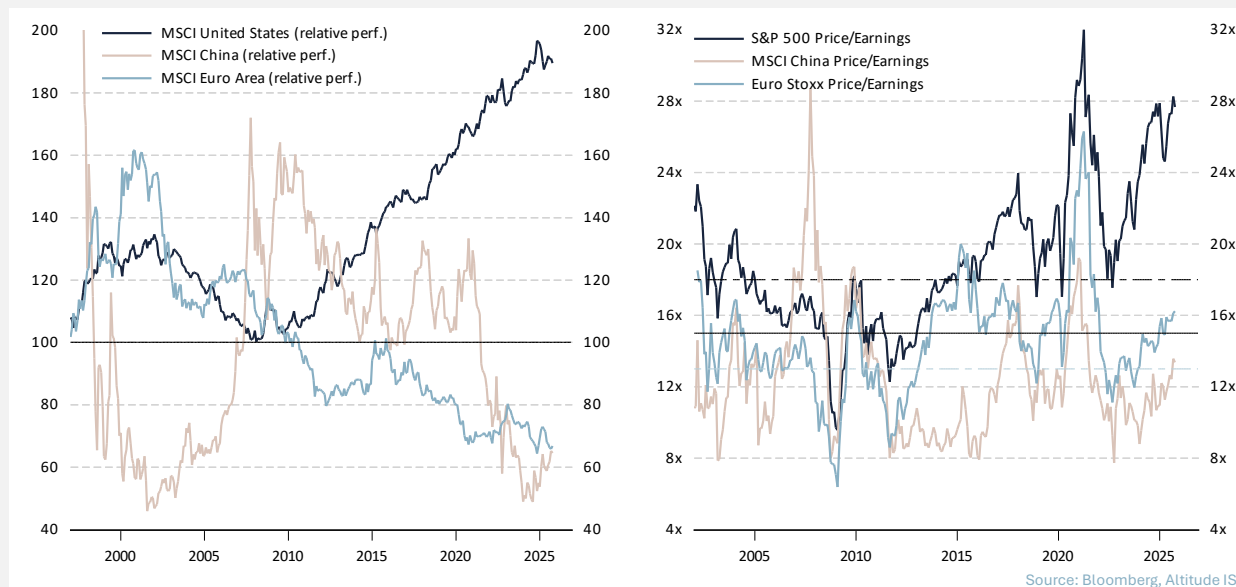


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 20 octobre 2025

"ÉTATS-UNIS, CHINE & ZONE EURO : TROIS GÉANTS PAS SI DIFFÉRENTS"

- Partout, la dynamique tend vers moins de croissance et moins d'inflation
- Les politiques budgétaires et monétaires sont très accommodantes
- L'avantage revient aux obligations américaines et européennes...
- ... mais aussi au yuan et aux actions chinoises

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Poursuite de tendance ou retour à la moyenne ?"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les États-Unis, la Chine et la Zone Euro représentent, à eux trois, plus de la moitié de l'économie mondiale, respectivement 26%, 17% et 15%. Leur poids est tel que leur dynamique de croissance influence celle des voisins directs et des partenaires commerciaux, que ce soit le Canada ou le Mexique pour le premier, l'Inde ou la Corée du Sud pour le deuxième, le Royaume-Uni ou la Suisse pour le dernier. A la fin d'une année 2025 marquée par des conflits militaires, des tensions commerciales, des dérapages budgétaires, des imbroglios politiques et des catastrophes naturelles, **où ces trois grandes zones en sont-elles ?**



La croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) chinois est estimée à 5% pour 2025. Quoiqu'en ralentissement significatif par rapport aux décennies précédentes, elle demeure très au-dessus de celles des États-Unis et de la Zone Euro (cf. Fig. 2). Ces deux dernières sont d'ailleurs en train de converger, sous la barre des 2%. C'est ainsi que la Chine, malgré les inquiétudes des investisseurs internationaux vis-à-vis de la crise immobilière qui la ronge depuis 2021, contribue à elle seule pour 30% à la croissance mondiale. En ce qui concerne l'avenir, **les indicateurs avancés**, tels que ceux construits grâce aux enquêtes d'opinion, **ont du mal à s'élever.** Depuis 2023, la confiance des directeurs d'achat est constamment sous le seuil de 50 points, qui sépare les zones d'expansion et de contraction de l'activité (cf. Fig. 3).

