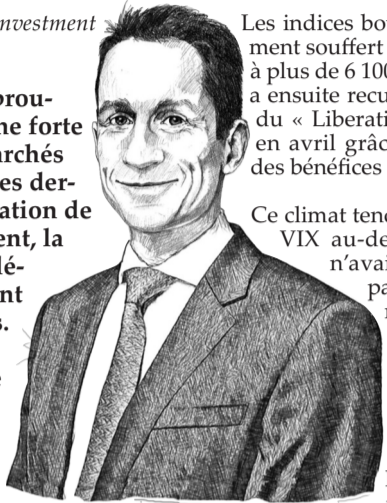


Hope for the best, prepare for the worst

Par Vincent JUVYNS, Chief Investment strategist ING

Après un semestre éprouvant, marqué par une forte volatilité sur les marchés financiers, et notamment ces derniers jours avec la détérioration de la situation au Moyen-Orient, la plupart des investisseurs décomptent les semaines avant des vacances bien méritées. Pourtant, avant de refermer ce premier chapitre de l'année et de boucler nos valises, il nous faut encore nous acquitter d'un rituel aussi compliqué qu'indispensable, celui de s'accorder sur les perspectives de mi-année.



Chez ING Investment Office, c'est désormais chose faite et c'est avec fierté que je partage ici le fruit de nos réflexions, sur le thème de « Hope for the best, prepare for the worst », qui reflète notre scénario central résolument optimiste mais prudent et nos choix en termes d'allocation d'actifs pour les prochains mois, qui sont à la fois offensifs et défensifs.

Premier semestre marqué par la volatilité et un rebond en V

Le premier semestre a été marqué par un retour brutal de la volatilité. L'annonce de droits de douane américains bien plus élevés qu'anticipé a mis fin à l'exceptionnalisme américain. Ce revirement a pris les marchés par surprise, provoquant un désengagement rapide des investisseurs vis-à-vis des actifs américains. Le dollar en a été particulièrement affecté, s'affaiblissant de 11% face à l'euro.

Les indices boursiers américains ont également souffert puisque, après avoir culminé à plus de 6 100 points en février, le S&P 500 a ensuite reculé de plus de 20 % en raison du « Liberation Day » avant de rebondir en avril grâce notamment à la résilience des bénéfices des entreprises.

Ce climat tendu s'est traduit par un pic du VIX au-dessus de 50, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis la pandémie de 2020. Plus surprenant encore, l'indice MOVE, qui mesure la volatilité sur les marchés obligataires, a lui aussi bondi, signe que l'incertitude s'est propagée à toutes les classes d'actifs. Même Donald Trump, pourtant à l'origine de la montée des tensions commerciales, a dû temporiser son discours pour apaiser les marchés obligataires. Le calme n'a cependant été que de courte durée car les inquiétudes des marchés se sont ensuite reportées sur la soutenabilité de

la dette publique des États-Unis, en particulier après la relance du débat sur une nouvelle baisse de la fiscalité. A cela s'est encore ajouté l'attaque israélienne sur les infrastructures nucléaires iraniennes, qui fait craindre un embrasement de la région et des prix pétroliers.

Face à cette instabilité, notre approche a été de conserver une allocation neutre en actions, tout en procédant à des ajustements tactiques. Lorsque les marchés ont corrigé en avril et que les valorisations sont passées sous leurs moyennes historiques, nous avons renforcé nos positions afin de maintenir notre exposition. Ce repositionnement s'est révélé opportun a posteriori.

Du point de vue macroéconomique, conscients qu'il n'y a pas de gagnants dans une guerre commerciale, nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance pour la plupart des grandes économies, et de manière plus marquée pour les États-Unis, où nous attendons désormais 1,6 % en 2025 contre 2,1 % précédemment.

Suite en page 3

La dette américaine sous pression

Par Thomas VEIT, Head of Fixed Income, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

L'agence de notation Moody's vient de dégrader la note des États-Unis, retirant le dernier AAA au pays, 14 ans après S&P et 2 ans après Fitch. Bien que symbolique et anticipée par les marchés financiers, cette dégradation remet en exergue les dérives budgétaires passées et les défis qui attendent l'une des plus importantes puissances mondiales, à l'heure où les incertitudes économiques générées par la politique du président Trump battent leur plein.



