



Tendance des marchés

100 JOURS PENIBLES

Mars 2025

Le premier trimestre 2025 a remis en question les certitudes acquises par de nombreux investisseurs au cours des mois précédents. L'élection de Donald Trump avait en effet ouvert pour la plupart des observateurs une nouvelle ère de prospérité de l'économie américaine ; la Chine et l'Europe notamment étaient relégués au rang de partenaires ralentis par leur incapacité à dépasser leurs faiblesses structurelles, ce qui expliquait la grande disparité des performances boursières.

Or d'une part, l'Europe et la Chine ont finalement montré une relativement bonne résistance de leur croissance. D'autre part, les signaux de ralentissement de l'économie américaine se sont multipliés, entraînant une baisse des taux obligataires et du dollar, mais amenant aussi une certaine fébrilité des marchés dès le mois de mars. La tendance de 2024 s'est totalement inversée, avec des marchés actions européens en hausse de l'ordre de 10-12% dans un premier temps, qui terminaient le trimestre en hausse de 5 à 7%, tandis que le marché américain (S&P 500) corrigeait de 5 %, et même 10 % pour le Nasdaq sur le trimestre, et le dollar de 4%.

Le loup dans la bergerie

La salve de hausse des tarifs douaniers annoncée le 2 avril lors du « Liberation Day » a fait entrer les marchés financiers dans une phase encore plus importante de volatilité, avec des ampleurs historiques de hausse et de baisse journalières des indices, au gré des revirements (9 avril), ajustements, et autres déclarations intempestives du Président américain. On estime actuellement à 22% environ la

taxation des importations américaines en moyenne contre 2.5% fin 2024.

Si l'on essaie de voir un peu clair dans les principaux scénarios qui se présentent dorénavant, on peut en distinguer trois :

1. Le scénario négatif, qui découlait des premières annonces de Donald Trump et de la riposte des autres pays notamment la Chine, est celui d'un très fort ralentissement du commerce international et donc de la croissance mondiale, assorti d'une remontée de l'inflation du fait de la hausse des prix des produits pour refléter celle des tarifs douaniers. Dans cette hypothèse, la Réserve Fédérale n'a pas la latitude pour baisser les taux directeurs et soutenir la croissance ; le pouvoir d'achat des consommateurs américains n'est pas amélioré contrairement aux attentes ; la défiance des investisseurs internationaux vis-à-vis de la capacité des Etats-Unis à financer son déficit budgétaire entraîne une crise obligataire et financière avec un effondrement du dollar, qui ne tarde pas à se diffuser à l'ensemble des marchés. Le potentiel de baisse est aussi élevé qu'en 2020 ou en 1987, sans pour autant que le rebond intervienne aussi rapidement. Dans ce scénario, il n'y a qu'une planche de salut dans l'intervalle, le placement monétaire en devise locale.

2. Le scénario positif, dont l'anticipation a entraîné le rebond des marchés fin avril, est celui où Donald Trump comprend que la pression sur la dette américaine et le dollar sera plus dommageable pour les Etats-Unis que pour le reste du monde et, comme sous son mandat précédent, ne met en œuvre que la partie de son programme qui ne crée pas de débat. Les marchés tant obligataires qu'actions reprennent une tendance

hausnière au gré de la croissance des résultats, soutenus par des banques centrales qui poursuivent leur assouplissement (2 à 3 baisses de 25 points de base d'ici à la fin de l'année, y compris celle déjà effectuée par la BCE début avril) grâce à l'atteinte de leurs objectifs d'inflation et en-dehors de toute pression.

