CCF Défensif

Lettre trimestrielle

2ème trimestre 2025

CCF

Rothschild & Co
Asset Management

Marc Terras
Responsable de la gestion en architecture ouverture
Rothschild & Co Asset Management

Le 2ème trimestre a débuté par un choc boursier provoqué par l'offensive protectionniste de Donald Trump. Les indices boursiers sont pour la plupart revenus en fin de trimestre vers leur précédent record grâce au projet d'accord commercial conclu entre les États-Unis et la Chine en juin qui a suscité l'espoir d'une accalmie sur le front tarifaire. La « guerre de 12 jours » entre Israël et l'Iran en juin, et le bombardement par les Américains des sites nucléaires iraniens, ne sont pas parvenus à faire dérailler les marchés financiers, ni à enflammer le prix du pétrole qui a même reculé de 9,54 % en dollar sur le trimestre.

L'annonce par Donald Trump le 2 avril dernier de droits de douane « réciproques » exorbitants a déclenché une tempête boursière mondiale qui a fait plonger l'indice MSCI World de plus de 11 % jusqu'au 9 avril[1]. Contre toute attente, les Bons du Trésor américain, habituellement recherchés en cas de crise pour leur statut de valeur refuge, ont aussi baissé à partir du 4 avril sous l'effet de ventes massives. Celles-ci s'expliqueraient par la défiance croissante des investisseurs à l'égard du projet de loi budgétaire de Donald Trump, menaçant d'aggraver la situation budgétaire du pays. Face à l'envolée brutale des taux longs et à la baisse de 9 % du dollar depuis le début de l'année[1], Donald Trump a été forcé de rétropédaler et de décréter le 9 avril la suspension des droits de douane réciproques pendant 90 jours, tout en maintenant les droits universels de 10 %[1].

En revanche, les États-Unis et la Chine se sont engagés dans une surenchère propulsant les tarifs douaniers aux niveaux inouïs de 145 % pour les produits chinois et de 125 % pour les produits américains[1]. Le 12 mai, les deux pays ont finalement signé une trêve prévoyant de ramener ces taxes douanières à respectivement 30 % et 10 % pour une durée de trois mois. Malgré l'accalmie sur les marchés financiers, l'offensive protectionniste et les revirements de Donald Trump ont semé la confusion et l'inquiétude chez les consommateurs, comme en témoigne l'effondrement en avril de leur confiance à son plus bas depuis la pandémie.

Alors que le Conference Board tablait début avril sur un PIB américain en hausse de 1 % en rythme annualisé au premier trimestre, celui-ci est finalement ressorti en baisse de 0,5 %[1] à cause principalement d'un déficit commercial historique dû à l'envolée exceptionnelle des importations avant l'application des nouveaux droits de douane, qui a soustrait 4,66 points de pourcentage au PIB. Malgré le moratoire de 90 jours sur les tarifs réciproques, les taxes douanières américaines sont au plus haut depuis un siècle à 15 % environ contre 2,3 %[2] avant l'élection de Donald Trump. Dans ses nouvelles projections économiques, la Fed a encore revu en baisse ses prévisions de croissance et en hausse celles de l'inflation, renforçant ainsi le scénario de stagflation[3] qui la place dans une situation délicate dans la conduite de son double mandat stabilité des prix-plein emploi.

Pour l'instant, la banque centrale américaine estime que la solidité de l'activité économique ne rend pas urgente une baisse des taux, d'autant que le l'inflation est jugée toujours élevée, même si elle a ralenti à 2,4 % en mai. A l'inverse, Donald Trump estime que plus rien ne s'oppose à une baisse de taux immédiate de 100 points de base, quitte à envisager de remettre en cause l'indépendance de la Fed et la légitimité de Mr. Powell qu'il a pourtant lui-même nommé lors de son premier mandat. Plusieurs éléments expliquent la récente modération de

(1) Source : Bloomberg, 30/06/2025. **(2)** Yale Budget Lab. **(3)** La stagflation est la situation d'une économie qui souffre simultanément d'une croissance économique faible ou nulle et d'une forte inflation.

l'inflation américaine : un prix du pétrole revenu en mai au plus bas depuis 2021, le gel des taxes douanières et l'absence de hausse des prix des produits importés.