Le marché obligataire n'a pas attendu Moody's pour « sanctionner » la dette américaine et a clairement recréé une prime de risque visible à plusieurs niveaux depuis l'arrivée de Donald Trump. Tout d'abord, le CDS (Credit Default Swap) du pays s'est envolé depuis la fin d'année dernière passant de 20 bps à près de 55 bps, des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2011.

Ensuite, la prime de terme, qui se définit par la compensation supplémentaire qu'un investisseur exige pour détenir une obligation à long terme plutôt qu'une série d'obligations à court terme, a fortement augmenté passant de -0,2 % en septembre dernier à +0,88 % à fin mai. Au sommet des 11 dernières années, ces niveaux montrent également le degré d'incertitude élevé qui plane sur l'économie américaine. Enfin, et dans la même idée, les courbes de taux se sont fortement repentifiées, bien que les niveaux soient encore inférieurs aux moyennes à long terme.

Que pouvons-nous désormais attendre des taux américains et quelles seront les métriques à surveiller dans les prochains mois ?

Le marché obligataire a rarement eu autant d'informations à traiter en même temps, ce qui rend l'environnement encore plus volatil et incertain. En effet, la vague d'inflation post-Covid ayant entraîné une forte remontée des taux de la part des banques centrales a été extrêmement négative pour le marché obligataire mais pour autant, ce mouvement une fois enclenché était plutôt prévisible et gérable car seule la composante « inflation » influait sur le marché. Trois années plus tard, la situation est complètement différente et le marché obligataire doit intégrer et essayer de hiérarchiser trois principaux paramètres : des incertitudes sur les perspectives d'inflation, un marché de l'emploi qui pourrait se dégrader et un déficit important qui ne suit pas une trajectoire rassurante.

Sur le premier point, l'inflation est actuellement plus ou moins sous contrôle (CPI à 2,30 % et CPI core à 2,8 % en avril) mais l'instauration de droits de douane par l'administration Trump fait planer un risque de rebond et empêche la Fed de normaliser davantage sa politique monétaire. L'inflation va rester une variable cruciale dans les prochains mois.

Sur base des droits de douane actuellement proposés, on estime que le taux de tarif moyen imposé par les États-Unis au reste du monde passerait de 2,3 % en 2024 à 12 % cette année, soit un retour au niveau du début de la Seconde Guerre mondiale. La grande interrogation est

donc de savoir qui, des entreprises ou des consommateurs, va payer la facture de cette augmentation substantielle du prix des importations.

En 2021-2022, la question ne se posait pas, ou du moins, la réponse était assez évidente. En effet, les consommateurs américains disposaient d'un taux d'épargne record (30 %) à la suite des différents confinements et aux chèques directement reçus de l'administration américaine, tout cela avec une très forte envie de consommer. De plus, les marchés financiers ont connu des années exceptionnelles (S&P500 en hausse de 58 % entre 2023 et 2024) créant un effet richesse pour la plupart des Américains ayant leur plan de pension investi en bourse.

Enfin, ces derniers ont consommé à crédit comme jamais avec des encours sur les cartes de crédit en hausse de 250 milliards entre début 2022 et aujourd'hui, et ce, malgré une augmentation drastique du coût de ces crédits qui sont passés de 14,5 % à près de 22 % sur cette même période. Conséquences, les retards de paiement sur ces crédits à la consommation sont au plus haut depuis 2009 et le taux d'épargne est désormais redescendu sous les 4 %. Il semble donc aujourd'hui beaucoup plus compliqué pour les entreprises de répercuter les hausses de coût sur les prix et donc sur le consommateur. Nous pensons donc que les entreprises, contrairement à la vague d'inflation post-Covid, prendrons une partie substantielle de ces hausses de coût sur leurs marges, limitant ainsi l'effet inflationniste.

De plus, il ne faut pas oublier que les indices d'inflation aux États-Unis, composés à 60-70 % de services, ne devraient être que très peu touchés par les tarifs douaniers et à 25-30 % de biens de consommation, dont une partie est directement produite sur le sol américain.