3. Le scénario intermédiaire, qui paraît le plus probable à ce stade, est celui où Donald Trump est conscient des risques et revient en arrière sur de nombreux sujets, mais a entraîné suffisamment de méfiance, de confusion et d'attentisme dans les décisions d'investissement pour que le frein à la croissance se manifeste tout de même et que la situation géopolitique peine par ailleurs à se détendre, comme on commence à le voir avec le retrait des Etats-Unis du soutien à la défense européenne et l'arrêt des négociations de paix Russie/Ukraine. Dans ce cas, on pourrait observer une période prolongée de grande volatilité au cours de laquelle il faut se garder de réagir sous la pression avec le risque d'acheter ou vendre à contretemps. Les secteurs de la défense, ainsi que les valeurs domestiques et non cycliques sont à privilégier. Dans les secteurs de l'automobile, des matières premières y compris le pétrole, de la santé, du luxe et des financières, une grande sélectivité est toujours nécessaire. Les possibilités de négociation pays par pays ou de plans de relances locaux (Chine, Allemagne, qui est en plein revirement...) peuvent aussi apporter des facteurs favorables au cas par cas. Enfin ce scénario n'est pas incompatible avec une inflation relativement modérée et des taux d'intérêt plutôt en baisse, ce qui procurera un soutien in fine.

Le dollar sera sans doute le meilleur baromètre pour déterminer dans quelles perspectives s'inscrire, la limite entre une baisse ordonnée favorisant les exportations américaines et une crise de confiance se situant probablement autour de 1.15€/\$, qui a été le dernier point de retournement.

La raison du plus fort...

Si les perspectives américaines ne semblent plus les meilleures, le pays n'a pas perdu tous ses atouts. Les Etats-Unis restent l'économie dominante, avec moins

de dépendance à la Chine que la réciproque (154 MM\$ d'exportations des Etats-Unis vers la Chine contre 436 MM\$ en retour, ainsi qu'aux exportations et importations en général (part dans le PIB). La baisse du dollar, couplée avec celle du pétrole ne lui est pas totalement défavorable et, si elles sont challengées, les valeurs technologiques y sont exceptionnelles et incontournables.

L'entrée en récession n'y est pas certaine. Les indices américains, qui ont absorbé des volumes de transaction records, sont remontés de l'ordre de 15% depuis leur point bas du 7 avril, et, s'ils restent sous leurs moyennes mobiles, sont proches de leur niveau de fin mars, contrairement au dollar qui affiche une baisse supplémentaire de 6% depuis le début de l'année, soit 10% environ au total. La Chine n'en reste pas moins l'autre facteur à surveiller. Elle trouve certainement dans les derniers événements de nouvelles cartes à jouer pour affirmer notamment sa supériorité technologique, sa valeur ajoutée dans les composants industriels, son autonomie voire son monopole dans de nombreuses matières premières ...

L' Europe toujours attractive

Enfin, il n'est pas impossible que l'Europe sorte également grandie de cette crise, si elle sait trouver une ligne commune sur le plan économique et une réactivité semblable à celle dont elle a fait preuve dans la crise de l'euro du début des années 2010. Les marchés obligataires et de crédit, bien que volatiles également, ont fait preuve de sang-froid et n'ont pas connu de problème notable de liquidité dans les dernières semaines. Les marchés actions restent largement sous-évalués par rapport à leur moyenne historique et au marché américain.

Les entreprises européennes sont en moyenne bien gérées, peu endettées et agiles pour s'adapter, comme on l'a vu pendant le Covid. Pour le moment les résultats sont plutôt en ligne et les commentaires n'indiquent pas de signaux alarmants pour l'avenir, mais une très mauvaise visibilité (notamment s'il y a eu un phénomène de surstockage préventif au premier trimestre qui pourrait être suivi d'une déception au second) et des mesures à prendre si les annonces de Donald Trump sont confirmées (hausse de prix,

réduction des coûts, arrêt des investissements).
Il faudra donc rester vigilant car des conséquences négatives pourront se manifester sur la croissance et l'inflation jusqu'en 2026 et nous ne pouvons que réitérer nos principes de diversification, sans surpondération trop marquée et d'éviter des coups de volant trop violents. Enfin, conserver des liquidités

substantielles pour saisir calmement les opportunités dans les phases de baisse excessive ou sur les valeurs qui bénéficieront ou seront moins pénalisées par ce nouvel environnement reste d'actualité.

Stéphanie de Carné

Achévé de rédiger le 30 avril 2025