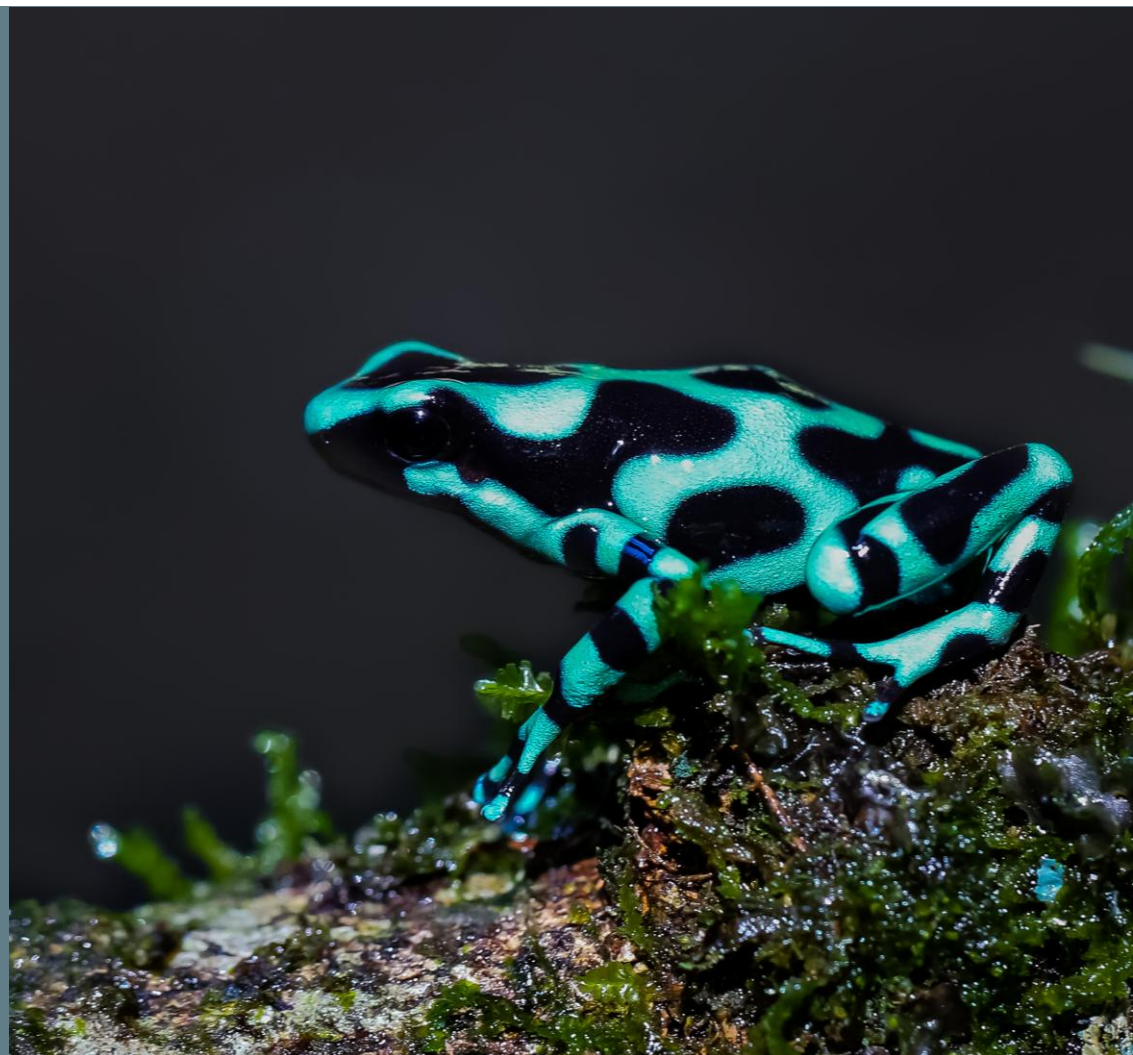


Point sur les Marchés

Les données face au débat

Juillet 2025



Éditorial

Juin a été tout sauf calme, mais les marchés ont choisi d'ignorer le bruit ambiant. Les actions mondiales ont encore progressé de 4-5% sur le mois, propulsant le MSCI ACWI vers un gain à deux chiffres depuis le début de l'année, alors même que la volatilité titrait à la une avec les tensions au Moyen-Orient. Les spreads de crédit se sont resserrés et la liquidité est restée abondante, soulignant que les conditions financières sont en réalité plus laxistes que ne le laisse entendre le débat sur la politique monétaire.

