rédiger  
le 29 / 08 / 2025**

**LA FRANÇAISE**  
Crédit Mutuel Alliance Fédérale

## Introduction



François Rimeu

Stratégiste Sénior,  
Crédit Mutuel  
Asset Management

## Aux États-Unis, les indicateurs avancés pointent un risque inflationniste important

”

La politique s'impose comme le thème central de cette rentrée, tant aux États-Unis qu'en Europe et en France.

Dans l'hexagone, le scénario actuel rappelle fortement celui de la fin 2024, marqué par la chute du gouvernement Barnier. Le résultat devrait être similaire avec un nouveau gouvernement qui optera probablement pour une politique d'économie moins ambitieuse que prévu et donc un pays qui sera toujours confronté à un fort déficit, une croissance faible et une instabilité politique. Difficile d'être très positif dans ce contexte même si les anticipations actuelles nous semblent déjà refléter une possible dégradation de la note souveraine. Nous étions prudents sur les actifs français auparavant, nous le restons mais sans virer au catastrophisme, une démission d'Emmanuel Macron ou une nouvelle dissolution nous paraissent peu probable à ce stade.

Aux États-Unis tout semble aujourd'hui être de nature politique entre guerre tarifaire, nomination Fed ou tentatives de négocier un accord de paix avec la Russie. Difficile d'avoir beaucoup de certitudes mais finalement, là encore, pas mal de similitudes avec la situation de la rentrée 2024. En septembre dernier, nous écrivions que les attentes en termes de baisses de taux de la Fed nous semblaient exagérées en raison de la bonne santé de l'économie américaine et ce malgré les risques sur le marché de l'emploi. C'est encore le cas cette année avec des chiffres d'activité plutôt rassurants, une consommation qui tient et qui devrait continuer à tenir et, en sus, un risque inflationniste important. Les indicateurs convergent vers une hausse des prix, accentuée par les droits de douane, dont le coût sera largement répercuté sur le consommateur final.

La zone Euro affiche également une amélioration progressive, avec une croissance révisée à la hausse et une sortie de la récession manufacturière. L'Allemagne, moteur économique de la région, bénéficie de plans de relance massifs qui devraient soutenir la dynamique dans les trimestres à venir. La baisse des prix de l'énergie (pétrole et gaz) constitue un autre facteur favorable, tant pour l'activité que pour la maîtrise de l'inflation. Dans ce contexte, la BCE devrait maintenir une posture attentiste. Enfin, tout progrès diplomatique entre la Russie et l'Ukraine, tel qu'un cessez-le-feu, représenterait un catalyseur supplémentaire pour la stabilité régionale.

### Indice ISM services - Prix payés vs. Indice des prix à la consommation : Le risque inflationniste aux États-Unis



Dans un monde toujours dominé par des déficits budgétaires massifs dans les principales économies développées, nous estimons que l'environnement reste globalement favorable aux actifs risqués à moyen terme et ce malgré des valorisations historiquement peu attractives pour certains segments de marché. Ce cadre macroéconomique soutient également la poursuite des pentifications des courbes de taux alors que le dollar devrait lui rester sous pression.

Sources : Crédit  
Mutuel Asset  
Management,  
Bloomberg. Données  
au 29/08/2025

## Taux - Investment Grade

Aux Etats-Unis, la forte révision baissière des chiffres de création d'emplois pour les derniers mois a engendré **une accélération des anticipations de baisses de taux de la Fed** pour limiter la dégradation du marché de l'emploi. Néanmoins, malgré des chiffres d'inflation bénins pour juillet, la récente hausse des prix à la production est venue rappeler **les risques haussiers qui pèsent sur l'inflation américaine en raison de la guerre commerciale**. Les taux souverains à 2 ans (3,63 %) et 10 ans (4,22 %) devraient continuer d'évoluer dans un latéral, autour des niveaux actuels

En zone Euro, avec **une inflation maîtrisée**, proche de la cible de la BCE de 2 % et **des risques baissiers sur la croissance liés à la guerre commerciale**, le marché hésite entre la poursuite du *statu quo* tel qu'annoncé en juin ou une dernière baisse des taux d'ici la fin de l'année. Le taux 10 ans allemand (2,70 %) conserve dès lors **un potentiel baissier** tandis que les primes de risque entre pays souverains enfoncent des points bas : BTP-Bund à 85 bp (contre 115 en janvier) du fait **d'une bonne amélioration des fondamentaux en Italie** couplée à une forte demande de recherche de rendement des investisseurs. En revanche **la prime de risque OAT-Bund reste à 79 bp**, certes en-deçà des pics de 90 bp (2024) mais elle reste sous pression avec une potentielle résurgence du risque politique à la rentrée.

