

SITUATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

VOTRE SUPPORT D'ACCOMPAGNEMENT

1 QUE FAUT-IL PENSER DES ANNONCES CHOCS DE DONALD TRUMP ?

La rhétorique de D. Trump en matière commerciale s'était déjà graduellement durcie depuis sa prise de fonction, mais **le discours du « Libération Day », le 2 avril 2025, a marqué un tournant majeur et dramatique : le président Trump a en effet déclenché une guerre commerciale sans pitié contre la quasi-totalité de ses partenaires commerciaux.** Pour donner une idée de l'ampleur des annonces, si les tarifs douaniers avancés devaient être maintenus, cela propulserait leur niveau moyen sur les biens importés aux Etats-Unis de 3% à près de 25%, un niveau sans précédent depuis près d'un siècle !

Le niveau de certains des tarifs douaniers avancés - 20% pour l'Europe, 54% (au total) pour la Chine et 46% pour certains exportateurs importants comme le Vietnam - **est évidemment un choc pour la communauté internationale**, à commencer par la Chine qui a annoncé, à titre de rétorsion, deux jours après ces annonces, la mise en place de tarifs douaniers de 34% sur l'ensemble des produits américains. L'Europe pourrait également réagir contre les Etats-Unis, mais aussi de la Chine, afin d'éviter que l'économie chinoise, voyant ses débouchés réduits vers le marché américain, n'accentue sa pression commerciale sur l'Europe.

En réalité, le président américain a annoncé **un programme de tarifs « réciproques » en deux parties :**

- Un taux de base de 10% qui s'applique à toutes les importations, à l'exception de celles en provenance du Canada et du Mexique, depuis le 5 avril ;
- Une surtaxe supplémentaire qui sera imposée à la plupart des grands partenaires commerciaux (hors Canada et Mexique) à partir du 9 avril.

Le fait que le plan soit structuré en deux parties peut suggérer que le tarif de base de 10% a peu de chances d'être négociable, tandis que le surplus pourrait faire l'objet d'ajustements lors des discussions avec les pays concernés.

Le décret prévoit en effet que les droits de douane pourraient être réduits si les pays ciblés prenaient des mesures significatives pour corriger les déséquilibres et aligner leurs politiques commerciales et de sécurité sur celles des Etats-Unis. Pour l'Union Européenne, Ursula von der Leyen, Présidente de la Commission européenne, a d'ores et déjà évoqué des négociations possibles.

2

DANS QUEL ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE NOUS TROUVONS-NOUS DÉSORMAIS ?

En début d'année 2025, les perspectives d'activité globale étaient attendues plutôt stables - grâce précisément à la résistance de l'économie américaine - **et validaient le scénario d'un ralentissement progressif des principales économies mondiales** : avec une croissance mondiale projetée légèrement au-dessus de 3% cette année, on se situait à un niveau proche de celle observée en 2024. Ce scénario semblait d'autant plus crédible que les niveaux d'inflation semblaient appelés à refluer lentement - une tendance soutenue par des prix du pétrole en recul par rapport au niveau moyen de 2024 - laissant une marge de baisse supplémentaire pour les taux directeurs, notamment en Europe.

Toutefois, la rhétorique agressive de Donald Trump en matière commerciale - notamment vis-à-vis de la Chine - pendant sa campagne laissent déjà planer le doute sur un potentiel risque inflationniste aux Etats-Unis. Le voile s'est levé à partir de la prise de fonction du nouveau président - avec notamment des attaques et des annonces brutales à l'égard des deux partenaires commerciaux majeurs que sont le Canada et le Mexique - et le doute n'est plus de mise aujourd'hui : les mots ont été progressivement suivis d'actes, souvent désordonnés, compromettant la vision que l'on pouvait avoir de l'économie mondiale il y a seulement quelques semaines

Dans l'hypothèse où les hausses annoncées seraient entièrement supportées par les agents américains, elles ne représenteraient pas moins que l'équivalent de la plus forte augmentation d'impôts aux États-Unis depuis la fin des années 60 : une initiative qui contribua à la (légère) récession de 1969-70. En effet, sur la base du volume total des importations de biens aux Etats-Unis, la hausse des droits de douane annoncée cette année reviendrait à une ponction budgétaire de l'ordre de près de 700 milliards de dollars pour les agents économiques américains (ménages ou entreprises), soit 2,3% à 2,4 % du PIB (2,6% en 1968).

Certes, il est vraisemblable que certains des niveaux de tarifs annoncés soient revus à la baisse, suite à des négociations, **mais même un taux moyen de 10% constituerait toujours l'équivalent d'une taxe importante pour les ménages américains**, dont les indicateurs de confiance se sont déjà fortement dégradés à un plus bas de deux ans et demi.