Derrière la façade, le panorama macroéconomique continue d'évoluer. La désinflation s'accélère dans la plupart des économies développées tandis que la Fed maintient son taux à 4.50%, privilégiant une approche d'observation quant aux répercussions des nouveaux tarifs douaniers. En revanche, la BNS et la BCE ont déjà procédé à des baisses de taux, marquant un (timide) virage en faveur d'une politique plus accommodante en Europe. La croissance reste résiliente, suffisamment résiliente, ce qui permet une stabilisation des attentes de résultats, malgré des enquêtes manufacturières en demi-teinte.

Par ailleurs, la rhétorique "America First – Dollar Second" gagne du terrain. Le dollar US a perdu près de 10% cette année avant de rebondir brièvement lors de l'incident iranien, avant de reprendre sa glissade alors que les risques budgétaires se sont retrouvés sous les projecteurs. Les matières premières ont connu leur propre montagne russe : le pétrole est passé au-dessus de 80 dollars suite aux premiers titres, puis a fini le mois sous 70, tandis que l'or a inscrit de nouveaux sommets au-delà de 3'300 dollars, alors que les investisseurs cherchaient des couvertures.

Nous espérons que vous apprécierez la lecture, et que ces analyses vous seront utiles pour le mois à venir.



Joan Bürgy
Investment Specialist



Jérôme Tobler, CIIA
Partner & Senior Financial Advisor



Marchés Globaux

Global	Last	YTD	MTD
MSCI World	4,026.4	9.8%	4.3%
MSCI ACWI	917.9	10.3%	4.5%
MSCI Emerging Markets	1,222.8	15.5%	6.1%

United States

Dow Jones Industrial	44,094.8	4.5%	4.5%
S&P 500	6,205.0	6.2%	5.1%
NASDAQ 100	22,679.0	8.3%	6.3%
Russell 2000	2,175.0	-1.8%	5.4%

Europe

Euro STOXX 600	541.4	9.4%	-1.2%
Euro STOXX 50	5,303.2	11.1%	-1.1%
DAX	23,909.6	20.1%	-0.4%
CAC 40	7,665.9	6.8%	-0.9%
FTSE 100	8,761.0	9.5%	0.0%
Swiss Market Index (SMI)	11,921.5	5.9%	-2.5%

Sectors (US)

Communication Services	13.0%	7.3%
Consumer Discretionary	-4.5%	2.0%
Consumer Staples	6.6%	-1.8%
Energy	0.9%	4.8%
Financials	9.6%	3.7%
Health Care	-0.8%	2.2%
Industrials	13.6%	3.9%
Materials	6.7%	2.3%
Real Estate	4.5%	0.2%
Technology	8.0%	9.8%
Utilities	8.4%	0.2%

Commodities & Metals	Last	YTD	MTD
Gold (XAU)	3,303.1	25.9%	0.4%
Silver (XAG)	36.1	24.9%	9.5%
Copper	503.0	24.9%	7.5%

Currencies (USD)

EUR	1.18	13.8%	3.9%
CHF	0.79	12.6%	3.6%
JPY	144.0	9.1%	0.0%
BTC	107,607	14.8%	2.9%

Fixed Income

US Treasury	2,377	3.8%	1.3%
EUR Treasury	247	0.5%	-0.2%
Global Aggregate	497	7.3%	1.9%
US Corporate	3,427	4.2%	1.9%
Global EM USD	1,310	4.9%	1.9%
Global High Yield	1,775	6.8%	2.3%

Interest Rates (US)

		Last month	End 2024
3 Months	4.29%	4.33%	4.31%
12 Months	3.97%	4.10%	4.14%
5 Year	3.80%	3.96%	4.38%
10 Year	4.23%	4.40%	4.57%

Price / Earnings Ratios

		End 2024	End 2023
S&P 500	26.34	26.52	22.92
Euro STOXX 50	15.84	14.24	12.57
Swiss Market Index (SMI)	17.81	18.11	18.06