Sur le crédit Investment Grade (IG), bien que marqué par des tensions géopolitiques et sectorielles, **les spreads de crédit ont continué d'enfoncer des niveaux les plus bas** (IG euro à 86 bp et IG US à 78 bp). **Les facteurs techniques de soutien à la classe d'actifs restent prédominants** (collecte continue sur les fonds IG en euro, baisse des taux monétaires, etc.) avec **l'absence d'émissions pendant cet été**.

### FACTEURS POSITIFS



**L'inflation devrait continuer de se stabiliser** vers 2 % en zone Euro. Dans ce contexte, la BCE devrait poursuivre sa politique de *statu quo*.



La poursuite d'une **dynamique de croissance positive pour les pays périphériques**, en particulier l'Irlande, l'Espagne, le Portugal.



**La demande sur le marché du crédit IG européen restera élevée** (41 milliards d'euros de flux positifs en 2024) et concentrée sur les fonds IG classiques et les stratégies à échéance. Aux Etats-Unis, des taux élevés soutiendront la demande pour le crédit IG.



**La politique monétaire plus restrictive de la Fed** ne devrait avoir qu'un impact marginal sur la BCE, dont les prises de décision se font en fonction des conditions économiques propres à la zone euro.



**L'impact des politiques tarifaires ainsi que le potentiel à générer des pressions inflationnistes** seront scrutés par les banquiers centraux et les investisseurs.



**L'offre d'obligations** sera clé notamment pour 2026 avec des émissions massives attendues en particulier en Allemagne suite aux réformes du frein de la dette.

### POSITIONNEMENT \* \* \* \* \*

Nous avons adopté depuis le début de l'été une position neutre à légèrement positive en sensibilité, **privilégiant la zone cœur de la courbe**. Nous sommes surpondérés sur l'Allemagne, neutres sur l'Italie et l'Espagne et sous-pondérés sur la France compte tenu des risques politiques.

Sur le crédit IG, nous restons prudents sur les risques d'un écartement des primes de risque compte tenu des niveaux extrêmement serrés atteints au cours de l'été 2025 et du retour d'émissions importantes à partir de septembre. En l'absence de chocs, **le portage devrait néanmoins rester le principal moteur de performance**. Nous favorisons la qualité, les secteurs défensifs, les formats seniors et la partie médiane de la courbe (jusqu'à 7-8 ans), maximisant le « *roll down return* » pour un bêta modéré. **Compte tenu des valorisations et du contexte macroéconomique, nous adoptons une préférence plus équilibrée vers les corporates par rapport aux financières**.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 29/08/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Haut Rendement

Le marché du High Yield, à l'instar des autres actifs risqués, demeure soutenu par des facteurs techniques estimés favorables, notamment des flux entrants significatifs, ainsi qu'un environnement macroéconomique globalement porteur.

Les fondamentaux solides des entreprises et leur capacité à se refinancer aisément sur les marchés contribuent à contenir la progression des taux de défaut.

Bien que les primes de risque se situent actuellement à des niveaux historiquement bas entre le 5<sup>ème</sup> et le 10<sup>ème</sup> percentile selon les différentes zones géographiques le portage demeure attractif et devrait rester le principal moteur de performance de cette classe d'actifs.

En l'absence de scénario récessif à court ou moyen terme, nous anticipons une potentielle stabilité des spreads de crédit, évoluant dans une fourchette de 300 à 350 points de base d'ici la fin de l'année. Concernant les taux de défaut, nous prévoyons une baisse en Europe (entre 2,5 % et 3,5 %), portée par un effet de base favorable. À l'inverse, une légère hausse est attendue aux États-Unis (entre 3 % et 4,5 %), en raison d'un effet de base moins favorable et de l'impact négatif des mesures tarifaires sur certains secteurs.

Enfin, s'agissant des marchés émergents, nous estimons que les primes de risque actuelles ne reflètent pas les fondamentaux des entreprises locales, mais traduisent plutôt un positionnement spéculatif de certains investisseurs, fondé sur l'hypothèse d'une baisse marquée des taux directeurs américains : une hypothèse qui reste à ce jour incertaine.

