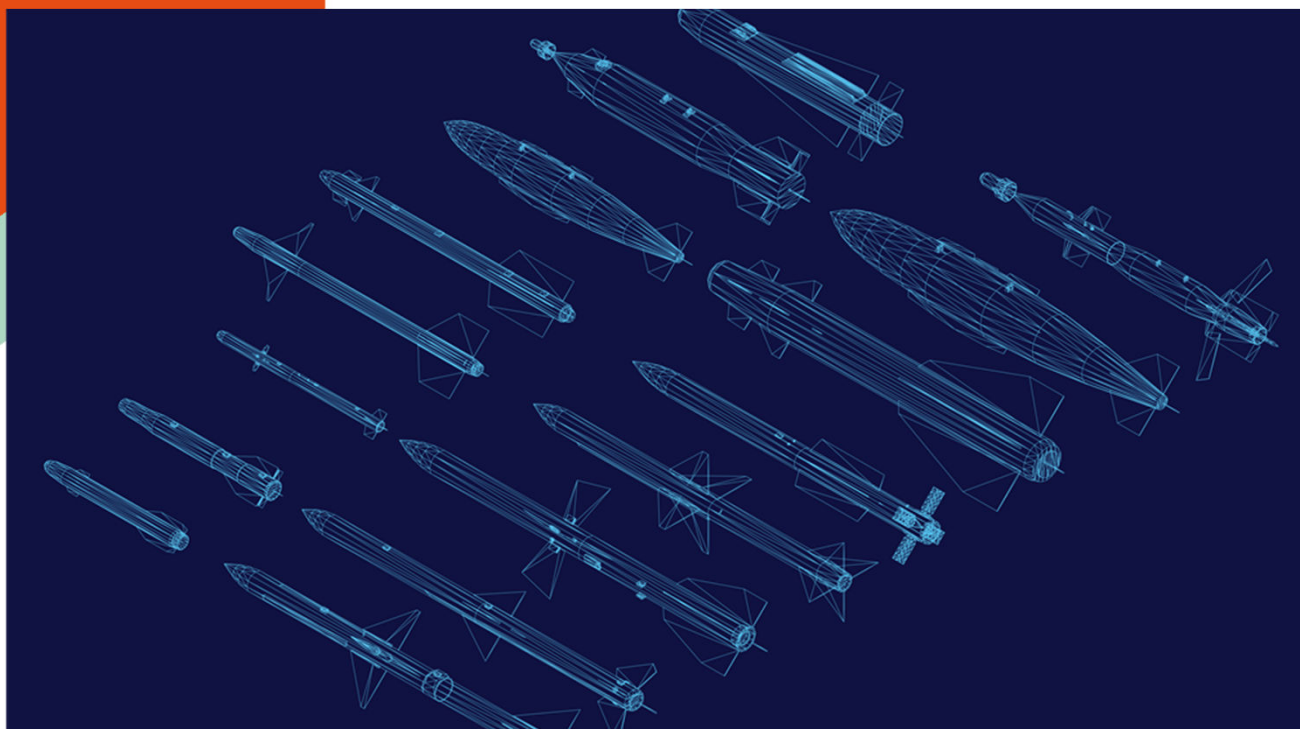


Wealth Management
Asset Management
Private Markets

INVESTMENT INSIGHTS



L'OCCIDENT EST-IL VRAIMENT À COURT DE MISSILES ?