Fig. 2 – Activité économique

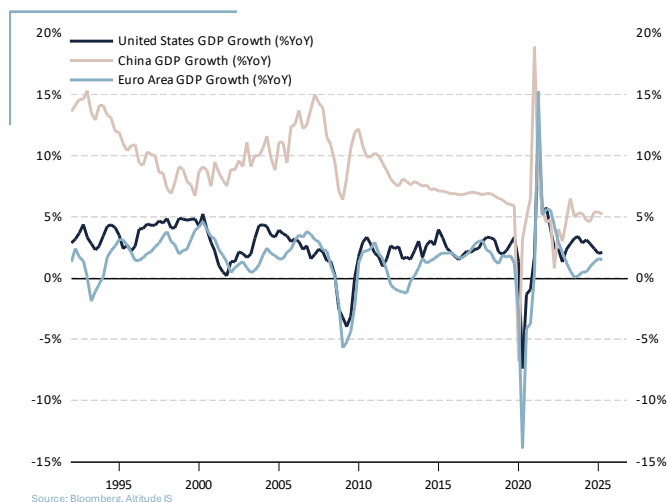
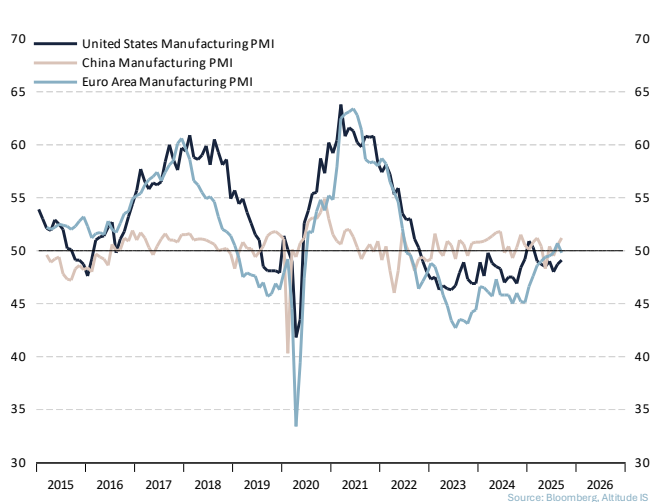


Fig. 3 – Confiance des entreprises



Les ménages ne sont pas plus optimistes (cf. Fig. 4). Aux États-Unis, les politiques de licenciement dans le secteur public, les freins à l'immigration et, surtout, les taxes sur les importations, ont fait bondir les craintes d'une nouvelle vague d'inflation. Non seulement l'incertitude est élevée mais le pouvoir d'achat chute de manière vertigineuse. Si l'emploi venait à se contracter, alors le moral des ménages chuterait davantage encore.

Fig. 4 – Confiance des ménages

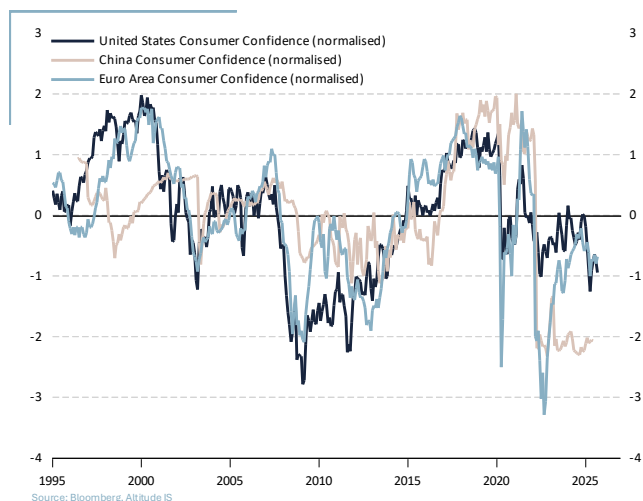
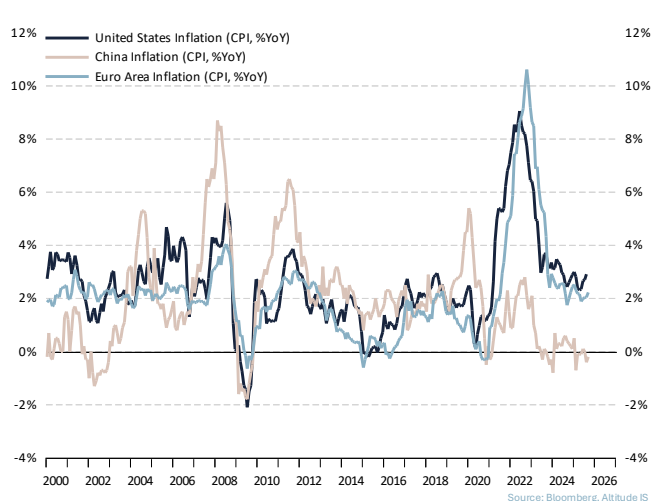