En 2018, lors de la première offensive protectionniste de Mr. Trump, il avait été observé que les entreprises avaient mis trois mois à répercuter la hausse des tarifs douaniers dans les prix de détail. Mr. Powell estime avoir besoin de plus de temps pour évaluer l'impact sur l'activité économique des choix de l'administration américaine en matière d'immigration, de protectionnisme, de déréglementation et de fiscalité avant d'envisager un changement de politique monétaire. Or, plusieurs statistiques suggèrent un début de ralentissement économique aux États-Unis : les ventes de détail sont en baisse en avril et mai, les demandes d'allocation chômage culminent à leur plus haut depuis novembre 2021, et les exportations connaissent en mai leur plus forte baisse mensuelle depuis la pandémie. Lors de ses dernières interventions fin juin, Mr. Powell a indiqué ne plus être totalement fermé à une baisse de taux en juillet si le marché du travail montrait des signes de faiblesse.

En Zone euro, les chiffres de croissance économique ont plutôt surpris à la hausse au 1er trimestre avec un PIB progressant de 0,6 %[4] en variation trimestrielle, plus haut depuis le 3ème trimestre 2022, grâce notamment aux exportations allemandes et irlandaises. Mais cette embellie pourrait être contrariée par les futurs droits de douane réciproques américains suspendus jusqu'au 9 juillet. Si la BCE n'a pas modifié, début juin, ses prévisions de croissance pour 2025 par rapport à celles de mars grâce à un début d'année meilleur que prévu, elle a toutefois procédé à sa huitième baisse de taux en un an, portant ainsi le taux de dépôt à 2 %[5]. Le taux « neutre » étant compris entre 1,75 % et 2,25 %, cela explique que Mme Lagarde ait indiqué que la BCE était proche de la fin d'un cycle monétaire. Toutefois, cette dernière estimant que les risques pesant sur la croissance étaient toujours orientés à la baisse, une nouvelle baisse de taux en septembre n'est pas exclue d'autant que d'ici-là, la politique tarifaire des
États-Unis aura été clarifiée.

En Chine, la hausse de 5,4 % en variation annuelle du PIB au premier trimestre s'explique par deux facteurs exceptionnels : une consommation des ménages dopée par des aides gouvernementales exceptionnelles et un excédent commercial qui s'est envolé (+27 % en variation annuelle) avant l'entrée en vigueur des taxes douanières américaines. Les mesures de soutien monétaire et budgétaire déployées jusqu'à présent restent insuffisantes pour stimuler une demande intérieure toujours minée par l'interminable crise immobilière.

Après avoir perdu plus de 17 % depuis son dernier record du 18 février, le MSCI World a repris 14,64 % depuis le 9 avril pour signer le 30 juin un nouveau record et afficher une hausse trimestrielle de 9,01 %[1]. De nouveau portées par les valeurs technologiques, les actions américaines ont rebondi de 10,57 % (S&P 500 en dollar) et connaissent leur meilleur trimestre depuis fin 2021. Les indices S&P 500 et Nasdaq signent d'ailleurs de nouveaux records en fin de trimestre. Les actions de la Zone euro ont encore gagné 3,54 % au cours du trimestre (EuroStoxx)[1], portant leur gain depuis le début de l'année à 11,18 %[1]. L'écart de performance exprimé en euro entre les actions de la Zone euro et américaines s'élève à plus de 18 % depuis le début de l'année, la devise américaine ayant perdu 12 % sur la période contre euro et 10,70 % contre un panier de devises de pays développés[1].

Cette dépréciation reflète la défiance croissante des investisseurs à l'égard des choix économique de Donald Trump depuis son entrée en fonction en janvier dernier. La

(4) Source : Eurostat, juin 2025. **(5)** Source : BCE, Juin 2025.