Parallèlement, **il y a aussi un risque pour que les choses se dégradent encore davantage en matière de politique commerciale américaine.** Trump a déclaré qu'il « ne pratiquait la réciprocité qu'à 50% environ », ce qui autorise un durcissement futur en cas de mesures de rétorsion.

En outre, certains produits (pharmacie, semi-conducteurs, bois, cuivre) sont encore sous revue et il convient de rappeler que l'impact récessif de ces mesures dans le reste du monde (en particulier en Asie) se répercutera aussi sur la conjoncture américaine.



Au total, les implications du « Liberation Day » pour la croissance et l'inflation aux USA, en zone Euro et en Chine sont importantes. Pour les Etats-Unis, un élément permet sans doute de relativiser un peu la portée du choc : le fait que l'économie américaine demeure assez fermée, commercialement parlant, avec des importations de biens qui ne représentent que 11% du PIB américain. On peut aussi s'attendre à des annonces en matière d'assouplissement budgétaire : les recettes douanières et l'ajustement à la baisse des dépenses fédérales doivent contribuer à financer des baisses d'impôts, que Trump a promises durant sa campagne et qu'il a rappelées le 2 avril. Mais on ignore encore le contenu précis et surtout le *timing* de ces mesures : il est possible que ce soutien budgétaire n'intervienne que trop tardivement.

Au total, il nous semble raisonnable de tabler aux Etats-Unis sur une croissance du PIB 2025 ramenée autour, voire en-dessous, de 1,5% en moyenne annuelle contre des attentes autour de 2,1% à 2,2% en début d'année. En fin d'année, le glissement annuel tomberait à tout juste 1%. **La probabilité de récession aux Etats-Unis a donc indéniablement progressé à nos yeux** - certains analystes en font désormais leur scénario central – **même s'il faut se garder de tout catastrophisme excessif**, compte tenu des éléments de compensation évoqués plus haut.

Il convient d'ailleurs de noter **qu'un certain nombre d'éléments peuvent peser sur la rhétorique et les décisions futures de D. Trump** et de son administration :

- **l'opinion publique et notamment celle des électeurs républicains** (c'est la seule qui compte vraiment pour Trump) : pour l'instant, on n'observe pas de dégradation majeure chez les sympathisants républicains, mais les choses pourraient évoluer si leur pouvoir d'achat est trop attaqué ;
- **la dégradation de l'économie et notamment de l'emploi.** On ne perçoit pas encore de dégradation notable pour l'instant et le mois de mars a paradoxalement été marqué par de très fortes créations d'emplois, très au-dessus des attentes (+228 000 postes vs +140000 attendus, malgré 4 000 emplois détruits au niveau de l'Etat fédéral). Cela dénote une économie encore très robuste avant les annonces de Trump, malgré un discours agressif du président américain depuis février. Mis à part les indicateurs de confiance, tout semble aller pour le mieux, mais il est vrai que beaucoup de ces données ne prennent pas encore en compte les annonces du 2 avril et leurs impacts sur les prix.
- **les marchés financiers** : c'est ici que la défiance est la plus visible (le S&P 500 a décroché, au 3 avril, de plus de 17% par rapport à son plus haut du 19 février) et on peut douter que Trump, les milieux d'affaires et beaucoup d'élus républicains y soient insensibles. Et le recul de 10% du marché sur deux séances n'a été observé depuis 1960 qu'en trois autres occasions : le lundi noir d'octobre 1987, la crise financière de 2008 et la crise du Covid en 2020. Dès lors, si l'effondrement des marchés d'actions devait se poursuivre, on peut concevoir une inflexion du discours de D. Trump, qui mettrait davantage l'accent sur les perspectives de baisses d'impôts et de dérégulation.

3 FAUT-IL REVOIR LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE EN EUROPE AUSSI ?

Les perspectives de croissance pour la zone euro semblaient appelées à profiter, à partir du début mars, de la réaction de l'Europe au discours isolationniste de D. Trump, dont la volonté de soutien à l'OTAN semble - et c'est un euphémisme - de moins en moins affirmée. L'humiliation subie par Volodymyr Zelensky dans le bureau ovale le 28 février et la volonté américaine de négocier une paix à tout prix avec la Russie ont fait l'effet d'un électrochoc sur les gouvernements européens, et notamment en Allemagne.

Friedrich Merz, pressenti pour devenir le futur chancelier allemand, à l'issue de la victoire aux élections législatives de la CDU/CSU, **est parvenu à faire voter une réforme historique depuis l'après-guerre outre-Rhin**. Le Bundestag et le Bundesrat ont ainsi adopté mi-mars **un plan d'investissements inédit pour réarmer et moderniser l'Allemagne face aux bouleversements géopolitiques actuels**. La réforme prévoit un assouplissement majeur du « frein à la dette » afin de permettre une augmentation massive des emprunts de l'Etat fédéral en vue de soutenir les dépenses militaires et de stimuler la croissance. Après deux décennies d'austérité budgétaire, le Parlement allemand a adopté son plan de relance de 500 milliards d'euros prévoyant des investissements dans la défense, les infrastructures et l'énergie.