EDITORIAL

- **Faire la guerre aujourd'hui ne se résume plus à détenir les armes les plus « sophistiquées »**
- **Le danger lié aux missiles hypersoniques et aux attaques par saturation exige un changement de cap**
- **Une stratégie « mix haut-bas » ouvre des opportunités sur toute la chaîne de valeur des missiles**

STRATÉGIE GLOBALE

- **Un « monde nouveau » solidement ancré, mais avec des fragilités inhérentes et des risques persistants**
- **Les craintes inflationnistes s'estompent, alors même que les taux longs continuent de grimper**
- **Pas de bulle de valorisation, peut-être une bulle des bénéfices ?**

ALLOCATION D'ACTIFS

- **Actions – Exposition neutre, avec ajout de certaines protections tactiques vu l'odyssée des marchés**
- **Obligations – Sous-pondération toujours de la durée, et préférence au portage dans le crédit IG**
- **Devises – Légère surpondération du billet vert : croissance résiliente et avantages de diversification**

L'OCCIDENT EST-IL VRAIMENT À COURT DE MISSILES ?

- **Faire la guerre aujourd'hui ne se résume plus à détenir les armes les plus « sophistiquées »**
- **Le danger lié aux missiles hypersoniques et aux attaques par saturation exige un changement de cap**
- **Une stratégie « mix haut-bas » ouvre des opportunités sur toute la chaîne de valeur des missiles**

Les grands médias américains s'inquiètent d'un épuisement des stocks militaires du pays, en particulier des intercepteurs défensifs avancés et des missiles de précision à longue portée, du fait du conflit prolongé avec l'Iran. L'Ukraine, quant à elle, subit presque quotidiennement des attaques aériennes russes à grande échelle et un manque d'intercepteurs haut de gamme la rend très vulnérable aux missiles balistiques. Que révèlent ces développements sur les actuelles capacités de défense occidentales et sur la nécessité d'un changement de cap ?

Sur le plan technologique, la Chine et la Russie dominent le développement de missiles hypersoniques. En termes simples, la particularité de tels missiles ne réside pas tant dans leur vitesse – la plupart des missiles balistiques se déplaçant en effet bien plus rapidement que le son – que dans le fait qu'ils sont manœuvrables et volent à des altitudes plus basses, ce qui les rend beaucoup plus difficiles à détecter et à intercepter que les missiles balistiques traditionnels. Ces derniers se sont par ailleurs démocratisés, ce qui signifie non seulement que leur nombre a explosé, mais aussi que leur précision s'est considérablement améliorée. À titre d'exemple, la première guerre du Golfe a vu l'Irak tirer moins de 100 missiles balistiques au total (les tristement célèbres Scuds), dont la plupart si imprécis que leur impact s'est avéré limité. L'Iran, par contraste, a engagé quelque 500 missiles au cours des quatre premiers jours du conflit actuel, dont bon nombre ont atteint leurs cibles, causant des dégâts considérables.

Pour corser la donne, la prolifération de drones de type Shahed, qui font office de missiles de croisière peu onéreux, sature les capacités de défense aérienne et aggrave l'équation financière. Traditionnellement, la philosophie militaire occidentale s'est concentrée sur des systèmes dits « sophistiqués », la qualité des armes primant sur la quantité. Cette approche est remise en cause par le danger nouveau que représentent les attaques de saturation, qu'il s'agisse de missiles haut de gamme ou de drones à faible coût, déployés par vagues et pouvant dépasser le millier d'effecteurs par événement. S'appuyer sur un petit nombre d'intercepteurs hautement performants ne fonctionne plus : il est non seulement impossible de rivaliser en termes de volumes, mais l'asymétrie extrême des coûts implique que l'attaquant sort gagnant sur le plan économique même si tous ses systèmes se retrouvent interceptés.

Les stocks américains de missiles haut de gamme se sont donc bel et bien réduits, d'abord en raison du soutien apporté à l'Ukraine, mais surtout du fait du grand nombre d'attaques à distance perpétrées contre l'Iran à l'aide de missiles tels que le Tomahawk, ainsi que de la très forte consommation d'intercepteurs de type Patriot et THAAD utilisés comme barrage contre les attaques iraniennes. Dans le sillage de la « guerre mondiale contre le terrorisme », la production de missiles a été négligée, si bien que l'énorme déploiement récent a presque certainement amené les stocks restants à des niveaux dangereusement bas, ne serait-ce qu'au regard des conflits existants. Si une confrontation avec une véritable superpuissance venait à se produire, ces stocks ne tiendraient probablement que quelques jours.