Data at close of 30/06/2025

Indicateurs Macroéconomiques

Central Banks Targets Rates	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Inflation (CPI - YoY)	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024
United States	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	United States	2.40%	N/A	2.40%	2.90%
Eurozone	2.15%	2.15%	2.65%	3.15%	Eurozone	1.90%	N/A	2.20%	2.40%
Switzerland	0.00%	0.00%	0.25%	0.50%	Switzerland	-0.10%	N/A	0.30%	0.60%
Canada	2.75%	2.75%	2.75%	3.25%	Canada	1.70%	N/A	2.30%	1.80%
Japan	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	Japan	3.50%	N/A	3.60%	3.60%
China (3M SHIBOR)	1.63%	1.63%	1.92%	1.69%	China	-0.10%	N/A	-0.10%	0.10%
India	5.50%	5.50%	6.25%	6.50%	India	2.82%	N/A	3.34%	5.22%
Unemployment	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Gross Domestic Product (YoY)	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024
United States	4.20%	N/A	4.20%	4.10%	United States	2.00%	N/A	2.00%	2.50%
Eurozone	6.20%	N/A	6.30%	6.20%	Eurozone	1.40%	N/A	1.40%	1.40%
Switzerland	2.90%	N/A	2.80%	2.60%	Switzerland	2.00%	N/A	2.00%	1.60%
Canada	7.00%	N/A	6.70%	6.70%	Canada	1.30%	N/A	1.80%	2.20%
Japan	2.50%	N/A	2.50%	2.50%	Japan	5.10%	N/A	5.10%	4.20%
China	5.00%	N/A	5.20%	5.10%	China	5.40%	N/A	5.40%	5.40%
					India (Real GDP)	7.38%	N/A	7.38%	6.40%
Producer Price Index (PPI - YoY)	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Purchasing Managers' Index	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024
United States	1.40%	N/A	0.90%	2.80%	United States	48.5	#N/A N/A	49	49.2
European Union	-0.40%	N/A	0.30%	0.40%	Eurozone	49.4	49.4	48.6	45.1
Switzerland	-0.70%	N/A	-0.10%	-0.90%	Switzerland	42.1	#N/A N/A	48.9	47
Canada	1.17%	N/A	4.38%	4.06%	Canada	46.1	#N/A N/A	46.3	52.2
Japan	3.20%	N/A	4.30%	4.00%	Japan	50.1	50.1	48.4	49.6
China	-3.30%	N/A	-2.50%	-2.30%	China	49.7	49.7	50.5	50.1
India	0.39%	N/A	2.25%	2.57%	India	58.4	58.4	58.1	56.4
Core Inflation (Core CPI - YoY)	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024	Consumer Spending (PCE - YoY)	Last	Q2 2025	Q1 2025	Q4 2024
United States	2.80%	N/A	2.80%	3.20%	United States	2.68%	N/A	2.70%	2.86%
Eurozone	2.30%	N/A	2.40%	2.70%					
Switzerland	0.50%	N/A	0.90%	0.70%					
Canada	2.60%	N/A	2.40%	2.10%					
Japan	1.60%	N/A	1.60%	1.60%					

Data as of 01/07/2025
N/A: Not yet reported or Public Holiday

Actualités macro – Juin



- La montée des tensions commerciales et l'imprévisibilité des décisions politiques, particulièrement des États-Unis, continuent de peser sur le moral global, l'investissement et les flux commerciaux.
- L'escalade du conflit entre Israël et l'Iran début juin, impliquant brièvement les forces américaines, a provoqué une envolée du prix du pétrole et une ruée vers les actifs refuges. Toutefois, le cessez-le-feu du 24 juin a apaisé les tensions et effacé la plupart des hausses sur les matières premières.
- La désinflation est visible dans la plupart des marchés développés, mais l'inflation reste supérieure à la cible dans certaines régions, en raison de la croissance des salaires et de la volatilité des matières premières.
- La Fed a maintenu son taux directeur à 4.50% en juin, adoptant une posture prudente face à des signaux économiques mitigés et à l'incertitude commerciale persistante. Malgré la pression politique et la montée des attentes pour une politique monétaire plus accommodante, la Fed insiste sur l'absence d'urgence à baisser les taux tant que les preuves sur l'inflation et la croissance ne sont pas plus claires.
- La BNS et la BCE ont abaissé leurs taux de 0.25%, à respectivement 0% et 2.0%.

Fermeture d'Ormuz : peu probable

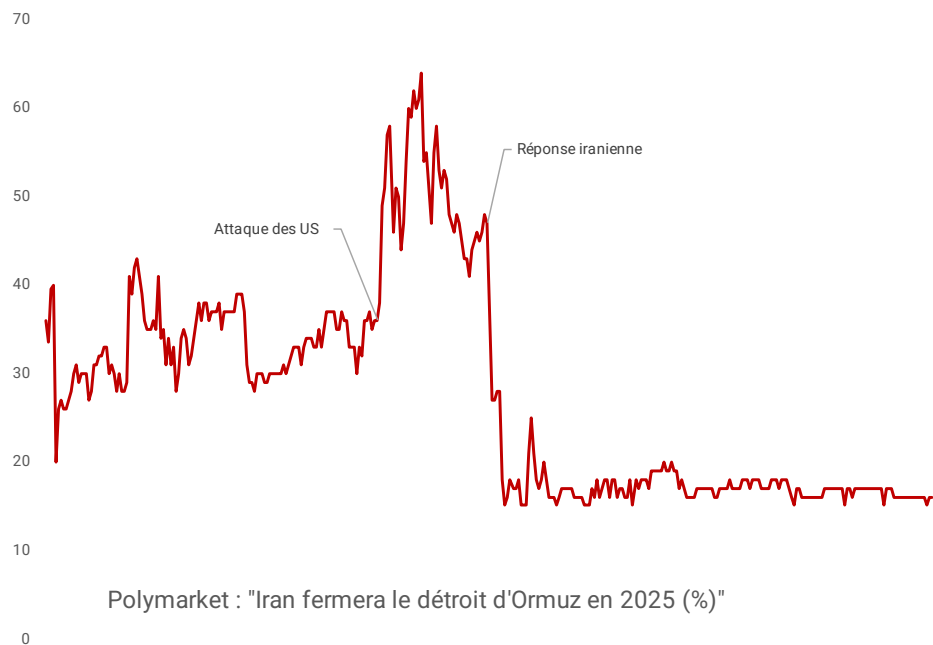
Malgré la plus forte escalade militaire entre les États-Unis/Israël et l'Iran depuis des décennies, le marché pétrolier a envoyé un signal contre-intuitif : le risque de fermeture du détroit d'Hormuz a en réalité diminué.