Suite en page 2

Lire article en page 14

ESG & SUSTAINABILITY
Devising a bespoke strategy to master your challenges
arendt.com

Sommaire

- ◆ **Economie**
 - « L'économie devrait éviter la récession » (Daniele ANTONUCCI, Quintet) p.5
 - United States and China: between forced cooperation and open confrontation (Bruno COLMANT) p.7
- ◆ **Conseil / RSE**
 - "Luxembourg's tax environment is seen positively" (EY Attractiveness Survey) p.12
 - The use of AI across Luxembourg's financial industry (ABBL, ALFI, CSSF) p.19
- ◆ **Fonds d'investissement**
 - La conjoncture mondiale semble résister (Guy WAGNER, BLI) p.27
 - Conseils d'hygiène financière avant un été boursier agité (Christopher DEMBIK, Pictet AM) p.30
- ◆ **Droit / Emploi**
 - Arrêtons de croire qu'il faut uniquement des talents pour réussir (Caroline LAMBOLEY) p.36
 - L'employabilité apparaît comme la priorité absolue (Enquête Randstad) p.37
- ◆ **IA / ICT**
 - L'IA à toutes les sauces... et parfois sans recette (Renaud BARBIER, Osons) p.46
 - How a Luxembourg Fintech is Redefining Treasury for Mid-Sized Businesses (Jürgen WOLFF, Financial Navigator) p.47

Sommaire détaillé en page 2

La dette américaine sous pression

Suite page Une

Donc bien qu'encore incertain, l'impact inflationniste des tarifs douaniers sur les niveaux actuels devrait être assez limité selon nous et permettre à la Fed de continuer sa normalisation monétaire plus tard dans l'année. Le marché est plutôt aligné sur ce point, anticipant deux baisses de taux cette année, laissant les anticipations d'inflation sur des niveaux proches de 2 % et les taux courts plutôt stables.

Côté emploi, le taux de chômage à 4,2 % reste toujours sur des niveaux proches du plein emploi. Cependant, cette vague d'incertitude qui pèse sur l'économie depuis le *Liberation Day* du 2 avril, se traduit pour l'instant par des indicateurs de sentiment très dégradés, que ce soit au niveau du consommateur mais également des entreprises. Nous pensons que ces indicateurs de sentiment devraient se traduire par une dégradation du marché de l'emploi américain dans les prochains mois. Si les entreprises doivent prendre en charge une partie des augmentations des prix liées aux importations sur leurs marges, cela pourrait les pousser à être plus restrictives sur les embauches et potentiellement à commencer à licencier. Si celles-ci décident de répercuter ces coûts sur des consommateurs aujourd'hui plus fragiles, l'impact sur les volumes et leur chiffre d'affaires pourrait alors se faire ressentir.



La ligne semble donc très fine aujourd'hui pour que cet épisode des tarifs douaniers ne laisse pas de séquelles sur les résultats des sociétés et donc sur le marché de l'emploi. La Fed, extrêmement attentive à ces évolutions se tiendra prête à agir rapidement en cas de détérioration, rappelons-nous la baisse de 50 bps en septembre dernier sous fond d'inquiétude sur le marché de l'emploi.

Enfin, le déficit budgétaire s'établi à 7 % du PIB avec une trajectoire qui ne semble pas s'améliorer et, dans le même temps, une dette nette qui représente aujourd'hui près de 100 % du PIB, alors qu'en 1980, elle n'en représentait que 25 %. Cette hausse de 75 points ne s'est pas faite de manière linéaire mais est à mettre au crédit de deux événements majeurs : la politique de relance liée à la crise financière de 2008 (+35 points) ainsi qu'à la gestion de la crise Covid (+20 points) ; les récessions de 1980, 1990 et 2001 étant responsables de l'endettement supplémentaire.

Ce stock de dette combiné à l'augmentation des taux d'intérêt coûte aujourd'hui au gouvernement américain 2,5x plus cher en charge d'intérêt qu'il y a dix ans et pèse fortement sur le déficit. Pour preuve, le budget dédié au remboursement de la dette représente aujourd'hui 17 % des dépenses totales contre moins de 10 % il y a dix ans.

La Big Beautiful Bill de Donald Trump qui vient de passer à la Chambre des Représentants n'arrange rien à la situation car demanderait, en l'état, de trouver près de 3 000 milliards de dollars de financement supplémentaire sur 10 ans. Le président et son administration comptent sur les revenus liés aux tarifs douaniers et aux coupes budgétaires générées par le DOGE pour financer ce nouveau déficit, le marché en doute sérieusement.