De même, **la Présidente de la Commission européenne, Ursula van der Leyen, a annoncé un plan choc de 800 milliards d'euros, baptisé « Réarmer l'Europe »**, en réponse au désengagement annoncé par les Américains. Ce plan tente à la fois de flécher des crédits vers les industriels de la défense (y compris pour des achats de matériels américains disponibles sur l'étagère), mais aussi de lever les nombreux verrous qui persistent dans l'accès au financement de ces entreprises, perçues comme des valeurs peu recommandables par les marchés financiers jusqu'au début de la guerre en Ukraine.

Naturellement, **si les effets de ces plans étaient clairement positifs pour les perspectives de croissance de la zone euro à moyen terme, les annonces du 2 avril par D. Trump sont venues refroidir les enthousiasmes**. Si l'on se contente ici de mentionner les effets sur la zone euro, rappelons les principaux effets :

- Réduction des exportations de certains secteurs
- Hausse des incertitudes économiques sur les entreprises. Cette dimension est sans doute plus importante que l'impact mécanique des tarifs, sachant que les exportations vers les USA ne représentent que 3% du PIB de la zone euro ;
- Le ciblage désormais plus important du marché domestique européen par la Chine, qui utiliserait le marché européen comme substitut partiel au marché américain ;
- Léger risque inflationniste (les importations américaines ne représentant que 2% du PIB de la zone euro) en cas de mesures de rétorsion, un effet variable selon la valeur de l'euro.

Au total, **l'impact négatif sur les perspectives de croissance de la zone euro de la guerre commerciale en cours peut être estimé autour de -0,3% à -0,4%** tandis que l'impact sur l'inflation serait modeste, compris entre -0,2% et +0,2% selon le niveau des mesures de rétorsion adoptées par l'Union Européenne.

4

COMMENT PEUT ÉVOLUER LA DYNAMIQUE DE L'INFLATION ET QUELLES SONT LES DÉCISIONS POSSIBLES DES BANQUES CENTRALES ?

Ces annonces ont fortement augmenté le niveau d'incertitude économique, notamment pour les Etats-Unis, compte tenu de l'impact inflationniste - du moins à court terme - qu'elles devraient avoir mais aussi de l'impact négatif sur l'activité, qui serait lui déflationniste.

Selon la Fed de St. Louis, la mise en œuvre des mesures annoncées augmenterait l'inflation de 1,2%, se répartissant entre 0,5% pour l'effet direct et 0,7% pour l'effet induit sur les prix des biens produits localement. Mais certains évoquent déjà une fourchette de 1,2% à 1,7% d'inflation supplémentaire.

Tout dépend à vrai dire :

- de la répartition du coût des droits de douane et de leur éventuelle compensation partielle entre les fabricants étrangers, les importateurs et le consommateur final. Le plus probable est que le coût additionnel sera réparti entre les trois acteurs mais sans doute inégalement et de manière différente selon les secteurs.
- de l'impact négatif sur la demande des ménages et sur l'investissement des entreprises.
- du déplacement éventuel de la demande de biens des ménages - notamment sur ceux les plus affectés comme les automobiles, l'électro-ménager, etc... - vers des services (restaurants, loisirs, etc...) moins affectés par l'impact des droits de douane.

Face à ce panorama macro-économique très incertain, quelle peut être la position des banques centrales ?

- S'agissant de la **Réserve Fédérale** américaine, rappelons qu'elle a un double mandat : celui d'assurer à la fois la stabilité des prix et le plein emploi. Tant que les données d'emploi et de chômage ne se détérioreront pas plus nettement, il ne faut pas attendre d'inflexion notable de la banque centrale américaine, qui semble pour le moment dans une position attentiste. Son président, Jerome Powell, a souligné le 4 avril que la banque centrale américaine **n'avait nul besoin de se hâter pour ajuster ses taux directeurs** et devait attendre d'en savoir davantage sur les décisions politiques de l'administration et sur ses impacts avant d'agir.

On peut en effet s'attendre à une forme de statu quo pour les mois à venir, l'effet haussier de l'inflation compensant celui de la dégradation de l'activité en l'absence de choc récessif plus notable. En revanche, des baisses de taux directeurs devraient intervenir dans la seconde moitié de l'année, et les attentes du marché sont même, début avril, de 4 baisses d'un quart de point sur l'ensemble de l'année 2025, pour un retour dans une fourchette de [3,25%-3,50%], et même de 5 baisses à horizon d'un an.