### FACTEURS POSITIFS



Le contexte macroéconomique reste favorable, tandis que les fondamentaux des sociétés High Yield demeurent solides : levier stable, bonne liquidité et faibles besoins de refinancement.



Les flux entrants restent soutenus dans un environnement d'émissions nettes limitées, traduisant une demande supérieure à l'offre.



La qualité du gisement s'est renforcée ces dernières années avec une réduction notable de la durée tant aux États-Unis qu'en Europe, ainsi qu'une amélioration de la structure des émissions, marquée par une part croissante de dette sécurisée. Cette évolution vise à contribuer à améliorer les taux de recouvrement et à limiter les pertes potentielles pour les investisseurs.

### POINTS D'ATTENTION



Certains secteurs, tels que l'automobile, la chimie et la consommation discrétionnaire, pourraient être significativement pénalisés par l'instauration de nouveaux tarifs douaniers.



Par ailleurs, le positionnement du marché demeure particulièrement agressif sur certaines zones géographiques et segments sectoriels, ce qui accroît les risques de volatilité.



La Réserve fédérale, sous pression politique pour assouplir sa politique monétaire, doit composer avec un regain de tensions inflationnistes lié aux mesures tarifaires, dans un contexte de forte incertitude sur sa trajectoire et privant les marchés de visibilité.

### POSITIONNEMENT \*\*\* \*\*

Malgré des primes de risque historiquement faibles, la dynamique du marché High Yield devrait se prolonger dans les mois à venir.

Des épisodes de volatilité sont envisageables à la rentrée, en lien avec la publication des indicateurs macroéconomiques américains (inflation, emploi) et une saisonnalité défavorable en septembre, liée à la reprise du marché primaire. Ces phases de tension pourraient offrir des opportunités d'investissement à des niveaux d'entrée attractifs.

Nous maintenons notre préférence pour la maturité intermédiaire (3 à 5 ans), inchangée depuis le début de l'année. Nous conservons une approche prudente vis-à-vis des secteurs exposés aux tensions douanières. Par ailleurs, nous continuons de privilégier le segment High Yield européen par rapport à son équivalent américain, en raison de conditions de valorisation plus attractives et de facteurs techniques plus favorables. Enfin, nous restons à l'écart du crédit HY émergent.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 29/08/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Dettes Subordonnées

Les craintes macroéconomiques ou géopolitiques n'effraient guère les marchés de crédit, et **les segments « High Beta » tels que les dettes subordonnées ont pu s'apprécier de manière continue** depuis le « Liberation Day » d'avril, s'octroyant entre +3,3% et +6,0% depuis le début de l'année selon les segments. C'est le résultat conjugué du **portage élevé** de la classe d'actifs et **d'une réduction significative des spreads de crédit**. Les spreads des AT1 CoCos € sont par exemple passés de 449 bp le 9 avril 2025 à 289 bp le 28 août, oscillant autour de leur niveau le plus faible depuis janvier 2018.

Ces niveaux de cherté relative reflètent à la fois **un effet de compression entre les segments de dettes subordonnées** (les segments les plus risqués traitant de manière serrée d'un point de vue historique face aux gisements moins risqués, comme par exemple AT1 vs. Tier 2 bancaires), mais aussi **d'une compression au sein des gisements entre des émetteurs plus risqués** (par exemple des institutions financières issues de pays anciennement considérés comme périphériques) et des émetteurs disposant de meilleures notations ou fondamentaux. Nous notons toutefois que **les fondamentaux sur le secteur bancaire européen sont excellents** (hormis quelques banques allemandes et autrichiennes), en témoigne la très bonne tenue des résultats semestriels dans leur ensemble.

L'appétit pour le crédit « High Beta » ne semble pas se tarir pour l'heure, et les dettes subordonnées offrent toujours de la valeur pour leur portage, mais **nous préférons des titres plus défensifs** (cf. *infra*) et nous nous **tenons de plus en plus à l'écart du marché primaire, qui n'offre que peu d'intérêt sur les niveaux actuels** et la demande importante qui déforme parfois les *pricings* finaux.