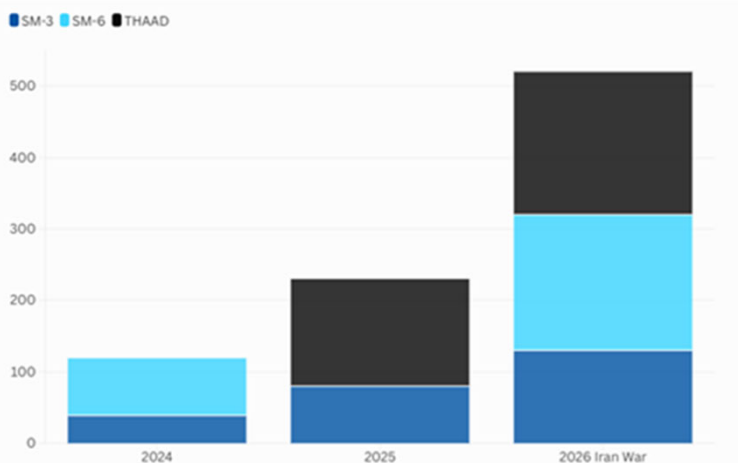
La réponse stratégique réside dans une refonte en profondeur de l'approche défensive et offensive. Pour rester dans le domaine des missiles, cela impliquera de compléter les systèmes de pointe par un grand nombre de systèmes moins coûteux, une doctrine appelée « mix haut-bas ». L'idée étant de développer un arsenal d'effecteurs plus flexible, plus rentable et évolutif.

Pour simplifier à l'extrême, cela signifie que les missiles Patriot PAC-3 MSE, qui coûtent USD 4 millions pièce, seraient réservés aux menaces hypersoniques ou balistiques telles que le Kinzhal russe, tandis que des intercepteurs moins coûteux, qu'il s'agisse de missiles, de drones ou, de plus en plus, de lasers, intercepteraient les salves de Shaheds à USD 50'000. Le projet du Pentagone visant à multiplier par 3 à 10 la production annuelle de Patriots, THAAD et autres Tomahawks, tout en demandant aux entreprises actives dans le domaine militaire de développer des systèmes à faible coût, illustre parfaitement cette stratégie.

Pour les investisseurs, cela implique un vaste éventail d'opportunités, englobant à la fois des acteurs traditionnels comme L3 Harris et Northrop Grumman, très actifs dans le segment « sophistiqué », et de nouveaux entrants sur le segment bas de gamme, tels que la société australienne EOS qui développe un système de détection/interception entièrement intégré, utilisant des solutions électroniques, cinétiques et laser en fonction des caractéristiques de la menace. À noter par ailleurs que les frontières entre ces segments s'estompent. Kongsberg, par exemple, au-delà de sa gamme sophistiquée de systèmes de défense aérienne NASAMS ou de ses missiles de croisière JSM, propose l'une des solutions à moindre coût les plus prometteuses : le différentiel de prix entre son missile de croisière « Rusty Dagger » et le Tomahawk pourrait même être de l'ordre d'un pour dix.

Roberto Magnatantini, Lead Portfolio Manager

Les récentes consommations de munitions de défense aérienne et antimissile



STRATÉGIE GLOBALE

L'ODYSSÉE DES MARCHÉS BOURSIERS

À première vue, tout semble aller pour le mieux, avec des indices boursiers mondiaux proches de pics. De l'avis de notre comité, ce calme repose toutefois sur certaines dynamiques de « monde nouveau » nécessitant d'être surveillées de près. Premièrement, les risques géopolitiques subsistent, le détroit d'Ormuz étant toujours fermé. Deuxièmement, bien que les performances boursières se soit élargies, le secteur de l'IA reste une source inhérente de fragilité compte tenu de son importance croissante tant pour les marchés financiers que pour l'économie. Troisièmement, la détérioration des finances publiques et le risque associé d'une remontée durable des rendements longs constituent une autre ligne de fracture, plus structurelle.