Fig. 5 – Taux d'inflation





En Chine, tant que le patrimoine immobilier perdra de la valeur et que le système social ne sera pas plus protecteur, les ménages seront inquiets et épargneront une part très importante de leurs revenus. Les dernières décisions stratégiques du gouvernement, que ce soit le plan de relance ou les mesures "anti-involution", sont en train de favoriser la capacité des ménages à dépenser. Leur confiance ne se détériore plus. Il reste encore du chemin à parcourir mais cela permettra à la consommation de prendre le relais des exportations. En Zone Euro, si la confiance des ménages est faible ce n'est plus à cause de l'inflation, qui était venue rogner le pouvoir d'achat ces dernières années. En revanche, les difficultés rencontrées par le secteur automobile en Allemagne, le dérapage du déficit public en France, la crise démographique en Italie ou les catastrophes climatiques en Espagne sont autant de facteurs qui incitent à la modération des dépenses de consommation.

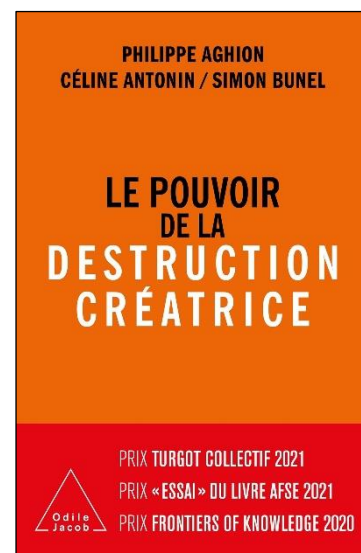
À plus long terme, la trajectoire de croissance dépendra de la capacité à innover et à diffuser les technologies. Philippe Aghion, récemment récompensé par le prix Nobel d'économie aux côtés de Peter Howitt et Joel Mokyr, souligne que le leadership technologique est le facteur clé de la puissance économique. Dans ses travaux, épaulé par Céline Antonin et Simon Bunel, il ne s'arrête pas là (cf. référence littéraire). Il met en avant le rôle des innovations secondaires qui suivent les grandes ruptures. Pour qu'une technologie soit productive, elle doit s'appuyer sur des relais de manière à devenir accessible en termes de prix et se diffuser au sein de l'économie. Cette diffusion démarre au niveau de l'entreprise avec un temps d'adaptation, puis s'étend aux ménages à mesure que les prix reculent et que les usages se généralisent. Par exemple, la chaîne de montage est une innovation secondaire induite par la révolution de l'électricité dans le secteur automobile. De même, la vente en ligne est une innovation dérivée d'internet et appliquée au secteur des services commerciaux. Ce type d'innovations secondaires permet d'améliorer le processus de production des entreprises, d'augmenter leur productivité et, in fine, le potentiel de croissance de l'économie.

Ce mécanisme devra s'appliquer aussi à l'intelligence artificielle (IA) pour qu'elle devienne une source de productivité et de croissance à long terme.

Cela prendra du temps et devrait conduire les trois principales économies mondiales sur des trajectoires très différentes.

Aux États-Unis, la culture du financement privé de jeunes entreprises, tout comme les liens entre les universités et les entreprises, permettront un cycle d'innovation rapide et une adoption interne efficace. En Chine, le rattrapage technologique a laissé place à une phase d'innovation propre. A la différence du Japon des années 90, le pays ne se repose pas sur ses acquis. Au contraire, il est en train de prendre l'avantage dans certains secteurs d'avenir. L'ascension de la Chine est loin d'être terminée. Dans la Zone Euro, la communauté scientifique est de qualité, le maillage industriel est dense et le secteur public est en appui, mais le financement et la diffusion au sein des entreprises demeurent laborieux. Un sursaut est nécessaire.