### FACTEURS POSITIFS



Les résultats financiers des institutions financières européennes sont **d'excellente tenue**, en témoigne le parcours boursier des valeurs bancaires. **Il n'existe plus de banques dite « périphériques ».**



**La demande** des investisseurs pour les dettes subordonnées est **optimale**, le tout dans un marché primaire de refinancement uniquement ou presque, tandis que les titres sont **remboursés à leur première échéance** dans la quasi-totalité des cas.



**Les courbes de rendement sont davantage accentuées**, à la fois du fait d'une pente des taux plus favorable, mais aussi de la compression des titres à dates de calls de moins de 3 ans. **Les gisements 3-7 ans recèlent de la valeur.**

### POINTS D'ATTENTION



Certaines **tentatives récentes** (en passe de réussir ou non) **de M&A** sur le secteur financier européen, et notamment en Italie, nous **interroge** sur sa pertinence, et sur **un retour de l'hubris qui prévalait avant la crise de 2007-2008.**



La compression des spreads entre segments et au sein des segments laisse **peu de place à davantage de resserrement** significatif désormais.



Plus spécifiquement sur les AT1 CoCos, nous observons une **corrélation élevée avec le marché actions américain**, ce qui est un facteur de risque (ou d'opportunité) exogène à la classe d'actifs.

### POSITIONNEMENT \* \* \* \* \*

Les dettes subordonnées sont victimes de leur succès, et leur **portage significatif** conforte leur aspect diversifiant du High Yield Corporate, le tout en étant **moins exposées** en première ligne face **aux menaces de barrières douanières**. Nous estimons **que les niveaux de spreads peuvent se maintenir** dans un corridor équivalent à celui de ces **deux derniers mois**, du fait d'une **demande robuste** pour les marchés de crédit et de **perspectives convenables** sur les marchés actions.

Nous privilégions les AT1 CoCos € à **reset spreads** élevé (i.e. avec une probabilité de call intrinsèque plus forte), car elles traitent à des niveaux souvent comparables à des titres à **resets** plus faibles. Nous préférons les AT1€ aux AT1\$ **en raison de spreads supérieurs et d'une couverture de change onéreuse**. Nous privilégions les T2 d'assurance aux AT1, jugeant ces dernières **très chères en relatif**.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 29/08/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Expertise Alternative

### Savoir tirer parti des périodes de volatilité

Les huit premiers mois de 2025 ont été marqués par un environnement macroéconomique des plus contrastés, où **la volatilité aura été source d'opportunités**. Après un début d'année favorable, porté par un appétit retrouvé pour le risque, la période autour du « Liberation Day » a constitué un moment clé. L'annonce des surtaxes douanières américaines en avril a provoqué une réaction vive sur les marchés, **générant des points d'entrée intéressants pour les stratégies d'arbitrage**, principalement sur le segment du crédit. Le moratoire temporaire qui s'en est suivi a entraîné **un retour progressif des flux vers les actifs alternatifs** et une certaine normalisation des spreads de crédit, permettant de générer des gains intéressants.

Cependant, **le risque d'impact sur la croissance et l'inflation** lié aux mesures tarifaires reste élevé et s'ajoute aux incertitudes géopolitiques persistantes, notamment au Moyen-Orient et en mer de Chine. Malgré les **premiers signes d'assouplissement en Europe**, les politiques monétaires demeurent globalement restrictives, limitant la visibilité sur le cycle. Ce contexte continue de générer de la volatilité et des écarts de valorisation, en particulier sur le crédit. Dans cet environnement, **la gestion alternative bénéficie d'un terrain favorable pour intervenir rapidement, capter des opportunités ponctuelles et renforcer le potentiel de performance des portefeuilles**.

#### FACTEURS POSITIFS



Volatilité générée par les incertitudes macroéconomiques et géopolitiques, **créant un terrain fertile pour les stratégies d'arbitrage**.



**Reprise progressive de l'activité M&A**, offrant des opportunités sur les titres d'émetteurs impliqués, via le différentiel entre prix de marché et prix de l'offre annoncée.



**Intérêt renouvelé pour les actifs alternatifs de qualité**, tels que les ABS européens et les obligations convertibles, qui apportent **diversification et convexité dans un environnement incertain**.

#### POINTS D'ATTENTION



Spreads de crédit sur des niveaux bas, **limitant le potentiel de convergence mais qui rend la situation favorable aux approches de portage actif et d'arbitrage**.