Dans l'une des sessions les plus extraordinaires de l'histoire du trading pétrolier, le Brent a bondi au-dessus de 80 dollars le baril après l'annonce de la frappe américaine sur des sites nucléaires iraniens, avant de corriger brutalement. Quand l'Iran a riposté en lançant des missiles sur une base américaine au Qatar (une action qui aurait normalement fait grimper les prix) la chute s'est accélérée, envoyant le Brent sous les 70 dollars. Au total, les prix du pétrole ont baissé de 13% en réaction à ce qui semblait au départ être des développements fortement négatifs.

La réponse mesurée de l'Iran souligne de fortes contraintes stratégiques rendant économiquement irrationnelle une fermeture du détroit. Cela priverait l'Iran de sa

principale source de revenus (1.5 million de barils/jour d'exportations) et déclencherait à coup sûr des représailles militaires massives. Ce geste isolerait également l'Iran de ses partenaires régionaux comme les Émirats, le Koweït et l'Arabie Saoudite, tous dépendants de cette route pour leurs propres exportations.

De plus, la Chine, le principal client pétrolier de l'Iran, verrait son approvisionnement menacé et appelle publiquement à la désescalade, ce qui réduit la tentation d'une confrontation majeure. Par ailleurs, après les frappes récentes israéliennes et américaines, les défenses aériennes iraniennes se révèlent insuffisantes pour protéger les infrastructures-clés, ce qui accroît la vulnérabilité militaire et réduit encore la probabilité d'une fermeture.



Source: Polymarket, Bloomberg

One “Big Beautiful Bill”

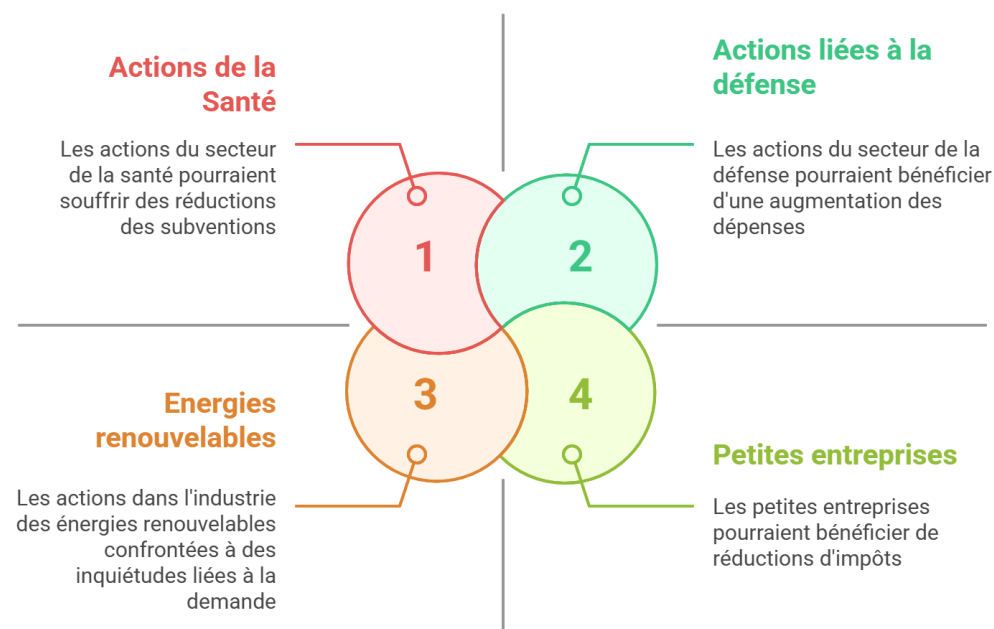
Le Congrès américain débat actuellement du projet de loi surnommé “Big Beautiful Bill”, un important package fiscal proposé par le président Donald Trump. Son impact fait polémique : les estimations officielles tablent sur un déficit supplémentaire de plus de 3'000 milliards USD sur la décennie à venir, tandis que les partisans arguent que l'effet croissance compensera en partie ce coût.