Actuellement, la faiblesse de la demande induit une très faible pression sur les prix. Au pays de l'Oncle Sam et au sein de l'Union monétaire européenne, l'inflation est voisine de son niveau idéal, proche mais au-dessous de 2% (cf. Fig. 5). Les pressions salariales étant inexistantes à l'exception de quelques secteurs très particuliers, une spirale d'emballement des prix est impossible actuellement. En Chine, cette situation a été exacerbée par la concurrence féroce que se sont livrée les entreprises chinoises, notamment dans les secteurs technologiques. La croissance des prix est si faible qu'elle en devient parfois négative. Il ne s'agit pas d'une déflation au sens strict car le recul des prix n'est pas généralisé, mais davantage d'une très forte désinflation. Cette stratégie commerciale a mis les marges et les bénéfices des entreprises sous pression, mais elle a permis de faire émerger des leaders chinois au niveau mondial. Elle a également rendu indolores, ou presque, les droits de douane américains.





Dans ce contexte, **les banques centrales peuvent aisément assouplir leur politique monétaire**. Elles ont commencé à le faire dès 2024 (cf. Fig. 6), la BCE de manière accélérée et la PBoC dans la continuité du cycle précédent. Seule la Fed a été contrainte de marquer une pause cette année, inquiète de voir l'inflation au-dessus de son objectif. Elle a repris son biais accommodant et celui-ci pourrait être accentué lorsque les chiffres économiques seront publiés en nette détérioration.

Fig. 6 – Taux directeurs

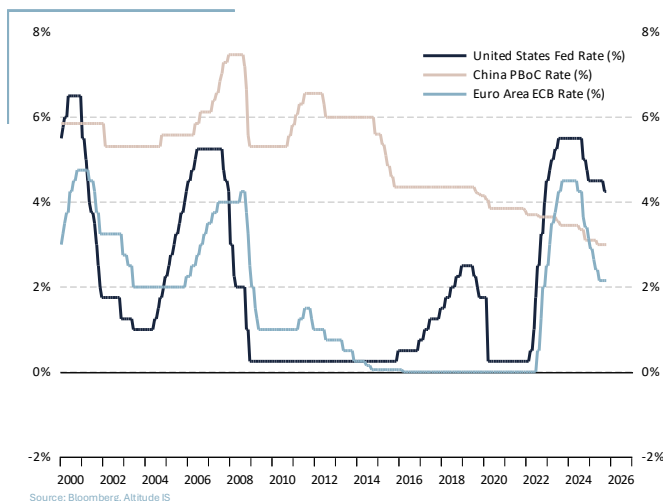
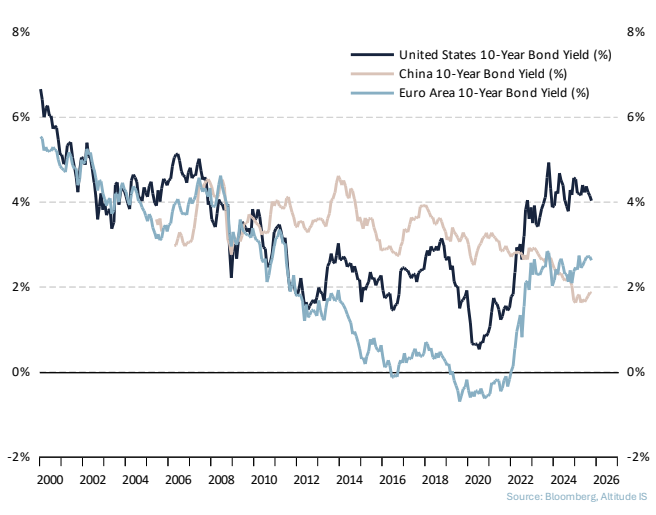


Fig. 7 – Rendements obligataires à 10 ans



Sur le marché obligataire souverain, le fait que la Chine n'ait pas eu à rehausser ses taux directeurs entre 2022 et 2023 a engendré une nette surperformance des obligations chinoises. Les rendements à 10 ans sont déjà sous la barre psychologique de 2% (cf. Fig. 7). Aux États-Unis et dans l'Union monétaire européenne, **la tendance baissière a été freinée pour deux raisons principales**. D'une part, les investisseurs doutent encore du ralentissement économique en cours. D'autre part, ils sont enclins à demander une prime de risque plus élevée que par le passé au vu du surendettement des Etats. Les rendements à 10 ans sont donc encore à 4.0% en dollars et à 2.6% en euros. Ils chuteront au cours des prochains trimestres pour avoisiner la croissance nominale de leurs économies respectives, à 3.5% et 1.8%.

