

AVRIL 2025

Editorial

Un nouveau monde

Ce mercredi 2 avril 2025 restera gravé dans les annales de l'histoire économique contemporaine. Hier soir à 16.00 heure locale, le président américain a annoncé qu'il imposerait des droits de douane d'au moins 10 % sur toutes les importations aux États-Unis, avec des taux plus élevés pour bon nombre de pays, dont ceux de l'UE (20 %) et la Chine (34 %). *Liberation Day* pour reprendre sa terminologie. Une infographie géante à la main, Donald Trump a passé en revue les lourds droits de douane qu'il a décidé d'imposer à la planète, ciblant tout particulièrement l'Asie et l'Union européenne. "Notre pays a été pillé, saccagé, violé et dévasté par des nations proches et lointaines, des alliés comme des ennemis", a justifié le président élu, avant d'exhiber sa liste des partenaires commerciaux concernés. Cette offensive protectionniste du leader républicain passe par un droit de douane plancher supplémentaire de 10 % sur toutes les importations et par des majorations pour les pays jugés hostiles en matière commerciale. Surtaxes réciproques. Le plus haut niveau depuis le début du XXème siècle.

Les biens en provenance de l'Union Européenne supporteront ainsi 20 % de taxes. Les taux ont été fixés à 24 % pour le Japon, 26 % pour l'Inde, 31% pour la Suisse ou encore 46 % pour le Vietnam. L'addition est particulièrement salée pour la Chine, dont les produits feront l'objet d'une nouvelle taxe à l'importation de 34 % s'ajoutant aux 20 % de droits de douane additionnels déjà mis en place par l'administration Trump. Le Royaume-Uni, qui négocie pour sa part un traité commercial bilatéral avec les États-Unis, en ressort relativement épargné avec un taux plancher de 10 %. A noter que ni la Russie ni la Corée du Nord ne figurent dans ces annonces. Un membre de l'exécutif a justifié cette absence en expliquant que ces deux pays ne sont plus des partenaires commerciaux significatifs.

Ces annonces de Trump dépassent en tous cas tout ce à quoi on pouvait s'attendre. Ces derniers jours, la Présidence semblait examiner deux options. La première consis-

taît à imposer des droits de douane de 20 % sur toutes les importations étrangères, quel que soit leur pays d'origine ou le type de marchandises concernées. La deuxième à cibler certains pays. Finalement, Trump a opté pour une combinaison des deux. Et c'est finalement tout le système commercial, tel qu'il avait été construit après la Seconde Guerre mondiale, qui est ciblé par cette rafale de *tariffs*. Le porte-parole du gouvernement japonais n'a d'ailleurs pas tardé à réagir en déclarant : « Nous avons de sérieuses inquiétudes quant à la conformité des tarifs douaniers américains avec les règles de l'OMC et l'accord commercial entre le Japon et les États-Unis ». Il est vrai que la clause de la nation la plus favorisée, ce principe fondamental pour l'Organisation mondiale du commerce (OMC) qui assure que les taxes douanières sont identiques pour tous les États, sauf en cas d'accords de libre-échange, est singulièrement mise à mal par ces annonces.

Partout dans le monde, les économistes s'émeuvent des conséquences économiques potentiellement négatives que pourraient engendrer ces lourds droits de douane. En effet, les inéluctables augmentations tarifaires risquent fort de perturber les chaînes de valeur, générer des hausses de prix, retarder les décisions d'achat et d'investissement et, en fin de compte, causer d'importants dommages à l'économie. Qui plus est, au-travers de ces annonces



transparaît un fléau plus sournois, celui de l'incertitude. L'exemple des semi-conducteurs est très parlant. L'annonce d'un *tariff* à 32% sur Taiwan a tout d'abord provoqué un mini choc sur la tech, avant que la Maison Blanche ne précise que l'industrie des semi-conducteurs en était exclue. De même, 31% pour la Suisse semble lourd de

	Q1 2025	YTD 2025	Close 31/03/25
DOW JONES	-1.28%	-1.28%	42,001.76
S&P 500	-4.59%	-4.59%	5,611.85
FTSE 100	5.01%	5.01%	8,582.81
EUROST.50	7.20%	7.20%	5,248.39
CAC 40	5.55%	5.55%	7,790.71
FTSE MIB	11.31%	11.31%	38,051.99
MSCI EM	2.41%	2.41%	1,101.40
CRUDE OIL	-0.33%	-0.33%	71.48
GOLD	19.02%	19.02%	3,123.57
EUR/USD			1.0816
EUR/CHF			0.9564
EUR/GBP			0.8372
EURIBOR 1M			2.358%

prime abord, mais en creusant un peu, il apparaît que les médicaments et les principes actifs pharmaceutiques restent exemptés des nouveaux tarifs. Le cadre fiscal est éminemment fluctuant et ce n'est pas une situation idéale pour les chefs d'entreprise, loin s'en faut.