Le projet vise à prolonger et étendre les baisses d'impôts de 2017, augmenter les dépenses de défense et de sécurité aux frontières, et introduire des coupes ciblées dans les dépenses sociales (Medicaid, SNAP). À noter, une nouvelle taxe de rétorsion (Section 899) visant les investisseurs issus de juridictions considérées comme ayant des pratiques fiscales “injustes”—ce qui pourrait affecter les flux internationaux de capitaux.

Côté entreprises, le bilan est contrasté. Les PME US bénéficieraient de déductions fiscales permanentes et d'une accélération des amortissements, mais pourraient pâtir d'une demande plus faible si les coupes sociales sont entérinées.

Les multinationales pourraient voir leur taux d'imposition effectif baisser sur leurs revenus à l'étranger, mais au prix d'un risque de représailles commerciales et de coûts de conformité accrus. Les filiales US détenues par des étrangers pourraient être concernées par de nouvelles retenues à la source, surtout si leur pays d'origine figure sur la liste noire de la Section 899, ce qui pourrait réorienter certains flux d'IDE.

Le “Big Beautiful Bill” accentue les inquiétudes quant à la soutenabilité de la dette US. Des estimations indépendantes prévoient un impact de 3 à 4 trillions USD sur la dette nationale en dix ans, avec un ratio dette/PIB dépassant potentiellement 120% d'ici 2035. Les paiements d'intérêts annuels sur la dette ont déjà franchi le seuil de 1 trillion USD, dépassant les dépenses militaires.



America First – Dollar Second

La détérioration rapide des fondamentaux du dollar explique sa faiblesse alors même que les actions US renouent avec leurs sommets.

Avant la crise iranienne, l'indice dollar (DXY) avait perdu près de 10% en 2024, atteignant 98,6, un niveau inédit depuis 2022; alors que les marchés s'interrogent sur l'exceptionnalisme US, dans un contexte de politiques tarifaires imprévisibles et de risque fiscal croissant.

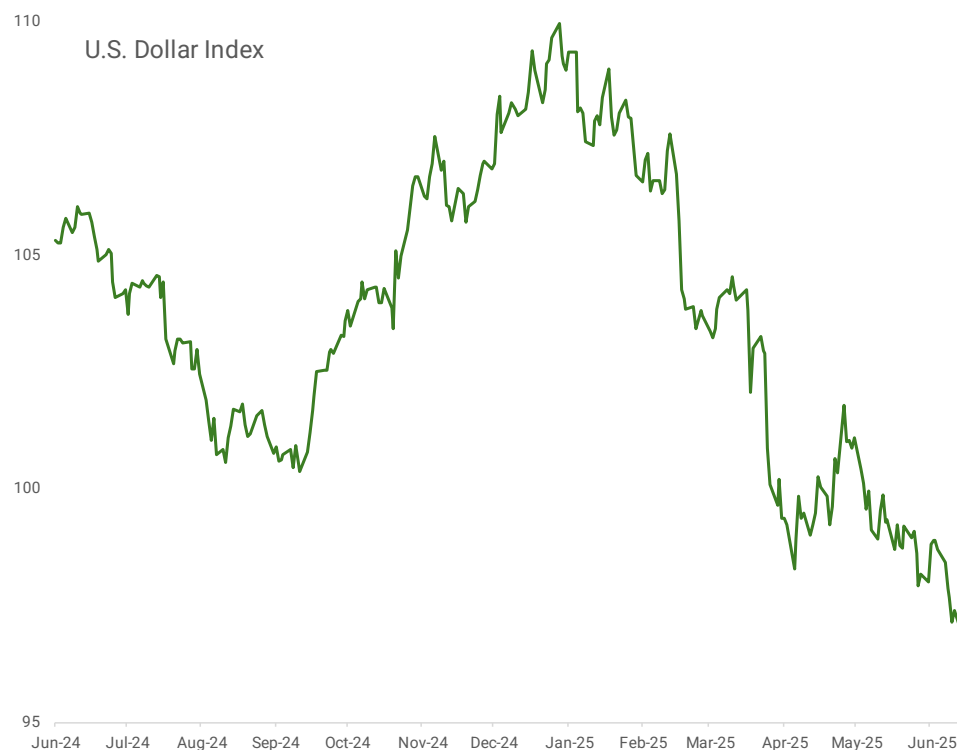
Les tensions géopolitiques ont brièvement ravivé l'intérêt pour le dollar, mais ce sursaut a vite reflué, illustrant un changement structurel plus qu'un simple choc ponctuel. Pour la première fois depuis 2010, plusieurs banques centrales

émergentes ont réduit la part du dollar sous 55% de leurs réserves.