Cette gestion budgétaire laxiste des années précédentes couplée à un budget expansionniste commence à entamer la confiance des investisseurs concernant la dette américaine. Les parties longues des courbes remontent fortement avec, notamment, un taux à 30 ans ayant retouché, fin mai, ses plus hauts niveaux du cycle à 5,15 %. Bien qu'attraitif en absolu, nous pensons qu'il ne faut pas se surexposer sur la partie longue de la courbe américaine pour l'instant, rappelons-nous du moment « Liz Truss » au Royaume-Uni durant lequel le marché obligataire avait très durement sanctionné un budget jugé trop dépensier.

Enfin, outre ces considérations macroéconomiques propres aux États-Unis, d'autres facteurs relevant davantage des flux de capitaux pourraient continuer de peser sur les parties longues de courbe.

En effet, la dette américaine étant détenue à 30 % par des investisseurs étrangers, ces derniers jouent un rôle important. Le principal risque vient clairement du Japon qui détient 1 100 milliards de dollars de dette

américaine de maturité longue soit plus de 3,5 % du stock total. Les investisseurs japonais ont été habitués à des taux d'intérêt extrêmement bas durant des décennies, trouvant de l'intérêt dans les rendements en dollar même après couverture du taux de change.

Aujourd'hui, après un retour de l'inflation, la Banque du Japon normalise sa politique monétaire et les parties longues de courbe réagissent très fortement. Le taux à 40 ans a dépassé les 3,50 % alors que le taux à 2 ans est proche de 0,80 % après plus de 10 années en territoire négatif. L'arbitrage de détenir de la dette américaine couverte en yen par rapport à la détention de leur propre dette n'est plus intéressant sur ces niveaux et pourrait les amener à alléger leurs positions en bons d'État américain.

En conclusion, nous pouvons nous attendre à une volatilité qui restera importante sur les taux américains à cause du nombre important de facteurs qui influent actuellement sur l'évolution de cette courbe de taux. La partie courte nous semble peu risquée à ce jour où seul un fort rebond de l'inflation pourrait la faire chavirer. En revanche, la partie longue pourrait rester sous pression encore quelques temps avec des craintes d'un dérapage budgétaire mais également de débouclage de positions en Asie. A moins que le marché de l'emploi ne finisse par craquer en premier et oblige la Fed à agir plus rapidement que prévu.

Thomas VEIT,
Head of Fixed Income, Senior Portfolio Manager,
Spirit Asset Management

SOMMAIRE

◆ Economie

- Hope for the best, prepare for the worst (Vincent JUVYNS, ING) p.1 et 3
- La dette américaine sous pression (Thomas VEIT, Spirit Asset Management) p.1 et 2
- Industrie européenne : entre tempête et espoir (Philippe LEDENT, ING) p.4
- Zone euro : plutôt un bon début d'année, mais après ? (Publication mensuelle du STATEC) p.4
- « L'économie mondiale devrait éviter la récession » (Daniele ANTONUCCI, Quintet Private Bank) p.5
- Les aides au logement prolongées (ministère des Finances) p.5
- Le Forum Économique des Amériques 2025 : « Le changement, vecteur d'opportunités » (Andrei RĂDULESCU, Macroéconomiste) p.6
- « Améliorer la diversification des économies afin de mieux faire face à des conditions en évolution » (Xavier Bettel et Gilles Roth à la réunion OCDE) p.6
- « Nous devons saisir les opportunités de collaboration » (Gilles Roth en visite de travail au Japon) p.6
- United States and China: between forced cooperation and open confrontation (Bruno COLMANT, Royal Academy of Belgium) p.7
- Inauguration de l'ambassade du Luxembourg au Canada (Xavier Bettel au Canada) p.7
- L'Union européenne, une puissance géopolitique ? (Jean MARSIA, François MENNERAT, S&D) p.8
- « Le premier frein à la compétitivité, c'est le prix de l'énergie » (Conseil « Compétitivité » à Bruxelles) p.8
- Print money or sink: Europe faces an existential choice (Bruno COLMANT, Royal Academy of Belgium) p.9
- La BCE abaisse ses taux directeurs (Reuters) p.9
- La Turquie, nouvelle puissance régionale, en équilibre entre trois mondes (Marc TRENTÉSEAU, Ambassadeur honoraire) p.10
- A Fictional Text: Washington D.C., August 17, 2025: The Great Devaluation of the Dollar (Bruno COLMANT, Royal Academy of Belgium) p.11
- Economie mondiale : vers un nouveau semestre agité ? (Hélène BAUDCHON, BNP Paribas) p.11