- **Du côté de la BCE, les choses semblent plus flexibles**, sachant que l'inflation totale est sur une pente descendante (à 2,2% sur un an glissant en mars contre 2,4% en décembre) et que l'impact inflationniste de la guerre commerciale américaine devrait être faible, voire négatif si l'activité devait s'en trouver sensiblement impactée. La BCE a déjà procédé à deux baisses d'un quart de point en janvier et en mars, ramenant ce dernier de 3% à 2,50%. Au total, le marché s'attend en moyenne à 65bp de baisse supplémentaire du taux de dépôt de la BCE à horizon d'un an, ce qui le ramènerait en-dessous des 2%.

5

MARCHÉS D'ACTIONS : UNE PURGE DÉJÀ TRÈS SÉVÈRE, QUI ANTICIPE UN RECU DE LA CROISSANCE MONDIALE

Le premier trimestre de 2025 a été ambivalent pour les investisseurs en actions, le bilan ayant été différent et contrasté selon qu'on considèrerait le marché américain - ou un indice mondial, pénalisé par le poids des Etats-Unis de plus de 70% - ou des investissements sur les bourses européennes, favorisés par les plans de relance allemand et européen.

Ce début d'année a marqué la fin d'une certaine forme d'exceptionnalisme américain, des espoirs d'une dynamique sans fin de « Corporate America » et du statut inexpugnable des fameux « 7 Magnifiques ». Après un début d'année favorable, l'indice S&P 500 a rapidement cédé du terrain à partir du 19 février, pour terminer le trimestre sur une performance négative de 4,3% en dollars. Les investisseurs, de plus en plus troublés par le niveau d'incertitude politique, ont notamment sanctionné les valeurs de croissance - souvent très exposées aux marchés internationaux - qui ont cédé près de 11% sur les 3 premiers mois de l'année. La baisse des actions américaines a en outre été accentuée pour les investisseurs européens par le recul du dollar contre euro, portant pour eux l'impact du recul du S&P 500 à -8,4%.

En contraste avec la situation du 4^{ème} trimestre et notamment la période qui avait suivi l'annonce de l'élection de Donald Trump, très favorable à la performance relative du marché américain, **les marchés européens ont plutôt bien résisté au 1^{er} trimestre de cette année** : l'indice Stoxx Europe 600 se maintenait ainsi en progression de +5,9% et l'Euro Stoxx – soutenu notamment par l'envolée du Dax allemand de 10,7% - s'adjugeait même +7,3%.

Mais les annonces des droits de douane massifs du 2 avril dernier ont achevé de saper la confiance des investisseurs, compte tenu du degré d'incertitude extrême qu'ils génèrent en matière de politique économique et d'impact sur le cycle économique, par le canal du commerce international. Qu'on en juge : avec un recul de 10,8%, le marché américain a connu sa pire semaine depuis l'épisode du Covid en 2020. La correction subie par le marché américain s'est étendue à l'ensemble des grandes bourses mondiales, entraînant un recul de l'indice MSCI World de 9,9% en dollars (-11,5% en euros). Au vendredi 4 avril, le recul de l'indice MSCI World All Countries en € (intégrant les pays émergents depuis le début de l'année est désormais de -14,1%.





6 MARCHÉS ACTIONS : EST-IL OPPORTUN DE REVENIR ?

Nous avons surpondéré à juste titre nos portefeuilles depuis la mi-octobre, notamment sur l'Europe, profitant ainsi de la rotation en faveur de cette zone. **Nous avons entre temps profité de l'annonce du méga-plan de dépenses allemand pour réduire nos expositions dans le courant de la première quinzaine de mars pour revenir à la neutralité sur les actions.** Nous considérons en effet qu'il pourrait y avoir des risques d'exécution sur le déploiement de ce plan - et après déjà une belle surperformance sur 2 mois face à un marché américain plus fragile.

Même si une partie des annonces de mercredi était déjà intégrée par les marchés d'actions - le marché américain avait ainsi déjà cédé -5,6% au mois de mars - nous avons fait le choix de ne pas adopter une posture plus offensive sur les marchés d'actions, juste avant le 2 avril. Nous avons en effet jugé que les risques étaient assez équilibrés entre une éventuelle sanction des annonces à court terme et un rebond de soulagement (si les annonces avaient été moins sévères qu'attendu).

Le « Liberation Day » a finalement totalement pris de court les investisseurs par la sévérité globale des annonces et nous savons désormais que la semaine écoulée ne clôturera pas le cycle d'annonces et de décisions susceptibles d'entretenir la volatilité des marchés, avec de possibles mesures de rétorsion à suivre, comme celle déjà adoptée par la Chine. N'ayant pas fait le choix de sous-pondérer nos portefeuilles avant le 2 avril, nous avons sagement préféré de ne pas vendre ou alléger nos positions dans le climat de stress extrême qui a prévalu sur les séances des 3 et 4 avril, et attendons désormais une situation plus équilibrée avant de repondérer nos portefeuilles en actions.