Le dollar reste la devise la plus liquide, mais la vitesse du sell-off montre que cette liquidité peut s'évaporer en cas de perte de crédibilité politique. L'éclaircie sur le front commercial a permis au S&P 500 de regagner ses pertes d'avril en USD, mais rapporté en EUR, CHF ou JPY, l'indice demeure 3 à 5% sous son sommet du 19 février : un rappel que la devise compte pour l'investisseur global.

Exprimé dans d'autres devises, l'indice S&P 500 est inférieur à son sommet atteint en février.

— USD — CHF — EUR — GBP



Conditions financières : moins tendues qu'il n'y paraît !

Malgré la pression politique en faveur de baisses de taux rapides, les données montrent que l'économie US fonctionne avec des conditions financières historiquement souples.

Si les taux paraissent élevés par rapport à l'ère post-2008, une analyse plus large (credit spreads, valorisations equity, disponibilité du funding) indique que la Fed ne "resserre pas la vis" aussi fortement que ne le prétend le débat public.

De 2020 à 2025, les conditions sont passées d'une extrême flexibilité (stimulus pandémie), à un resserrement temporaire, puis de nouveau vers l'accommodement, en dépit du discours politique actuel.

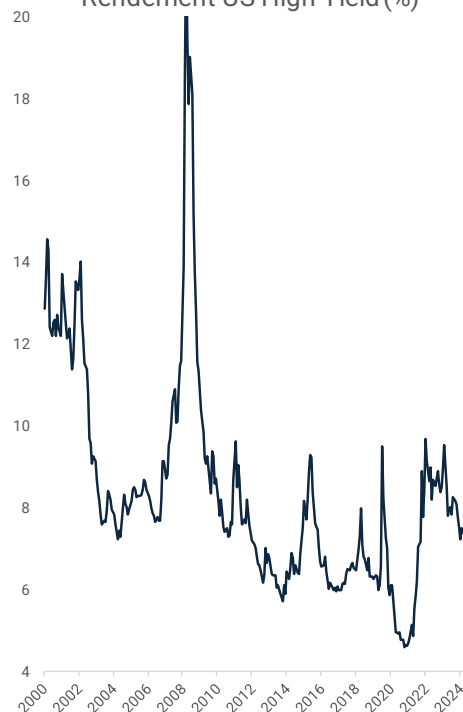
Les spreads de crédit apportent la preuve la plus flagrante contre la thèse "restrictive conditions". Les spreads high yield US ne sont que de 2.9%, bien en-deçà de leur moyenne historique de 5.26%, proches des niveaux d'avant-crise, lorsque le crédit coulait à flots.

Le débat actuel semble donc plus relever de la posture politique que d'une nécessité économique, avec des marchés toujours largement bénéficiaires d'un accès facilité au capital.

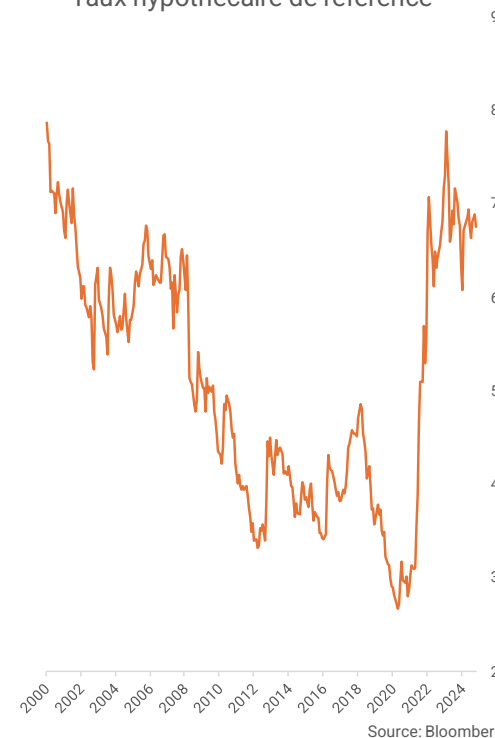
Les conditions financières aux US ne sont pas restrictives



Rendement US High Yield (%)