◆ Conseil / RSE

- « Luxembourg's tax environment is seen positively » (EY Luxembourg Attractiveness Survey) p.12
- UK Non-Doms Eye Luxembourg: Tracking the Shift After UK Tax Changes (Xavier MARTINEZ, Sacha THILL, Henri PRIJOT, KPMG) p.12
- Understanding Debt Capacity Analysis in Transfer Pricing: A Luxembourg Perspective (Xanthippi KLADOU, Sophie BOULANGER, KPMG) p.13
- CSRD in Luxembourg: what asset managers should know (Sara GARCIA, Arendt & Medernach, Rocco MEZZATESTA, Arendt Regulatory & Consulting) p.14
- Lancement du label Finance Europe (ministère des Finances) p.14
- Les millionnaires luxembourgeois perdent du terrain (World Wealth Report 2025 - Capgemini) p.15
- Beyond the KID: Unlocking new communication opportunities with consumer composite investments (Francois Kim HUGE, Tobias DEGUNTHER, Deloitte) p.16
- Private credit competition is set to intensify in Europe (Study from Nordic Trustee) p.16
- Driving Transformation in Tax, Compliance, and Regulation through Digitalization, Transparency, and Strategic Alignment (Tax Roundtable EY) p.17
- OneLife dépasse les 10 milliards d'euros d'actifs et accélère sa transformation p.17
- EU bank's green shift: leading with climate strategy (Vanessa MÜLLER, Blanca HIDALGO, Andrea ZARA, EY) p.18
- L'UE retarde les règles de Bâle III sur les risques de marché (Reuters) p.18
- Cracking the Code: Transforming Prospectus Review Through Regulatory Tech at Arendt (Corinne PRINZ, Yann FIHEY, Xavier MANGEARD, Pierre-Yves MAUCHARD, Arendt) p.19
- The use of AI across Luxembourg's financial industry (ABBL, ALFI, CSSF) p.19
- Defending Europe in the Age of ESG: Legal Tensions Between EU Defence Spending and Sustainable Finance Regulation (Lisa KLEMANN, Garry REULAND, KLEYR_GRASSO) p.20
- Le Luxembourg actualise son évaluation nationale des risques de blanchiment de capitaux (ministère de la Justice) p.20
- Simplifying Sustainability - Regulatory Evolution in ESG Disclosure (Oriane KAESMANN, LHoFT) p.21
- An overview of the fight against corruption at the transnational level (Nessym Jules TIR, Wolff & Partners SCS) p.22
- TVA : Quelle est la base taxable des services intragroupe ? (Cédric TUSSIOT, Tomas PAPOUSEK, Michel LAMBION, Deloitte) p.22
- Understanding the Impact of Pillar Two on Financial Reporting: Key Takeaways from CNC Q&A 25/035 (Christian SCHLESSER, Eduardo ISIDRO, EY) p.23
- La biodiversité, enjeu stratégique pour la finance inclusive (Nausica FIORELLI, ADA) p.23
- Navigating the new frontier: Understanding the impact of AIFMD2 on EU alternative investment fund managers (Bertrand PARFAIT, Alexandre GALGAN, Francesco D'AVANZO, Deloitte) p.24
- « ManCos' operating models are being reshaped » (PwC's Observatory for Management Companies 2025) p.24

DEI at a crossroads: Why inclusion still matters in 2025 (Foyer Group) p.25

Les mules financières ne sont pas toutes identiques (Jonathan LAMB, LexisNexis Risk Solutions) p.25