**Incertitudes sur le calendrier des baisses de taux**, notamment du côté américain, mais contexte propice aux stratégies sur les courbes de taux.



**Risque d'illiquidité ponctuelle en cas de stress de marché**, appelant à une gestion rigoureuse des expositions et à une sélection plus fine.

#### POSITIONNEMENT \*\*\*\*\*

Nous abordons la rentrée avec conviction, dans un environnement qui soutient pleinement nos stratégies alternatives. Sur le crédit, nous restons positionnés sur le segment 1-3 ans, **qui continue d'offrir un portage intéressant tout en limitant l'exposition aux mouvements de marché**. La titrisation reste une source de valeur, notamment à travers les tranches seniors européennes, adossées à du collatéral de qualité et offrant un profil rendement/risque attractif. **Enfin, le redémarrage de l'activité M&A génère des opportunités ciblées**, notamment sur le segment des Small caps, avec des différentiels à capter après annonces des opérations.

**Avec un marché primaire attendu en nette reprise pour cette rentrée de septembre et malgré un contexte macroéconomique encore fragmenté, nous privilégions une gestion active, sélective et opportuniste, capable de saisir des moteurs de performance différenciants.**

Sources : Groupe La Française. Données au 29/08/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Grandes capitalisations

Après un épisode de forte volatilité au printemps lié à l'annonce des tarifs, les marchés sont le théâtre d'un rebond plutôt spectaculaire.

En Europe, les actions ont surperformé les valeurs américaines, incarnant une dynamique de « revanche » géographique. L'Asie et certains pays émergents ne sont pas en reste.

Alors que le « *Liberation Day* » a provoqué des pertes historiques : - 10 % et 11 % de baisse pour le S&P 500 et le Nasdaq, **la signature des premiers accords commerciaux a permis un rebond rapide** à partir du 9 avril. Les indices américains retournent en territoire positif dès mi-mai, **portés par les 7 Magnifiques (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Amazon)**.

À fin août, **les marchés européens ont poursuivi leur hausse** (Euro Stoxx® 600 + 8 %, le DAX +15 %), portés pour une large partie par l'appréciation de l'euro, l'annonce du plan allemand et les perspectives de baisse de taux.

Les marchés émergents s'apprécient eux de 19,6 % en dollar (indice MSCI EM, dividendes nets réinvestis) **bénéficiant de flux positifs et d'un rebond structurel** favorisés par la croissance de l'Asie.

Même si l'élan des marchés européens et émergents reste vigoureux, **plusieurs fragilités tempèrent notre optimisme** : pression sur les bénéficiaires européens (change et demande mondiale attendiste), du fait d'un euro fort, risques géopolitiques.

### FACTEURS POSITIFS



**Assouplissements monétaires progressifs** : plusieurs banques centrales ont commencé à baisser les taux, soutenant la liquidité et les valorisations. La Fed est attendue.



**Rotation géographique et sectorielle** plutôt favorable à l'Europe et aux émergents.



**Dynamique de l'IA** portée par la hausse des capex dévoués au Cloud (+60 % en 2024 450 Mds \$, +16 % en 2026 à 550 Mds \$).



Avancée sur le front de la **législation américaine** sur le solaire permettant **un regain d'intérêt sur la thématique du climat**.



Tensions commerciales persistantes.



Crainte de ralentissement au 2<sup>nd</sup> semestre : plusieurs indicateurs avancés pointent vers un **essoufflement de l'activité en Europe** et en Asie d'ici la fin de l'année.



Quid d'un **ajustement de la politique monétaire américaine** très attendu alors même que le passage de leadership à la tête de la Fed reste marqué par le sceau du politique.



**Risque politique en France.**

### POSITIONNEMENT \*\*\* \*\*

Depuis le début de l'année, les indices européens réalisent une année exceptionnelle, **dominée par une combinaison favorable de rotation géographique**, de dynamique macroéconomique interne et de valorisations plus raisonnables. Les Etats-Unis restent porteurs en dépit de l'affaiblissement du dollar (-11 % face à l'euro) et des tarifs. La prolongation des baisses d'impôts et assouplissement monétaire viendront renforcer la dynamique. La fin d'année **pourrait être marquée par une rotation vers des segment plus défensifs**.

