

## Équipe de gestion

Alberto TERRICABRAS

Boris NESME

Eric LOICHOT

## COMMENTAIRE DE GESTION

Juillet 2025 a été un mois d'une intensité rare sur le plan macroéconomique et géopolitique, marqué par un durcissement soudain du protectionnisme commercial initié par les États-Unis, dans un contexte de banques centrales toujours prudentes et de données économiques globalement résilientes. Le fait majeur du mois est sans conteste le virage agressif de l'administration Trump sur le plan commercial. À la suite d'un ultimatum fixé au 1er août, les États-Unis ont officialisé un train de mesures tarifaires de grande ampleur. Plusieurs accords bilatéraux ont été signés, dont un avec le Japon imposant des droits « réciproques » de 15%, donnant à Tokyo un avantage compétitif par rapport à d'autres exportateurs automobiles. Avec l'Union européenne, un compromis a été trouvé autour de tarifs généraux de 15%, légèrement au-dessus des scénarios de référence de la BCE. Si aucun mouvement de rétorsion n'est envisagé côté européen, ces nouvelles barrières devraient malgré tout peser sur certains secteurs exportateurs. D'autres partenaires comme l'Inde, le Canada ou encore la Suisse ont été davantage ciblés, avec des hausses de droits de douane comprises entre 25% et 39%. Sur le plan monétaire justement, la Réserve fédérale a maintenu ses taux inchangés pour la cinquième réunion consécutive, dans la fourchette 4,25–4,50%. Si la communication est restée inchangée – une approche résolument dépendante des données – le ton s'est sensiblement adouci en interne, deux membres du FOMC ayant voté pour une baisse de taux immédiate. Le rapport sur l'emploi décevant (+73k créations) nourrit désormais une forte probabilité de baisse dès octobre, désormais intégrée à plus de 80% dans les prix de marché. La Fed doit également composer avec une pression politique croissante, bien que la présidence de Jerome Powell semble se stabiliser après les critiques initiales de la Maison Blanche. En zone euro, la BCE a également maintenu le statu quo, comme attendu. L'inflation globale est restée stable à 2,0% YoY en juillet, tandis que le core s'est établi à 2,3%, porté par une modération des prix des services et une légère reprise sur les biens. Les derniers PMI confirment une amélioration graduelle de l'activité, avec un indice composite à 51, son plus haut niveau depuis 11 mois. Ce regain de dynamisme reste toutefois hétérogène : si l'Espagne tire l'ensemble vers le haut, l'Allemagne reste sous pression, et la France peine à retrouver un rythme de croissance soutenu. Le scénario d'une dernière baisse de taux de 25 pb en septembre reste d'actualité, bien qu'un allongement de la pause monétaire devienne crédible au vu des dynamiques de prix. Le marché obligataire a logiquement reflété ce repositionnement monétaire. Les taux américains à 10 ans ont fortement remonté en juillet (+15 pb à 4,37%), en réaction au CPI supérieur aux attentes et à un PIB Q2 ressorti en forte hausse à +3% annualisé. En Europe, les tensions tarifaires ont pesé sur les taux longs (+9 pb sur le Bund à 2,70%, +6 pb sur l'OAT à 3,35%), tandis que le segment court est resté stable dans l'anticipation d'une baisse en septembre. Les spreads de crédit ont montré une résilience remarquable. L'appétit pour le risque reste alimenté par la perspective d'un soutien monétaire probable, une inflation globalement maîtrisée et des résultats d'entreprises solides. Sur le marché monétaire, les spreads des émetteurs sont restés stables. L'Ester est resté autour de 1.92% tandis que l'Euribor 3 mois a connu une légère inflexion à la hausse de +4bps, terminant à 2%. Nous avons maintenu notre stratégie de variabilisation et d'allongement de la WAL.

## FUND MANAGER'S REPORT

July 2025 was a month of rare intensity on the macroeconomic and geopolitical fronts, marked by a sudden rise in trade protectionism initiated by the United States, against a backdrop of continued caution among central banks and broadly resilient economic data. The top story of the month was undoubtedly the Trump administration's aggressive shift in trade policy. Following an ultimatum set for 1 August, the United States formalised a wide-ranging set of tariff measures. Several bilateral agreements were signed, including one with Japan imposing "reciprocal" tariffs of 15%, giving Tokyo a competitive advantage over other car exporters. A compromise was reached with the European Union on general tariffs of 15%, slightly above the ECB's reference scenarios. Although no retaliatory measures are planned on the European side, these new barriers are nevertheless likely to weigh on certain export sectors. Other partners such as India, Canada and Switzerland were targeted more heavily, with tariff increases of between 25% and 39%. On the monetary policy front, the Federal Reserve kept rates unchanged for the fifth consecutive meeting, in the 4.25-4.50% range. While the statement was unchanged – a resolutely data-dependent approach – the tone softened significantly internally, with two FOMC members voting in favour of an immediate rate cut. The disappointing jobs report (+73k jobs created) now points to a high probability of a cut in October, which is already more than 80% priced into the market. The Fed is also facing increasing political pressure, although Jerome Powell's chairmanship appears to be stabilising after initial criticism from the White House. In the Eurozone, the ECB also maintained the status quo, as expected. Headline inflation remained stable at 2.0% YoY in July, while core inflation came in at 2.3%, on the back of slowing service prices and a slight uptick in goods prices. The latest PMIs confirmed a gradual improvement in activity, with the composite index at 51, its highest level in 11 months. However, this renewed momentum remains uneven: while Spain pulled the overall index higher, Germany remains under pressure and France is struggling to return to sustained growth. The scenario of a final 25bp rate cut in September remains on the cards, although an extension of the monetary pause is becoming credible given the trend in prices. The bond market logically reflected this monetary repositioning. US 10-year yields rose sharply in July (+15bp to 4.37%), in response to a higher-than-expected CPI and a sharp rise in Q2 GDP to +3% annualised. In Europe, tariff tensions put pressure on long-term yields (+9 bp on the Bund to 2.70%, +6 bp on the OAT to 3.35%), while the short-term segment remained stable in anticipation of a cut in September. Credit spreads proved remarkably resilient. Risk appetite remains buoyant on the prospect of likely monetary stimulus, broadly contained inflation and solid corporate earnings. In the money market, issuer spreads remained stable. The Ester remained at around 1.92%, while the 3-month Euribor edged up 4bp to 2%. We maintained our variable rate strategy with extension of the WAL.