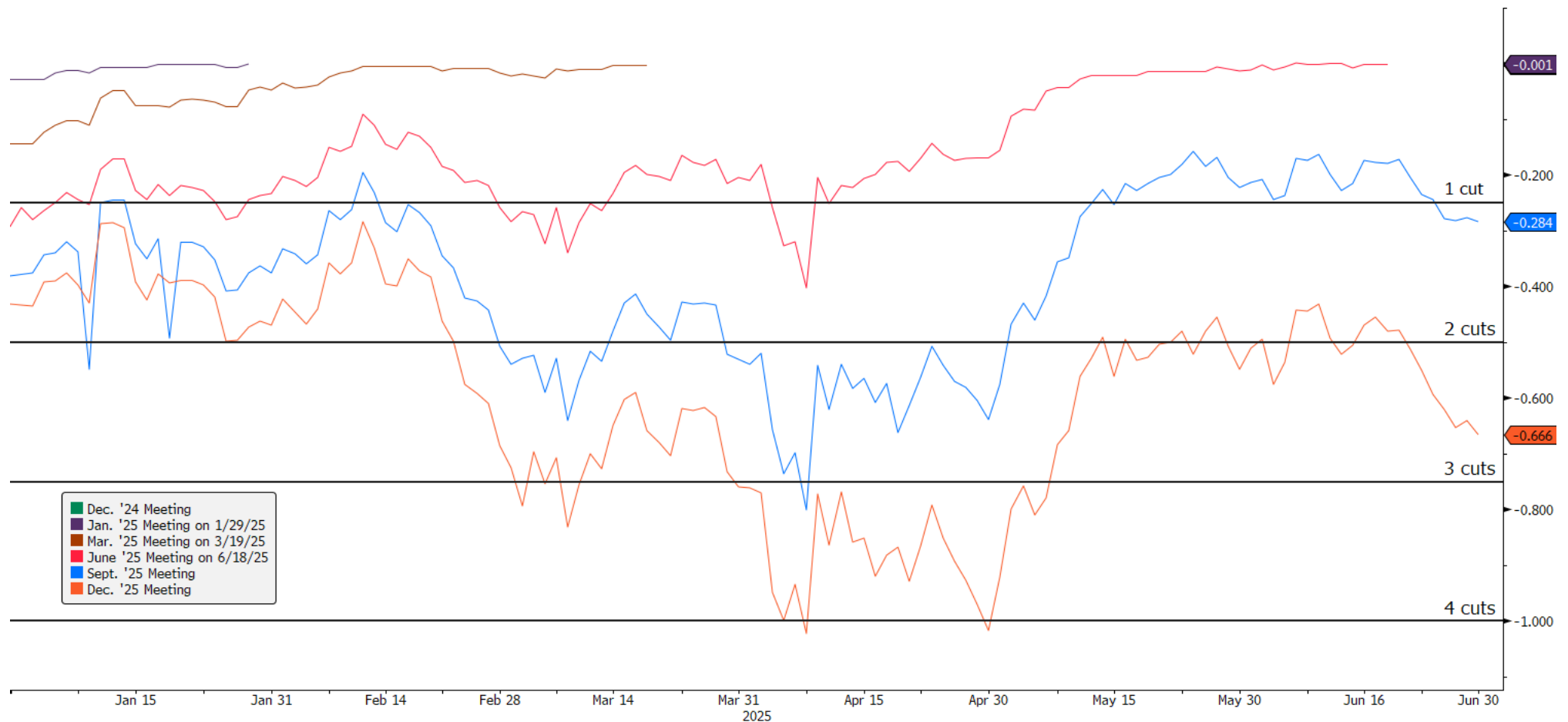


Taux hypothécaire de référence



Attentes sur les taux à court terme

Powell et la Fed conservent une approche attentiste, soulignant la nécessité d'évaluer l'impact réel des politiques tarifaires sur l'inflation avant d'ajuster les taux. Le pricing de marché anticipe actuellement entre 2 et 3 baisses d'ici la fin de l'année, suite à des chiffres de l'emploi robustes.



Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

Principaux thèmes d'investissement

- L'incertitude sur les taux d'intérêt et les pics de volatilité qui peuvent accompagner des publications décevantes sur les marchés, en plus de valorisations élevées, renforcent notre conviction que **la diversification est une stratégie essentielle**, d'autant plus importante que les incertitudes géopolitiques persistent, que ce soit en mer Rouge, au Moyen-Orient, en Ukraine ou à Taïwan.
- L'objectif d'inflation pourrait bien devenir le plancher de ce nouveau cycle économique, l'inflation de base devant rester supérieure à l'objectif de 2% d'ici à la fin de 2025, mais sa trajectoire reste très incertaine car elle pourrait être ravivée par la guerre tarifaire en cours.
- Nous recommandons de se concentrer sur les **titres de qualité** présentant des bilans solides et une vision à long terme.
- **Du côté des revenus fixes**, les obligations d'entreprise sont confrontées à des coûts d'intérêt plus élevés dans l'ensemble, et potentiellement à des difficultés de refinancement dans le segment à haut rendement. À ce stade du cycle, **nous préférons les entreprises mieux notées** aux émetteurs à haut rendement. Il est à noter que nous avons récemment augmenté la durée de notre sélection.
- Dans l'environnement actuel des taux d'intérêt et dans le cadre de la dynamique politique plus large des banques centrales des marchés développés, notre approche reste centrée sur les stratégies de portage via les obligations. Nous maintenons donc **une sous-pondération de la classe alternative**, capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Cependant, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les investissements alternatifs, avec leur potentiel de rendements décorrélés des marchés traditionnels.