**La rentrée 2025 marque un tournant stratégique. La diversification géographique et sectorielle redevient essentielle dans un environnement macroéconomique en pleine mutation.**

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 29/08/2025

\*Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Petites & Moyennes Capitalisations

Le premier semestre de l'année a vu le **rebond des sociétés Micro, Small, et Mid caps** malgré un environnement incertain et perturbé par les annonces du Président Trump. **La remise en question des accords commerciaux internationaux avec la mise en place de droits de douane a été le sujet d'inquiétude des premiers mois jusqu'au « Liberation Day »** qui a cristallisé toutes ces craintes.

Le sentiment des investisseurs a rapidement évolué par la suite avec une **dépréciation du dollar** et une **rotation vers les valeurs européennes, en particulier les plus petites capitalisations** davantage tournées vers les marchés locaux et donc moins dépendantes des exportations (en moyenne, plus de 60% d'exposition à l'Europe contre environ 40% pour les groupes de grande taille).

Alors que les inquiétudes grandissaient sur l'économie américaine (impact des mesures protectionnistes sur la croissance et le retour éventuel de l'inflation), **l'Europe a bénéficié d'une politique monétaire plus accommodante couplée au plan de relance allemand dont les effets devraient se faire sentir sur la deuxième partie de l'année.**

Dans ce contexte, **la surperformance des petites valeurs** (MSCI Europe Small cap ex UK NR à +16,2% en YTD au 28 août 2025) **s'est faite via les secteurs domestiques** comme la banque ou encore les services aux collectivités. A l'inverse les secteurs de la consommation, de la santé ou encore des technologies ont souffert d'une conjoncture internationale en demi-teinte.

### FACTEURS POSITIFS



**Les valorisations historiquement basses** en absolu, comme en relatif du reste du marché, constituent un levier estimé majeur pour une surperformance à moyen terme des petites valeurs.



**La reprise économique européenne potentiellement boostée par le plan allemand** dont les premiers effets visibles devraient arriver à la fin du 2<sup>ème</sup> semestre et permettraient aux petites valeurs plus cycliques de retrouver de l'attrait.



**La politique protectionniste américaine vis-à-vis de ses partenaires commerciaux** favorise un dollar faible, aidant à court terme les valeurs domestiques.

### POINTS D'ATTENTION



**Les tensions géopolitiques mondiales** pourraient retarder le retour des flux vers les actifs risqués, dont font partie les petites valeurs.



Les petites valeurs, notamment les Micro caps françaises, ont fortement progressé au 1<sup>er</sup> semestre. **Le durcissement du climat politique français à partir de septembre** pourrait peser à court terme et entraîner des prises de profits.



**Les attentes de croissance des résultats des Small caps** sont encore élevées par rapport aux grandes valeurs pour 2025/26. Une révision à la baisse pourrait peser à court terme sur ce segment.

### POSITIONNEMENT \*\*\*\*\*

**Biais prudemment optimiste.** Les mois d'août-octobre sont historiquement des mois compliqués pour les petites valeurs et une prise de profits n'est pas à exclure après les bonnes performances YTD. Une nouvelle dynamique européenne, tirée notamment par le plan allemand en octobre pourrait être un facteur déterminant pour un retour des flux en fin d'année, en anticipation d'une année 2026 plus favorable. Si l'amélioration du contexte macro et monétaire se confirme, le potentiel de revalorisation des Small caps pourrait être significatif compte tenu de leur retard accumulé. Les publications semestrielles semblent confirmer ce sentiment et nous permettent d'espérer une deuxième moitié d'année dans l'ensemble potentiellement positive pour les valeurs intermédiaires européennes.

**La sélection reste au cœur de notre approche, privilégiant les sociétés de croissance à bilans solides, disposant d'un avantage compétitif estimé clair et d'une bonne visibilité sur leur activité.**

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 29/08/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Impacts des tarifs douaniers et de l'environnement politique sur la transformation durable des entreprises

Dans un contexte mondial marqué par des tensions économiques et climatiques, les droits de douane redeviennent un véritable outil politique stratégique. Les entreprises européennes présentes aux États-Unis sont **confrontées à un paradoxe** : elles doivent **intensifier leurs efforts de décarbonation en Europe**, mais sont **peu incitées à faire de même aux États-Unis**. La relocalisation de certaines activités apparaît comme une solution cohérente, permettant d'améliorer la logistique et de réduire les émissions. Toutefois, **les gains faciles ont déjà été réalisés**. Déplacer les sites de production ou se détacher de partenaires géopolitiquement éloignés est souvent long et coûteux.