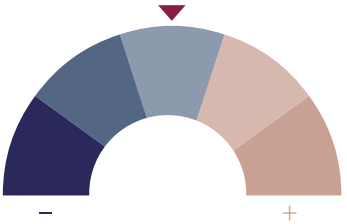
hausse des taux longs américains résulte de ventes massives d'obligations souveraines américaines de la part d'investisseurs étrangers inquiets des choix budgétaires inscrits dans la « Belle Grande Loi[6] » susceptibles d'aggraver l'endettement public des États-Unis qui dépasse déjà 36 000 milliards de dollars, soit 125 % du PIB[1]. Les taux à 10 ans américains sont montés jusqu'à 4,60 % en mai dans le sillage de la dégradation par Moody's de la note de la dette américaine de Aaa à Aa[1] pour revenir à 4,23 % en fin de trimestre[1]. Les taux à 30 ans américains ont même touché 5,15 % durant la séance du 22 mai, un record depuis la crise financière de 2007[1]. Malgré la hausse des dépenses en infrastructure et de défense en Allemagne, les taux à 10 ans allemands ont perdu 13 pdb sur le trimestre, signe de l'appétit intact des investisseurs pour la dette allemande. Les obligations souveraines de la zone euro gagnaient 1,85 % (iBoxx Eur Sovereign) au deuxième trimestre.

Nos choix d'investissement au 2ème trimestre 2025

Au cours de la période, nous avons continué d'augmenter la duration du portefeuille en renforçant notre position dans le fonds Robeco Euro Government Bond. La part de nos investissements dans la dette à haut rendement a également été augmentée *via* le fonds Axa IM FIIS EUR Short Duration, au détriment du fonds R-Co Conviction Credit Euro. Le fonds CPR Focus Inflation a pour sa part été totalement cédé. Dans la poche actions, on notera l'introduction d'une position sur l'Inde, *via* le fonds UTI India Dynamic.Equity et le renforcement de l'Europe *via* l'ETF Amundi MSCI EMU Value. En contrepartie, la part allouée aux États-Unis a été diminuée notamment par la baisse du poids de l'ETF Xtrackers S&P 500 Equal Weight.

Achevé de rédiger le 9 juillet 2025

(6) « One Big Beautiful Bill Act ».



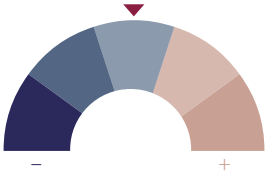
Degré d'exposition global aux actifs risqués

Le monde connait une nette augmentation de l'incertitude due au retour au pouvoir de Donald Trump dont l'imprévisibilité et les revirements erratiques compliquent l'élaboration des scenarii économiques servant à définir des allocations stratégiques. Depuis la pandémie en 2020, l'économie mondiale est confrontée à de nombreux vents contraires qui ont ralenti son rythme de croissance : protectionnisme, inflation, surendettement public, taux d'intérêt élevés, fragmentation économique, recul de la démocratie et exacerbation des tensions géopolitiques. Tous les instituts de prévisions ont récemment coupé leurs projections de croissance mondiale en 2025 en raison de la baisse attendue du commerce international, mais aussi relevé celles de l'inflation. Ce nouveau contexte plus anxiogène pourrait expliquer pourquoi la confiance des ménages, qui s'était effondrée lors du covid, ne parvient toujours pas à revenir à ses niveaux pré-pandémie aux États-Unis, en Zone euro et en Chine. Le consommateur américain se montre ainsi très inquiet du risque inflationniste des taxes douanières comme en témoignent ses anticipations d'inflation à un an qui sont passées de 2,6 % en novembre à 6,6 %[1] en mai, un record depuis 1980. Les dernières enquêtes de BofA[2] révèlent que le sentiment des gérants de fonds à l'égard des perspectives de l'économie mondiale n'a cessé de se dégrader depuis janvier 2025, pour atteindre un plus bas historique en avril, ceux-ci redoutant que la guerre commerciale ne dégénère en récession mondiale. Les discussions commerciales reprendront le 9 juillet et il est probable qu'elles déboucheront sur des accords asymétriques en faveur des États-Unis, conformément à l'objectif initial de Donald Trump de rééquilibrer les échanges commerciaux. Face à des marchés actions renouant avec des records et affichant des valorisations moins attractives dans un environnement dominé par l'incertitude, nous préconisons toujours une stratégie d'investissement prudente et attentiste se traduisant par une exposition neutre aux actions, une forte diversification géographique et une poche monétaire substantielle dans l'attente d'un bon point d'entrée sur les marchés actions. Par ailleurs, le retour de la volatilité devrait permettre de multiplier les positionnements tactiques et opportunistes.