Rappelons que l'objectif de l'administration Trump est d'abord de faire passer ces mesures de droits de douane et de dérégulation, afin dans un second temps - et dans l'optique déjà des élections de « mid term » de novembre 2026 - non seulement de reconduire mais également de procéder à de nouvelles baisses d'impôt. Le Sénat américain a d'ailleurs commencé à s'engager sur la voie de l'agenda fiscal de D. Trump samedi 5 avril, dans le but notamment de prolonger les baisses d'impôts adoptées par Trump en 2017 et qui expirent à la fin de 2025. Le projet de loi conçu par les Républicains permettrait aussi 1,5 trillion de dollars de nouvelles baisses d'impôts sur la prochaine décennie et appelle à relever de 5 trillions de dollars la limite à l'endettement de l'Etat fédéral qui devrait être atteinte cet été.

Un retour plus volontaire sur les marchés d'actions dépendra du moment où le marché aura anticipé que les différentes parties prenantes sont parvenues à un point d'équilibre qui reste supportable pour l'économie mondiale. A noter qu'avant le 2 avril, nous avions un scénario - déjà exigeant - correspondant à l'établissement de tarifs douaniers moyens de 10%. Or, le fait que le plan soit présenté sous forme de deux volets - avec un tarif de base de 10% et une taxe supplémentaire par pays et/ou produit - semble confirmer cette indication d'un point d'équilibre possible autour de 10% de tarifs douaniers. Ceci représenterait, à notre sens, la limite que le marché pourrait accepter, car elle correspondrait déjà à 200 milliards de recettes/taxes supplémentaires. Une ponction sur l'économie d'autant plus significative qu'il y aurait le volet « coupe budgétaire » envisagé à l'origine pour dégager un montant équivalent, qui viendrait compléter le dispositif, et peser par ailleurs sur l'activité.

7

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ONT-ILS RETROUVÉ LEUR RÔLE DE « REFUGE » DANS LA TEMPÊTE ?

Les tensions sur les taux longs qui s'étaient nourries des craintes inflationnistes provoquées par le programme de Trump au 4ème trimestre, puis celles nées du programme de relance européen en mars, se sont sensiblement dégonflées respectivement depuis la mi-février pour le marché obligataire américain et depuis la fin mars pour la dette souveraine européenne. Le rendement des obligations à 10 ans américaines est passé d'un plus haut de 4,79% mi-janvier à 3,94% le 4 avril, tandis que le Bund est passé d'un plus haut de 2,89% le 11 mars, à 2,57%.

Ce recul des taux obligataires, en dépit des craintes de hausse de l'inflation, montrent que les investisseurs considèrent l'impact inflationniste comme relativement transitoire et s'inquiètent davantage de l'impact de cette ponction sur la demande et, de manière générale, de l'incertitude générée par cette guerre commerciale sur l'activité et la demande mondiales.

Il montre aussi qu'on se trouve dans une configuration différente de celle de 2022, lorsque les niveaux d'inflation poussaient les taux à la hausse et entraînaient de leur côté les actions dans le rouge : cette fois-ci, loin d'être corrélées, les deux classes d'actifs offrent une décorrélation qui permet d'amortir, au moins en partie, le choc de la baisse des bourses mondiales.

A noter que, contrairement au recul relativement ordonné du marché américain dans le courant du premier trimestre, **la baisse observée sur le début avril a également provoqué des écartements de primes de risque sur le marché du crédit,** alors que cette classe d'actifs avait plutôt bénéficié jusqu'au mois de mars d'une compression des spreads de crédit.



8 QUELLE EST DÉSORMAIS NOTRE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT ?

De manière générale, nous évitons de prendre des positions tranchées dans des périodes de forte incertitude liée à des décisions politiques, car la balance peut facilement pencher d'un côté ou de l'autre. Il suffit de se rappeler du plongeon de 34% des actions internationales entre le 19 février et le 23 mars 2020, suite à l'extension de l'épidémie du Covid hors d'Asie. Cet effondrement a vite été effacé car il a été suivi, après l'annonce de mesures de soutien massif, d'un rebond de près de 38% jusqu'à la fin juin 2020, permettant quasiment aux indices de revenir à l'équilibre à la fin du semestre, un mouvement qui s'est poursuivi au 2^{ème} semestre de 2020.

La panique est donc toujours mauvaise conseillère et nous ne pensons pas qu'il faille aujourd'hui être « en dehors » des marchés et sortir largement des bourses mondiales.

Le recul observé depuis leur plus haut par les actions américaines est aujourd'hui (au 04/04/25) de près de 17% : ce mouvement est plus sévère que ceux constatés en moyenne une ou deux fois par an sur un cycle boursier classique et nous n'avons sans doute pas encore connu tous les soubresauts induits par les annonces du mercredi 2 avril. Nos gérants doivent toutefois d'ores et déjà se tenir prêts à profiter de niveaux de valorisations sensiblement plus attractives.