◆ Fonds d'investissement

- Private Equity : focus sur les stratégies d'investissement des institutionnels (Thibault DELBARGE, Altaroc) p.26
- The Rise of Timber and Forestry Funds in recovering PE and VC Markets (Saurav CHAKRABORTY, Raphaël BETTI, EY) p.26
- Malgré les innombrables volte-faces de l'administration américaine, la conjoncture mondiale semble résister (Guy WAGNER, BLI) p.27
- ESMA's Final Reports on RTS and Guidelines on LMTs under the Revised AIFMD and UCITS Directive (A. NEZERITIS, M. HIRTZ, S. RANTE, Ashurst) p.27
- « 2024 mark real progress for Luxembourg as cross-border fund centre » (ALFI Report) p.28
- European sovereignty as opportunity (Christophe HAUTIN, Allianz Global Investors) p.28
- Création d'Indosuez Fund Solutions p.28
- LPEA's AGM Highlights 16% Membership Growth in 2024 p.29
- Investors would be wise to stay the course (Study by Capital Group) p.29
- Conseils d'hygiène financière avant un été boursier agité (Christopher DEMBIK, Pictet Asset Management) p.30
- Investor optimism returns (Damien PETIT, Banque de Luxembourg) p.30
- Les ETF actifs dynamisent les investissements obligataires (Michael John LYTLE, Tabula IM) p.30
- Some suggestions for EuVECA 3.0 (Sebastian Niels HOOGHIEMSTRA, Loyens & Loeff) p.31
- US equities: risk premium is being eroded; any potential upside is diminishing (Michaël LOK, Union Bancaire Privée - UBP) p.32
- Stablecoins: the next monetary revolution? (Bruno COLMANT, Royal Academy of Belgium) p.32
- L'arlésienne de la croissance des bénéfiques (Florian ALLAIN, Mandarin Gestion) p.32
- Carbon markets: the asset class that speaks the language of climate and capital (David CZUPRYNA, STX Asset Management) p.33
- Les investisseurs immobiliers prudemment optimistes (Enquête JLL - Belgique et Luxembourg) p.33
- A decade since the Paris Agreement and the green bond market has never looked better (Johann PLÉ, AXA IM) p.34
- Le Private Equity au cœur de la transition énergétique (Ferdinand DALHUISEN, Pablo REVUELTA, ODDO BHF Asset Management) p.34

◆ Droit / Emploi

- Une première au Luxembourg : Le Tribunal du travail se prononce sur le statut d'un travailleur de plateforme (Anaïs PHILIPP, Castegnaro) p.35
- Record en matière de dons philanthropiques p.35
- Arrêtons de croire qu'il faut uniquement des talents pour réussir (Caroline LAMBOLEY) p.36
- L'employabilité apparaît comme la priorité absolue (Enquête Workmonitor Pulse de Randstad) p.37
- Ce que le monde doit à l'Église (Dominique de la BARRE, La Nouvelle Ligne) p.37
- 64 % des luxembourgeois héritent directement de leurs grands-parents (Etude Capital Group) p.37
- La CAA de Paris donne une leçon à l'administration fiscale et corrige le comité de l'abus de droit ! (Me Philippe LAURENS, NEXUS Conseils) p.38
- Lutte contre la traite des êtres humains au Luxembourg : entre complexité juridique et défis pratiques (Nicolas DUCHESNE, Conférence Saint-Yves) p.39
- Entrepreneurs' Days : Une journée dédiée au début de votre entreprise (House of Entrepreneurship) p.39
- Turbulences à tous niveaux et éducation financière comme remède efficace (EFPA Luxembourg) p.40
- « Le pavillon illustre parfaitement la diversité du Luxembourg » (S.A.R. le Grand-Duc au Japon) p.40
- Enjeux de transition : comment accompagner la transformation ? (Lily DESNOES, LBP AM) p.41
- PwC forms an alliance with Finologie p.41

◆ IA / ICT

- Accélérer la souveraineté numérique 2030 (ministère de la Digitalisation) p.44
- Lancement d'une campagne nationale de lutte contre la fraude en ligne (ministère de l'Économie) p.44
- Do you really need both PSD2 and MiCA licences? EBA issues no-action letter on interplay between payments and crypto-regulations (NautaDutilh Avocats) p.45
- Transformation digitale : concilier innovation, cadre réglementaire et compétences humaines (Chloé HENIN, WESTPOLE) p.45
- L'IA à toutes les sauces... et parfois sans recette (Renaud BARBIER, Osons) p.46
- Adoption de l'IA dans l'industrie (Enquête FEDIL) p.46
- How a Luxembourg Fintech is Redefining Treasury for Mid-Sized Businesses (Dr. Jürgen WOLFF, Financial Navigator) p.47
- 30 recommandations pour faire du Luxembourg un hub de l'IA (Chambre de Commerce) p.47

◆ Allure, Influence

p.41

◆ Nominations

p.42 et 43