Les dernières publications de résultats montrent des **effets variés des barrières tarifaires**, souvent **difficiles à identifier et très hétérogènes** selon le secteur. La réponse la plus fréquente des entreprises à court terme est **une hausse des prix pour protéger leurs marges**, ce qui entraîne une pression sur les volumes. À plus long terme, les dynamiques de relocalisation des activités et de souveraineté et compétitivité industrielle vont toucher également les secteurs moins impactés au premier abord.

### FACTEURS POSITIFS



Les épisodes caniculaires et la **hausse des coûts climatiques** en 2025 renforcent les **besoins d'investissements** dans les infrastructures et solutions d'adaptation.



Les **forces de rappel liées à la transition énergétique** sont nombreuses. Elles découlent du **manque de capacité face à la croissance rapide de la demande d'électricité** pour l'industrie, le refroidissement, la mobilité électrique, les centres de données et l'IA.



Le **revirement américain** sur la transition n'a **qu'une influence mesurée sur les tendances de fond, tirées par la Chine** : en 2025, 85 % de la hausse de la demande électrique vient de la Chine et des économies en développement. **La demande mondiale progresse de 3,3% par an, couverte à 90% par le solaire et l'éolien.**



Les **véhicules électriques et hybrides** devraient représenter 25% des ventes mondiales en 2025, avec **une domination chinoise (55% du marché)**

### POINTS D'ATTENTION



Les effets indirects de certains tarifs risquent de **compromettre les efforts européens de simplification** visant la **compétitivité et la souveraineté industrielle**.



Par exemple, l'asymétrie des droits de douane entre l'aluminium primaire et la ferraille pourrait **favoriser l'export de cette dernière au détriment de produits à plus forte valeur ajoutée**, menaçant l'approvisionnement européen, la filière de recyclage, et la transition bas carbone.



Au-delà des surcoûts, comme ceux ressentis par l'automobile au S1 2025, ce sont surtout **les changements de priorités politiques qui influencent la demande et les émissions sur les marchés liés à la transition durable**.



En effet, la réduction des flux d'échanges recherchée aux États-Unis n'est **pas susceptible de réduire les émissions liées au fret** si la politique « drill baby drill » de renverser le mix énergétique américain se réalise.

### POSITIONNEMENT \*\*\* \*\*

Même si conjuguées à l'évolution des priorités politiques, **les barrières tarifaires risquent de ralentir la transition vers une économie bas carbone** dans certaines régions, elles ne semblent pas suffisantes à elles seules pour l'entraver plus globalement devant les forces de rappel en place.

L'enjeu actuel pour les entreprises n'est pas tant de survivre aux disruptions économiques à court terme mais **de savoir naviguer dans cet environnement sans perdre de vue les tendances de fonds qui structureront leur pérennité dans le monde d'après**.

**Au sein de chaque secteur, nous nous intéressons aux entreprises qui pensent la résilience à l'environnement économique actuel comme une opportunité pour intégrer les besoins d'adaptation long terme, nécessaires et immuables, qui transformeront leur modèle d'affaires.**

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 29/08/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Conclusion



**Jean-Louis DELHAY**

CIO – Crédit Mutuel  
Asset Management

**Les principaux indices actions se sont nettement redressés depuis le choc de « Liberation Day » début avril : +16% pour le Stoxx® Europe 600 et +23% pour le S&P 500 en euro.** En Europe, le rebond a été alimenté par les résultats de certains secteurs (aéronautique, transport ferroviaire, banques, assurances, télécom, utilities) et par l'amélioration de l'environnement économique et financier (baisse des taux de la BCE, anticipation de relance budgétaire en Allemagne). Les espoirs d'une résolution du conflit en Ukraine et les politiques de rachat d'actions et de dividendes élevés sont aussi des facteurs positifs. Aux États-Unis, **le marché reste porté par les 7 Magnifiques** et la demande toujours très forte dans l'IA et le Cloud. Ceci soutient la croissance des bénéficiaires (+11% attendu pour le S&P 500 en 2025).