L'économie américaine demeure le moteur mondial, même si les chiffres agrégés sous-estiment légèrement sa vigueur : le PIB réel a progressé de 1,5% en rythme annuel au 2^{ème} trimestre, la consommation privée apportant la plus forte contribution tandis que le commerce net et la réduction des stocks ont soustrait 1,7 point. Plus frappant encore, le PIB nominal a progressé de 7,9%, ce qui alimente directement la croissance résiliente des bénéfices des entreprises. Le PIB européen pour le 2^{ème} trimestre a surpris à la hausse et les indices PMI ont légèrement progressé, entretenant l'espoir d'une reprise plus solide, même si un choc énergétique pourrait remettre en cause ce scénario (les stocks de gaz allemands affichent un important retard à l'approche de l'automne). La croissance chinoise reste bloquée autour de 4,5%, et le 15^{ème} plan quinquennal récemment dévoilé n'a guère apporté de nouveautés : accent toujours sur l'autonomie technologique et en matière d'IA du côté de l'offre, et des engagements timides et dépourvus d'objectifs concrets pour remédier à la faiblesse chronique de la consommation intérieure.

Sur les marchés, la récente saison des résultats a par ailleurs apporté un soutien fondamental au rallye boursier, au-delà de la seule amélioration du sentiment.

Le scénario central du comité repose toujours sur une croissance stable et positive, une inflation persistante mais acceptable, et un cheminement lent et semé d'embûches vers des taux normalisés dans un monde de plus en plus fragmenté. Cela étant, le point le plus sensible des discussions de ce mois ne concernait pas l'inflation – qui montre véritablement des signes de recul malgré des risques haussiers persistants liés au contexte géopolitique –, mais l'état des finances publiques et les rendements obligataires de long terme. La politique monétaire n'est « pas encore revenue à la normale », plusieurs banques centrales des marchés développés envisageant de nouveaux relèvements plutôt que des baisses, mais les inquiétudes du comité vont au-delà du taux directeur : des finances publiques qui se détériorent rapidement, augmentant les risques de prépondérance budgétaire et conduisant ainsi les marchés à exiger une prime de terme plus élevée. C'est cette dynamique de cercle vicieux – plutôt que la stagflation seule – qui sous-tend désormais le scénario baissier : instabilité et perturbations sur le marché obligataire figurent explicitement, aux côtés d'une inflation sous-jacente persistante et d'un dénouement des positions liées à l'IA, parmi les principaux risques extrêmes identifiés par le comité. La dernière enquête de BofA ML auprès des investisseurs le confirme : une « hausse désordonnée des rendements obligataires » est désormais citée par 27% des personnes interrogées comme l'une de leurs principales préoccupations, ce chiffre s'inscrivant en nette hausse par rapport au mois dernier et se rapprochant de la crainte d'une bulle liée à l'IA en tant que principale inquiétude du marché.

Si une bulle boursière est en formation, le comité estime qu'elle ne réside pas dans les valorisations, de fait plutôt modérées, mais dans le rythme de la croissance bénéficiaire.