Allocation d'actifs

	Underweight	Neutral	Overweight
Asset classes		Cash	
			Fixed Income
		Equities	
	Alternative		
Fixed Income			Investment Grade
		High Yield	
		Sovereign	
	Inflation Linked		
Equities		Emerging Markets	
		Switzerland	
		United States	
			Eurozone
		United Kingdom	
		China	
		Japan	
		Emerging Markets	
Sectors		Information Technology	
		Healthcare	
		Financials	
		Consumer Discretionary	
		Industrials	
		Consumer Staples	
		Communication Services	
		Energy	
		Materials	
		Utilities	
	Real Estate		

Allocation aux titres à revenu fixe

Notre sélection se concentre sur les émetteurs de la plus haute qualité offrant des rendements ajustés au risque attrayants.

Actions

Les différents scénarios nous conduisent à une approche plus neutre des actions, où la diversification sectorielle et régionale est plus importante que jamais. Nous revenons à une position plus neutre sur les Etats-Unis suite aux turbulences provoquées par la nouvelle administration et augmentons notre allocation à l'Europe.

Investissements alternatifs

Dans le contexte actuel des taux d'intérêt, notre approche reste axée sur les stratégies de portage par le biais d'obligations. Nous maintenons donc une sous-pondération des investissements alternatifs, en capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Néanmoins, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les actifs alternatifs, compte tenu de leur potentiel de rendement décorrélé des marchés traditionnels.

Contact

UNE APPROCHE DIFFÉRENTE DE LA GESTION DE PATRIMOINE



Wealth Management
Family Office
Wealth Planning



Route des Acacias 54
1227 Carouge

Geneva, Switzerland
+41 22 318 58 80

Mentions légales

Cette publication constitue du matériel de marketing et n'est pas le résultat d'une recherche financière indépendante. Par conséquent, les exigences légales concernant l'indépendance de la recherche financière ne s'appliquent pas. Les informations et les opinions exprimées dans cette publication ont été produites par Telomere Capital SA à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis. Cette publication est destinée à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une invitation par, ou au nom de, Telomere Capital à faire des investissements. Les opinions et commentaires des auteurs reflètent leur point de vue actuel, mais pas nécessairement celui d'autres entités ou de toute autre tierce partie. Les services et/ou produits mentionnés dans cette publication peuvent ne pas convenir à tous les destinataires et ne pas être disponibles dans tous les pays. Les clients de Telomere Capital sont priés de prendre contact avec l'entité locale de Telomere Capital afin d'être informés des services et/ou produits disponibles dans le pays concerné. Cette publication a été préparée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur particulier. Avant de s'engager dans une quelconque transaction, les investisseurs doivent s'interroger sur l'adéquation de la transaction à leur situation et à leurs objectifs personnels. Toute décision d'investissement, de négociation ou autre ne doit être prise par le client qu'après une lecture approfondie de la fiche produit, de l'accord de souscription, de la note d'information, du prospectus ou de tout autre document d'offre relatif à l'émission de titres ou d'autres instruments financiers. Rien dans cette publication ne constitue un conseil d'investissement, juridique, comptable ou fiscal, ni une déclaration selon laquelle un investissement ou une stratégie est adapté ou approprié à des circonstances particulières, ni ne constitue une recommandation personnelle pour un investisseur spécifique. Telomere Capital recommande aux investisseurs d'évaluer de manière indépendante, avec un conseiller professionnel, les risques financiers spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les prévisions de performance ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. L'investisseur peut ne pas récupérer le montant investi. Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations. Telomere Capital SA, ses filiales et sociétés affiliées n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte résultant de l'utilisation de cette publication. Cette publication ne peut être distribuée que dans les pays où sa distribution est légalement autorisée. Ces informations ne sont pas destinées à des personnes relevant d'une juridiction où (en raison de la nationalité, de la résidence ou autre de ces personnes) de telles publications sont interdites. Ce document peut contenir des informations obtenues auprès de tiers, y compris des notations d'agences de notation telles que Standard & Poor's, Moody's, Fitch et d'autres agences de notation similaires. La reproduction et la distribution du contenu de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites, sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autre), quelle qu'en soit la cause, ni des résultats obtenus par l'utilisation de ce contenu. Les fournisseurs de contenu tiers ne donnent aucune garantie expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à un usage ou un but particulier. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, des dépenses, des frais de justice ou des pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) liés à l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et non des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne traitent pas de la valeur de marché des titres ou de l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme des conseils en matière d'investissement.