Sur le plan géopolitique et commercial, l'accord signé cet été entre l'Union Européenne et les **Etats-Unis permet de donner plus de visibilité et d'éviter l'instauration de tarifs punitifs** de 30 % sur les exportations européennes. Il faudra néanmoins **suivre de près les effets sur la croissance et l'inflation** qui pourront se matérialiser au cours des prochains trimestres.

En outre, nous restons vigilants quant aux **incertitudes liées aux tensions politiques en France**. L'impact reste pour le moment concentré sur les actions françaises et le spread OAT/Bund sur lesquels **nous sommes déjà prudents depuis un certain temps**. À ce stade, le scénario le plus probable, si le gouvernement actuel n'obtient pas le vote de confiance, est selon nous celui où M. Macron nomme un nouveau Premier ministre qui travaillera sur un budget révisé, ce qui permettrait de limiter les risques sur les marchés financiers.

**Dans ce contexte, le potentiel de hausse supplémentaire à court terme des actions semble plus limité. Un retour de la volatilité représenterait selon nous une opportunité pour réinvestir sur les marchés actions.** L'environnement macroéconomique reste en effet favorable pour les actifs risqués. La baisse du dollar et des prix de l'énergie, conjuguées aux relances budgétaires et fiscales jouent positivement sur le cycle. **La croissance des bénéficiaires est à ce stade plus résiliente aux États-Unis, contrebalancée par une « prime de risque Trump »**. Un accord de paix Russie/Ukraine serait par ailleurs bénéfique à une amélioration de la croissance de la zone Euro. Enfin, **l'anticipation d'un « pivot » de la Fed représente un soutien de poids pour les actions**, même si ces anticipations pourraient être challengées au cours des prochains mois avec un éventuel rebond de l'inflation américaine.

En ce qui concerne les marchés obligataires, ces anticipations (2 baisses de taux d'ici la fin d'année) ont fait baisser les taux courts et longs américains. Néanmoins, le risque inflationniste est toujours présent aux États-Unis en raison de la guerre commerciale. **Le potentiel baissier supplémentaire des taux américains est donc limité et nous préférons nous positionner sur les taux de la zone Euro, où le risque inflationniste est toujours contenu.** La BCE est en « pause » après avoir baissé les taux de 4% à 2%. Les marchés anticipent une pause prolongée, ce qui nous semble cohérent. Du côté du crédit, les valorisations des obligations Investment Grade et High Yield sont désormais tendues par rapport aux moyennes historiques après une période estivale de compression liée aux facteurs techniques. Le portage est en revanche toujours attractif et protecteur.

**En synthèse, nous adoptons un positionnement plus neutre dans nos expositions actions après le beau parcours récent. Dans un contexte économique qui reste néanmoins favorable aux actifs risqués, les éventuelles corrections du marché seront mises à profit pour renforcer nos expositions actions.**

**Du côté obligataire, nous préférons la sensibilité aux taux de la zone Euro et nous maintenons nos expositions au crédit Investment Grade et High Yield, tout en restant prudents.**

**Enfin, nous conservons une opinion positive sur l'or, en diversification, dont la performance est décorrélée des actifs risqués et devrait bénéficier de la poursuite de la baisse des taux réels américains.**

Source : Crédit Mutuel  
Asset Management au  
29/08/2025

\*Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)

Éditée par Groupe La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

**Crédit Mutuel Asset Management** : 128, boulevard Raspail 75006 Paris. Société de gestion d'actifs agréée par l'AMF sous le numéro GP 97 138 et enregistrée à l'ORIAS ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)) sous le n°25003045 depuis le 11/04/2025. Société Anonyme au capital de 3 871 680 euros immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 388 555 021 Code APE 6630Z. TVA Intracommunautaire : FR 70 3 88 555 021.

Crédit Mutuel Asset Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

**CMSA – CIGOGNE Management S.A.**, 18, boulevard Royal L- 2449 Luxembourg. Société anonyme de droit luxembourgeois, enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 101.547 – Sécurité sociale : 2004 2209 385, TVA : LU 211 449 74 comme société gestion suivant le chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 sous le numéro S 633 comme gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs suivant l'article 5 de la loi du 12 juillet 2013 sous le numéro A 766. Agréée par l'autorité de surveillance qui est la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 283, route d'Arlon L-1150 Luxembourg.

Cigogne Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

**La Française Finance Services**, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 ([www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr)) et enregistrée à l'ORIAS ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)) sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) [www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr), Autorité des Marchés Financiers (AMF) [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