Compte tenu de la rapidité de la baisse des marchés, **la « chasse aux bonnes affaires » pourrait intervenir plus tôt qu'on ne l'imagine, si l'on exclut un scénario de récession qui est loin de faire aujourd'hui l'unanimité chez les économistes et stratégestes. C'est particulièrement le cas sur les actions européennes et asiatiques**, emportées dans la tourmente, et dont les économies et les entreprises ne devraient pas être impactées comme les Etats-Unis en termes de choc sur la demande, tandis que les niveaux de valorisation étaient déjà raisonnables avant cette crise. On peut aussi entrevoir des opportunités sur les grandes valeurs de croissance américaines, dont beaucoup ont subi une purge très sévère, si on en juge par le recul de plus de 22% (au 4 avril 2025) du Nasdaq depuis ses plus hauts de la mi-décembre.

A noter que nous souhaitons naturellement maintenir un degré raisonnable de diversification, tant en termes géographiques (avec une allocation constructive sur les actions européennes et asiatiques), mais aussi en termes de style de gestion ou de taille de capitalisation boursière. C'est plus vrai encore aujourd'hui, compte tenu de la forte concentration encore observée des indices mondiaux sur le marché américain. En outre, nous observons qu'une fois n'est pas coutume, le dollar américain ne bénéficie pas d'un quelconque mouvement de « fuite vers la qualité » contrairement à ce qui a été observé, par exemple, lors de la crise financière de 2008. Bien au contraire, dans un environnement de dégagements importants constatés sur les actions américaines, le dollar a cédé du terrain : sur la base des cours au 4 avril, le billet vert a notamment perdu 5,5% contre euro.

Nous avons depuis plusieurs mois rééquilibré nos expositions géographiques au profit des actions européennes qui nous semblaient avoir un potentiel de rattrapage en 2025. Cette vision constructive devra toutefois être revisitée ou atténuée à l'aune des prochaines annonces en matière commerciale. Les investisseurs ont pour le moment moins pénalisé les valeurs européennes depuis (avec un recul limité à 7% pour le Stoxx Europe 600 contre 9,6% pour le S&P500). Il semble toutefois raisonnable d'imaginer que le rebond des marchés concernera, comme souvent, d'abord le marché américain, toujours leader, tandis que les entreprises européennes devront faire preuve de résilience par rapport à la concurrence des pays d'Asie, désireux de diversifier davantage leurs débouchés hors des Etats-Unis.

Ce lundi 7 avril, alors que le recul des marchés d'actions semble se ralentir - l'indice EuroStoxx cède tout de même encore près de 3% à l'heure où nous écrivons ces lignes - et à l'issue d'un comité de gestion exceptionnel, **nous avons décidé d'accroître de 4% nos allocations en actions de la zone euro, avec un biais France.** Nous considérons en effet que le gros de la purge est sans doute derrière nous et que l'Europe est sensiblement moins vulnérable que le marché américain. Si nous avons tort et que le mouvement de baisse venait à reprendre de l'ampleur, nous n'hésiterions cependant pas à revenir à un positionnement plus défensif.

9 DOIS-JE REVOIR MON ALLOCATION DANS LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉS ACTUEL ?

Il faut rappeler que la diversification est le principal antidote aux épisodes de stress, qu'il soit politique ou économique. Et même quand elle peut sembler pénalisante à court terme, ce qui est le cas depuis le début de l'année, ses mérites finissent généralement par prévaloir sur des horizons d'investissement plus longs.

On ne peut que souligner les mérites de bien diversifier son portefeuille d'actions au niveau européen, et plus encore au niveau international, afin de bénéficier d'un meilleur équilibre des sources de performance et de la dynamique d'autres marchés. Les marchés internationaux sont notamment dominés par la profondeur et la diversité du marché des actions américaines, qui a permis d'apporter aux investisseurs des performances de qualité sur la durée.

Qu'on en juge : **en dépit de sa contre-performance récente l'indice MSCI World - représentatif des actions internationales - a dégagé, en euros, une performance annualisée de 14,7% sur 5 ans et de 8,3% sur 10 ans⁽¹⁾.** Sur les mêmes périodes, la performance annualisée du CAC 40, dividendes réinvestis, aura certes été remarquable sur les 5 dernières années⁽¹⁾ à 14,9% mais n'aura atteint que 6,6% par an sur 10 ans glissants⁽¹⁾. Le marché américain tend par ailleurs à servir de refuge en cas de stress extrême, quand bien même les sources de stress proviennent souvent des Etats-Unis (comme ce fut le cas en 2008 lors de la crise des subprimes). Il convient donc de toujours bien apprécier le niveau de diversification de son portefeuille d'actions, afin de lui permettre de traverser au mieux les périodes d'aversion au risque auquel les marchés mondiaux peuvent toujours être exposés.