Sur le marché des changes, nos analyses se sont souvent concentrées sur les deux principales devises mondiales, l'euro et le dollar, concluant que **la monnaie unique avait encore 11% à grappiller au billet vert**. Cela prendra place à mesure que la politique monétaire de la Fed convergera vers celle de la BCE. Concernant le yuan chinois, la situation est tout aussi intéressante. Pékin contrôle de manière rigoureuse l'évolution de sa monnaie, en utilisant un régime dit de "flottement administré". Cette année, la PBoC, sous l'autorité du Conseil d'État, n'a pas souhaité voir le yuan s'apprécier mais elle a préféré l'arrimer au dollar (cf. Fig. 8). Les principaux partenaires commerciaux de la Chine étant l'Europe, le Japon et les pays asiatiques voisins, la récente faiblesse du dollar, et donc du yuan, a donné un avantage compétitif extraordinaire aux exportateurs chinois.

Les cambistes l'oublient parfois, mais l'inflation a été nulle en Chine depuis 2023, alors que les prix ont progressé de 9% au pays de l'Oncle Sam. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, **le yuan aurait dû progresser de 9% contre le dollar. En réalité, il a chuté de -6%**. Ce grand écart a été un atout pour les principales sociétés chinoises mais il faudra qu'il se referme, au moins partiellement. Si les trois devises venaient à s'échanger à leurs valeurs d'équilibre, alors le yuan s'apprécierait de 4% face à l'euro qui, lui-même, progresserait de 11% face au dollar (cf. Fig. 9).



Fig. 8 – Taux de change

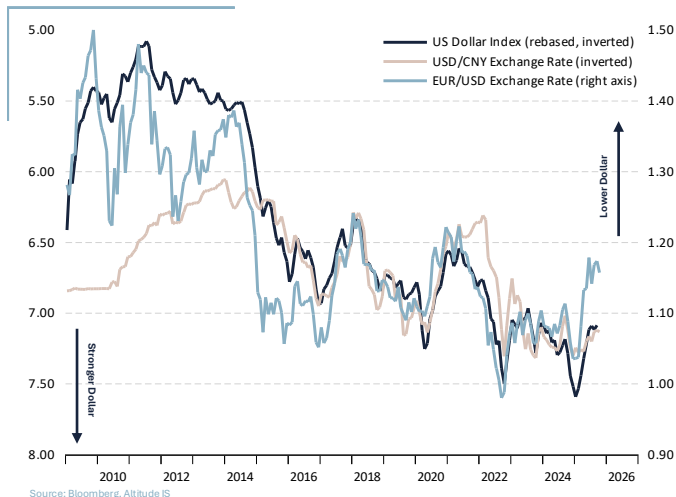


Fig. 9 – Ecart par rapport à l'équilibre

	Exchange Rate	PPP FairValue	Over/Under Valuation	Expected Performance
EUR/USD	1.16	1.28	-9.7%	<u>10.8%</u>
USD/CNY	7.14	6.22	<u>14.8%</u>	-12.9%
EUR/CNY	8.25	7.97	<u>3.6%</u>	-3.5%
USD/CHF	0.80	0.78	<u>3.3%</u>	-3.2%
EUR/CHF	0.93	1.01	-8.0%	<u>8.7%</u>
GBP/USD	1.33	1.54	-13.8%	<u>16.0%</u>
EUR/GBP	0.87	0.84	<u>4.0%</u>	-3.8%
GBP/CHF	1.07	1.20	-11.0%	<u>12.3%</u>

Source: Bloomberg, Altitude IS

Sur les places boursières, les investisseurs devront choisir entre des titres américains, dont le momentum semble inarrêtable mais dont les valorisations sont devenues exorbitantes, et des sociétés européennes ou chinoises, qui peinent à convaincre mais restent bon marché. **Les cotations de Shangai et Shenzhen pourraient retenir l'attention du plus grand nombre** car, depuis septembre 2024, elles se mettent également à surperformer. Au sein des indices chinois se trouvent les géants de la Tech ainsi que des sociétés "normales" qu'il serait dommage de négliger.