(1) University of Michigan. **(2)** Global Fund Manager Survey.

Nos orientations de gestion pour le 3e trimestre 2025

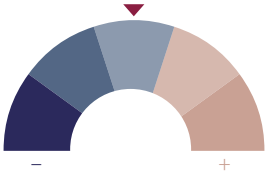
Positionnement



Actions

Le suspension temporaire des droits de douane « réciproques » n'a fait que maintenir le suspense autour de l'issue des discussions commerciales qui reprendront le 9 juillet. De même, la situation géopolitique mondiale s'est dégradée alors que Donald Trump promettait de ramener rapidement la paix sitôt au pouvoir. La persistance de l'incertitude militant pour la prudence, au cours du trimestre, nous avons poursuivi une stratégie d'investissement prudente se traduisant par une exposition neutre aux actions. Nous avons continué de privilégier les actions de la Zone euro qui bénéficient d'un cycle d'assouplissement monétaire, d'une amélioration des perspectives économiques, grâce notamment au plan de relance budgétaire allemand, et d'une amorce de réallocation mondiale des capitaux au détriment des actions américaines. Malgré une sous-pondération structurelle des actions américaines dans nos allocations, nous les avons néanmoins renforcées tactiquement après leur baisse de près de 20 % depuis leur dernier plus haut en février. Nous avons aussi continué de favoriser les pays émergents d'Asie, notamment la Chine où l'économie a fait preuve de résilience depuis le début de l'année. Au niveau sectoriel, nous avons commencé à prendre quelques bénéfices sur les banques de la Zone euro qui ont gagné 38 % depuis le début de l'année.

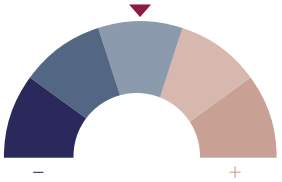
États-Unis | **Europe** | **Japon** | **Marchés émergents**



Taux

Les marchés obligataires mondiaux ont gagné 4,52 % (Bloomberg Global Aggregate index) au cours du 2ème trimestre 2025, malgré la hausse des taux longs américains qui reflète la perte de confiance des investisseurs dans la politique budgétaire américaine, mais aussi leur crainte d'un redémarrage de l'inflation causé par les futures surtaxes douanières. Nous avons conservé nos investissements dans la dette souveraine de la Zone euro qui a bénéficié d'un regain d'intérêt de la part d'investisseurs internationaux à la recherche d'alternative à la dette américaine devenue plus vulnérable aux risques politique et de change.

États-Unis | **Europe** | **Marchés émergents**



Crédit

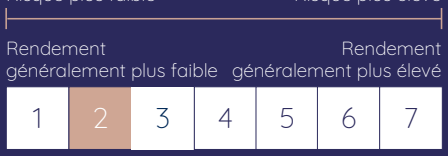
En dépit des *spreads*[1] très resserrés, nous avons continué de nous positionner sur le crédit *Investment Grade*[2] européen qui offre des rendements encore élevés sur fond de taux de défaut toujours faibles. Par ailleurs, nous restons investis sur la dette émergente avantagée par la dépréciation du dollar américain. Nous avons, en outre, poursuivi quelques prises de bénéfices que nous avons réinvesties en supports monétaires en attendant d'avoir plus de visibilité sur l'évolution de plusieurs sources d'inquiétudes, et afin de disposer ainsi de réserves liquides pour saisir des opportunités.

***Investment Grade*[2]**

Haut rendement[3]

(1) Le spread désigne l'écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme « sans risque ».
(2) Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.
(3) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme « sans risque ».

CCF Mandat Défensif est un mandat 20% indice actions internationales + 80% indice obligations internationales



Indicateur SRI = 2 sur une échelle de 1 à 7.