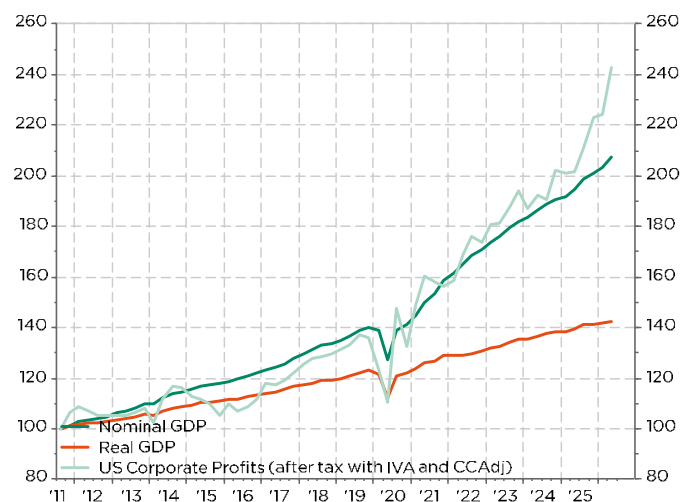
Le consensus table désormais sur un BPA en hausse de 31% pour l'indice MSCI AC World en 2026, puis de 14% en 2027 (tiré, bien sûr, par le secteur des technologies de l'information, mais avec une répartition beaucoup plus équilibrée que par le passé) – poursuivant la progression extraordinaire, quasiment sans interruption, en place depuis plusieurs trimestres. Il est révélateur de constater que la grande majorité des performances boursières de l'année écoulée émane de ces révisions haussières des bénéfices plutôt que d'une expansion des multiples. Partant, le discours sur un « marché surévalué » ne tient pas vraiment la route ; la vraie question est de savoir si une croissance bénéficiaire de cette ampleur peut continuer, non pas si les investisseurs paient trop cher pour cela. Pour l'heure, le comité ne voit aucun motif évident d'essoufflement brusque de cette tendance : la croissance du PIB nominal reste véritablement solide, les dépenses d'investissement dans l'IA continuent de progresser à un rythme soutenu et, tant que les taux d'intérêt et la géopolitique ne viendront pas gâcher la fête, le moteur des bénéfices devrait continuer à fonctionner. Le comité se montre toutefois plus prudent quant à l'engouement actuel autour de cette vague.

Rien de tout cela n'a suffi à nous faire dévier d'un positionnement globalement neutre et attentiste sur l'ensemble des principales classes d'actifs. Du côté obligataire, le comité maintient une exposition neutre, sous-pondérant toutefois la duration et surpondérant le crédit. En matière d'actions, la préférence pour les titres de haute qualité est confirmée, mais l'équipe se prépare tactiquement à un élargissement des marchés, en conservant une exposition sélective aux titres liés à l'IA parallèlement à des positions thématiques axées sur la croissance séculaire. A noter que le comité a également profité du récent rallye boursier et de la baisse de la volatilité concomitante pour mettre en place des protections tactiques, protégeant une partie du portefeuille de titres contre un recul au cours des prochains mois.

Fabrizio Quirighetti, CIO & Head of Multi-Asset

Les bénéfices suivent la croissance nominale

PIB réel et nominal américain, et bénéfices des entreprises



CONTACT

DECALIA SA

31, rue du Rhône | 1204 Genève
Tel. +41 22 989 89 89 | info@decalia.com

DECALIA SA

Rennweg 28 | 8001 Zurich
Tel. +41 43 888 70 63 | info@decalia.com

DECALIA SIM SpA

Via F. Turati 29 | I-20121 Milano
Tel. +39 02 211 56 21 | info-it@decalia.com

Copyright © 2025 by DECALIA SA. All rights reserved. This report may not be displayed, reproduced, distributed, transmitted, or used to create derivative works in any form, in whole or in portion, by any means, without written permission from DECALIA SA.

This material is intended for informational purposes only and should not be construed as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, or as a contractual document. The information provided herein is not intended to constitute legal, tax, or accounting advice and may not be suitable for all investors. The market valuations, terms, and calculations contained herein are estimates only and are subject to change without notice. The information provided is believed to be reliable; however DECALIA SA does not guarantee its completeness or accuracy. Past performance is not an indication of future results.

External sources include: LSEG Datastream, Bloomberg, FactSet, CSIS tabulation of publicly reported interceptor expenditures.