Conclusion :

En termes de fondamentaux, les trois géants de l'économie mondiale ont plus de points de ressemblance qu'il n'y paraît. En revanche, sur les différents marchés financiers, ils ne sont pas perçus ni valorisés avec les mêmes a priori. Une discrimination rationnelle s'impose, au bénéfice des obligations en dollars et en euros, au profit du yuan et des actions chinoises.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	983.9	54.00	1.2%	0.9%	18.8%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 664	53.00	1.7%	1.0%	14.5%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	46 191	51.85	1.6%	0.4%	10.0%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	22 680	54.28	2.1%	1.9%	18.1%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	589.8	55.59	0.9%	3.6%	20.3%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 355	48.89	-0.7%	1.8%	17.9%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 644	63.44	1.3%	5.4%	12.5%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	49 029	60.89	-1.1%	6.9%	21.4%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 362	56.02	-0.3%	1.1%	29.7%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	143 399	53.14	1.9%	-1.5%	19.2%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	61 744	54.47	2.1%	0.4%	28.4%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	84 397	69.54	1.8%	1.5%	8.7%	9.6%	20.3%
China (CSI)	4 531	48.96	-2.2%	-0.7%	17.5%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	158.5	53.32	2.3%	-2.8%	28.2%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	450.0	45.16	1.2%	-3.2%	7.8%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	295.7	66.22	3.0%	0.7%	10.8%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	252.7	40.03	0.4%	-3.0%	8.7%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	210.6	37.00	-0.4%	-2.7%	20.0%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	372.0	61.38	0.7%	4.1%	8.3%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	455.4	48.05	0.6%	0.6%	22.7%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	953.0	58.28	1.8%	5.2%	24.7%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	371.6	54.76	1.6%	2.2%	24.0%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	1 012	54.33	2.5%	-0.5%	6.4%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	198.7	76.24	2.0%	7.2%	27.2%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.38%	60.36	0.8%	-0.3%	8.3%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	3.80%	66.93	0.4%	0.7%	6.4%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.74%	69.49	0.6%	0.9%	1.4%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.34%	68.86	0.5%	0.8%	-0.1%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.49%	68.35	1.1%	1.1%	4.7%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.35%	63.09	0.3%	0.3%	1.6%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.40%	60.87	0.4%	0.0%	-2.2%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.25%	66.99	0.5%	1.7%	10.3%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.71%	66.53	0.5%	0.8%	7.9%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.00%	70.70	0.2%	0.8%	3.4%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.11%	55.44	0.4%	-0.3%	7.2%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.79%	53.08	0.5%	-0.3%	7.1%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.48%	43.34	0.2%	-0.4%	4.2%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.96%	54.82	0.3%	1.3%	9.4%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	540.4	59.34	1.0%	2.5%	22.7%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	716.4	58.68	1.3%	3.4%	19.7%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	287.7	45.31	-0.5%	0.4%	23.6%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	277.3	65.09	0.7%	1.0%	15.2%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	251.1	51.86	-0.7%	1.5%	10.8%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 771	90.62	n.a.	2.5%	10.0%	11.1%	7.8%
Macro	1 426	79.77	n.a.	3.6%	6.2%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 412	83.30	n.a.	0.7%	9.1%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 904	90.24	n.a.	2.4%	13.6%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 874	89.15	n.a.	2.4%	8.6%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 826	96.57	n.a.	1.9%	10.6%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 770	86.27	n.a.	1.0%	6.4%	9.8%	7.8%
Credit	1 693	98.70	n.a.	0.8%	6.0%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	#N/A N/A	100.00	n.a.	0.4%	4.3%	10.0%	11.2%
Commodity	1 995	94.47	n.a.	3.8%	11.5%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 379	63.21	n.a.	5.4%	2.8%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	20.78	57.15	-4.1%	32.2%	19.8%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	20.24	62.46	3.3%	20.4%	19.0%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	538.2	n.a.	-0.3%	-2.6%	0.3%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	4 236	n.a.	3.0%	14.9%	61.4%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	51.57	n.a.	-1.5%	17.0%	78.4%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	57.54	n.a.	-2.3%	10.2%	-19.8%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	60.94	n.a.	-5.5%	10.6%	-17.8%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	98.47	51.92	-0.8%	0.8%	-9.2%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1661	48.41	0.8%	-1.2%	12.6%	-6.2%	3.1%
JPY	150.71	44.78	1.0%	-2.0%	4.3%	10.3%	-7.0%
GBP	1.3423	49.04	0.7%	-0.7%	7.2%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6498	42.03	-0.3%	-1.5%	5.0%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4025	35.88	0.1%	-1.5%	2.6%	-7.9%	2.3%
CHF	0.7934	55.98	1.3%	-0.1%	14.4%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1242	54.75	0.1%	-0.1%	2.5%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.380	54.62	0.5%	-0.1%	13.3%	18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 840.8	48.81	0.1%	-0.7%	6.5%	-0.7%	4.8%
XBT	111 210	n.a.	0.0%	-4.0%	18.7%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après “Altitude IS”). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