Une épargne de moyen-long terme bien équilibrée doit également faire l'objet d'une répartition raisonnable et maîtrisée entre actifs risqués (principalement les actions ou unités de compte investies pour tout ou partie en actions) **et actifs présentant un niveau de risque traditionnellement plus faible** (principalement les obligations ou le monétaire), avec une proportion qui dépend notamment des niveaux de performance visés, de la tolérance au risque et de l'horizon d'investissement de l'investisseur.

(1) A la date du 04/04/2025.



10 EST-IL OPPORTUN DE TOUT SÉCURISER, COMPTE TENU DES RENDEMENTS DES PLACEMENTS À COURT TERME ET DE L'AUGMENTATION DE LA VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS ?

C'est une décision éminemment personnelle, mais qui n'est pas dépourvue de risques. Vouloir tout miser sur des placements trop défensifs, par crainte de potentielles pertes en capital sur un épisode de stress des marchés, peut entraîner un risque de cristallisation de pertes.

Surtout, **une position trop défensive dans la durée peut entraîner une érosion de l'épargne de leurs détenteurs : en effet, les placements sans risque n'ont pas vocation à faire davantage que s'approcher des taux d'inflation et ils vont continuer à baisser** : ils se situent, début avril 2025, autour de 2,4% et la baisse attendue de l'inflation et des taux directeurs en zone euro devrait encore réduire ce niveau de rémunération.

Même si les actifs monétaires ont pu représenter une solution de placement appréciable ces deux dernières années, ils ne peuvent constituer le socle principal de vos placements à moyen/long terme, car ce taux - lié au taux de dépôt de la BCE - n'est pas pérenne puisqu'il est lié à la priorité donnée par la BCE à la lutte contre l'inflation et à la stabilité des prix. La période récente de politique monétaire restrictive, qui a amené à des taux directeurs élevés, semble désormais révolue : il faut donc revoir son allocation sur un horizon de plusieurs années car les placements monétaires ont surtout vocation à rémunérer des liquidités et constituent, pour l'essentiel, une épargne de précaution à court terme.

Pour son épargne financière, et en fonction de son appétence pour le risque et de son horizon d'investissement, il est en effet toujours utile d'envisager l'investissement d'une partie de ses avoirs sur des actifs de croissance : les marchés d'actions et d'obligations émises par des entreprises, bien dosés au sein d'un portefeuille d'actifs financiers, ont le mérite d'être exposés à la croissance de l'économie mondiale. Ils complètent utilement des actifs plus stables - mais traditionnellement moins rémunérateurs - tels que les placements réglementés ou les contrats en euros. Il est par ailleurs toujours conseillé d'investir progressivement - par exemple sur un pas mensuel sous forme de versements réguliers - et les périodes de crise se révèlent souvent de bons points d'entrée pour commencer à faire monter en puissance ses investissements.

Par ailleurs, **des solutions existent pour offrir une exposition aux actifs de croissance ou offrant des primes de risque appréciables (tels que le crédit), avec des niveaux variables de protection du capital à l'échéance et une gestion active**, à partir d'un portefeuille bien diversifié géographiquement et en termes de style de gestion. Naturellement, il convient de bien apprécier le niveau de risque de chacune de ces solutions et celui du risque de perte en capital potentielle associée. Il est généralement conseillé de bien mixer plusieurs classes d'actifs, qui offriront entre elles une bonne complémentarité.

A titre d'exemple, **un portefeuille combinant contrats en euros et unités de compte (fonds d'investissement) présente l'avantage d'offrir l'accès à des gestions exposées aux actions, mais aussi à des fonds diversifiés flexibles ou encore à des solutions offrant une protection totale ou partielle à l'échéance**. Ces solutions, combinant ont le mérite, de pouvoir activement moduler la part investie en actifs risqués, de pouvoir mieux s'adapter aux évolutions du contexte macro-économique et des marchés financiers : en effet, leur univers d'investissement mondial et leurs fourchettes d'exposition aux différentes classes d'actifs (actions, obligations, monétaire) leur confèrent les outils nécessaires pour mieux faire évoluer leurs investissements dans des contextes de marché parfois volatils et imprévisibles à court terme.

A titre indicatif, **une structure de portefeuille diversifié ayant maintenu une allocation équilibrée entre actions internationales et obligations de la zone euro aurait affiché une performance annualisée en euros, brute de frais de gestion d'environ 6,2% par an en moyenne sur les 15 dernières années**.

Naturellement, il faut pouvoir garder en tête l'horizon d'investissement minimum recommandé (3 à 5 ans minimum selon les profils de risque) afin de pouvoir profiter au mieux des opportunités qui ne manquent pas de s'offrir aux investisseurs patients, alors que les marchés sont parfois davantage le reflet de réactions psychologiques que d'analyses rationnelles.