Le mandat est exposé aux risques suivants :

- **Perte en capital**
- **Gestion Discrétionnaire**
- **Taux d'intérêt**
- **Crédit**
- **Action**
- **Exposition aux pays émergents**
- **Change**

L'indicateur synthétique de votre mandat est noté 2 (date de calcul : 03/2025). Cet indicateur est calculé sur la base de la volatilité d'un portefeuille modèle des 5 dernières années qui peut différer du portefeuille de votre mandat en fonction des restrictions éventuelles de gestion que vous avez convenues avec la Banque.

Pour plus de détail sur les caractéristiques de chaque profil, notamment sur les risques et les frais associés, consulter les conditions générales et particulières de celui-ci. Les investissements réalisés au travers des mandats sont soumis aux fluctuations du marché, peuvent varier tant à la baisse qu'à la hausse et présentent un risque de perte en capital supporté intégralement par l'adhérent.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Le montant investi dans le fonds peut fluctuer à la hausse comme à la baisse en fonction des variations des cours des actifs et des devises. Il n'y a pas de garantie que l'intégralité du capital investi puisse être récupéré. Source : Rothschild & Co Asset Management – 22 juillet 2025. CCF délègue la gestion financière des mandats à Rothschild & Co Asset Management. Cette présentation est produite par CCF et est destinée à des investisseurs non professionnels au sens de la directive européenne MIF. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni un conseil en investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de Rothschild & Co Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils sont liés à la gestion déléguée et ne doivent en aucun cas être utilisés en dehors de ce contexte. Ils ne sauraient constituer un engagement de Rothschild & Co Asset Management. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. En conséquence, ni Rothschild & Co Asset Management, ni CCF sauraient être tenus responsables d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de Rothschild & Co Asset Management sauf avis contraire. L'investisseur éventuel devra préalablement à sa mise en place s'assurer de la compatibilité du mandat avec la réglementation dont il relève. Le Client est avisé du risque de pertes relatif aux opérations effectuées dans le cadre du mandat et des risques liés notamment aux variations de taux, de cours, et de change. Les performances passées du mandat ne préjugent pas de ses performances futures. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que la Banque ne tient compte d'aucune contrainte fiscale dans le cadre de la gestion financière du portefeuille et notamment celle relative aux revenus de capitaux mobiliers et aux plus-values de cessions de valeurs mobilières quel que soit son lieu de résidence fiscale. Votre conseiller habituel se tient à votre disposition pour tout complément d'information. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. Les caractéristiques et mesures sont fournies à titre indicatif uniquement et sont susceptibles d'être modifiées pour tenir compte des changements de marché. L'allocation présentée est à la date indiquée, peut ne pas représenter l'allocation actuelle ou future et est susceptible d'être modifiée sans préavis. MSCI. Les données MSCI sont réservées exclusivement à un usage personnel et ne doivent être ni reproduite, ni transmises ni utilisées dans le cadre de la création d'instruments financiers ou d'indices. Les données MSCI ne sauraient constituer ni un conseil en investissement, ni une recommandation de prendre (ou de ne pas prendre) une décision d'investissement ou de désinvestissement. Les données et performances passées ne sont pas un indicateur fiable des prévisions et performances futures. Les données MSCI sont fournies à titre indicatif. L'utilisateur de ces données en assume l'entière responsabilité. Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué ou lié à la compilation, à l'informatisation ou à la création des données MSCI (les « parties MSCI ») ne se porte garant, directement ou indirectement, de ces données (ni des résultats obtenus en les utilisant). Les Parties MSCI déclinent expressément toute responsabilité quant à l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la qualité, l'adéquation ou l'utilisation de ces données. Sans aucunement limiter ce qui précède, en aucun cas une quelconque des parties MSCI ne saurait être responsable de tout dommage, direct ou indirect (y compris les pertes de profits), et ce même si la possibilité de tels dommages avait été signalée (www.mscibarra.com).

CCF

CCF - S.A. au capital de 147 000 001 €, agréée en qualité d'établissement de crédit et de prestataire de services d'investissement, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 315 769 257 - Siège social : 103 rue de Grenelle - 75007 Paris. Intermédiaire en assurance immatriculé à l'ORIAS sous le numéro 07 030 182 (www.orias.fr).

Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Rothschild & Co
Asset Management