(1) Au 04/04/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

11 JE NE SUIS PAS SÛR DE BIEN RÉAGIR À DES PÉRIODES DE TURBULENCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS... COMMENT FAIRE LES BONS CHOIX ?

La panique est toujours mauvaise conseillère : mieux vaut se reposer sur un portefeuille qui est construit sur le moyen-long terme et adapté au profil de risque de chaque investisseur, afin de se donner les moyens d'atteindre plus sereinement ses objectifs d'épargne moyen-long terme. Le temps est un allié, surtout dans les phases de crises boursières.

Certes, des crises internationales géopolitiques ou militaires peuvent choquer et déstabiliser temporairement les investisseurs, créer un climat d'incertitude et entraîner des phases de stress sur les marchés, voire des reculs de plusieurs mois ou trimestres sur les indices boursiers. Mais il convient de bien en analyser les impacts à moyen / long terme avant de décider de réallocations brutales.

A titre d'exemple, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a paradoxalement eu davantage d'impact sur les marchés obligataires sur les 12 mois suivants du fait de la hausse des prix du pétrole et de l'inflation - avec un recul massif de l'indice Bloomberg Euro Aggregate de -13,1% - que sur les marchés d'actions, qui ont affiché un gain de +2 à +4%.

Les fonds dits « patrimoniaux », qui ont pour caractéristique d'être diversifiés et flexibles, sont construits pour disposer d'actifs de croissance lors de phases haussières et d'actifs défensifs lors de stress sur les marchés. Compte tenu de niveaux de taux sensiblement plus élevés qu'à la fin 2021, ce socle d'actifs obligataires ou monétaires, retrouve sa capacité à amortir les chocs de marché éventuels.

La période de normalisation des taux qui a suivi la sortie de la pandémie de COVID, a conduit les banques centrales à renoncer aux politiques monétaires ultra-accommodantes et non-orthodoxes - qui se sont traduites par des taux directeurs et obligataires négatifs - et à restaurer un fonctionnement plus conventionnel des marchés obligataires. La conséquence est que l'on peut retrouver de nouveau un bon degré de complémentarité entre actions et obligations. Dans un fonctionnement « normal », ces deux classes

d'actifs sont dites « décorréélées » : la chute de l'une peut être compensée par la progression de l'autre, ce qui globalement permet d'obtenir une performance plus régulière sur les fonds mixtes.

Cette caractéristique défensive traditionnelle des obligations est précieuse, car elle permet alors de maximiser l'effet amortisseur en cas de stress des actifs risqués, les obligations servant de refuge et s'appréciant, lorsque les actions subissent des reculs importants. Les stratégies diversifiées et flexibles ont l'avantage d'offrir à l'épargnant une exposition à une grande variété de classes d'actifs et de zones géographiques afin de pouvoir s'adapter en modifiant sensiblement les allocations lors des retournements de marché.

Les gérants disposent en outre de marges de manœuvre importantes pour modifier le poids des actions (ou d'autres actifs risqués comme le crédit) **et piloter la sensibilité à l'évolution des taux d'intérêt, deux atouts importants lorsque les marchés sont très volatils.** Il est clair que des risques de baisse sont toujours présents tant pour les actions que pour les obligations, mais le rebond peut être rapide, une fois les craintes dissipées.

Enfin, l'investissement régulier, lorsqu'il est possible pour l'investisseur, reste un des meilleurs gages de lissage des performances et d'accumulation de capital sur la durée. Quel que soit le profil de l'investisseur, il reste fortement recommandé, car il permet d'atténuer la dimension psychologique liée au timing d'un investissement plus conséquent et davantage concentré dans le temps.



MENTIONS LEGALES

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF et à Natixis Interépargne. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de VEGA Investment Solutions. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par VEGA Investment Solutions à partir de sources qu'elle estime fiables. VEGA Investment Solutions se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. VEGA Investment Solutions ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. La référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. L'attention des investisseurs est attirée sur les liens capitalistiques existant entre le Groupe BPCE, et les entités citées, il peut exister un risque de conflits d'intérêts.

Achevé de rédiger le 7 avril 2025.

NATIXIS INTEREPARGNE – Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 8 890 784 Euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 692 012 669. 59, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris. Natixis Interépargne est intermédiaire d'assurance, immatriculée à l'ORIAS, sous le numéro 10 058 367.

BPCE - Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 207 603 030 euros - Siège social : 7, promenade Germaine Sablon 75013 PARIS - RCS Paris N° 493 455 042.

VEGA Investment Solutions - Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP-04000045 en date du 30 juillet 2004. Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 2 869 638,25 euros, enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le n° 353 690 514, titulaire de l'identifiant unique REP papiers n° FR417367_01UEPO délivré par l'ADEME, dont le siège social est sis 43, avenue Pierre Mendès France 75013 Paris.