Certains experts commencent en tous cas à évoquer le mot de récession dans leurs analyses. Il est vrai qu'entre les prix à la hausse, les chaînes logistiques perturbées, la banque centrale américaine tiraillée entre ralentissement et inflation et un consommateur américain sous pression...le risque n'est pas négligeable. Nous verrons ce qu'il en est dans notre *Special Topic* consacré à ce sujet en page 4. Notons qu'à la suite des annonces d'hier, Goldman Sachs évalue maintenant à 35% (contre 20% précédemment) le risque de récession. Pour JP Morgan, c'est 40% (contre 30% précédemment). Il est dans ce contexte plus que souhaitable que les baisses d'impôts promises par Trump durant sa campagne se matérialisent plutôt rapidement.

Donald Trump fait bouger les lignes en Europe, c'est un fait indéniable. Il l'a également démontré ce trimestre sur les questions de défense. Déjà, en février 2024, il y avait eu une première alerte. À la question d'un chef d'État qui lui demandait si les États-Unis viendraient aider son pays en cas d'attaque russe, même sans atteindre les 2 % de dépenses allouées à la défense par rapport au PIB, le candidat Donald Trump avait répondu : « Non, je ne vous protégerai pas. » Une première brèche



dans l'Otan, et non des moindres, avec la remise en cause pure et simple de l'article 5 – le « un pour tous, tous pour un ». Une fois élu, le désormais 47ème président des États-Unis a fait monter les enchères. Ce n'est plus 2, mais 5 % du PIB que les pays membres devraient consacrer à leur défense. Seule la Pologne, à plus de 4 %, peut décrocher cet objectif, qui semble inatteignable pour beaucoup de pays endettés ou en déficit.

Face à cela, et compte-tenu de la menace persistante de la Russie à l'Est du continent, l'Allemagne a frappé un grand coup, mardi 4 mars, en annonçant un plan d'investissement massif de plusieurs centaines de milliards d'euros, marquant une rupture sans précédent avec sa traditionnelle rigueur budgétaire. C'est un des faits marquants de ce trimestre, qui n'a pas été sans conséquence sur l'évolution des taux longs, qui se sont immédiatement tendus en réaction à cette annonce. Sous la houlette du futur chancelier Friedrich Merz, les conservateurs de la CDU/CSU et les sociaux-démocrates du SPD, en pleines négociations quant à la formation d'un nouveau gouvernement, ont trouvé un accord pour lever les restrictions du "frein à l'endettement" et débloquer des fonds colossaux destinés à financer la défense et les infrastructures du pays. "Quoi qu'il en coûte !", a lancé Friedrich Merz, reprenant la célèbre formule de l'ancien président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, durant la crise de la dette de 2012. Un symbole fort qui illustre le changement radical opéré par l'Allemagne. Première économie de la zone euro, le pays est en difficulté depuis deux ans. Lucide sur sa situation et soucieux de relever la tête, Berlin fait donc le pari d'un endettement accru. Les annonces prévoient notamment une révision majeure du mécanisme dit du "frein à l'endettement" qui, jusque-là, limitait le déficit budgétaire annuel à 0,35 % du PIB. Dans le nouveau cadre envisagé, la règle serait assouplie pour permettre à l'Etat d'emprunter jusqu'à 1,4 % du PIB chaque année, avec une marge ajustable si la dette publique venait à dépasser 60 % de celui-ci. Selon la Bundesbank, ce changement de paradigme pourrait générer jusqu'à 220 milliards d'euros de financements supplémentaires d'ici 2030, sans compromettre la discipline budgétaire. L'investissement dans la défense pourrait atteindre 200 à 400 milliards d'euros. A titre de comparaison, le budget fé-

déral allemand annuel est d'environ 480 milliards d'euros. Grâce à cet effort budgétaire, Berlin pourrait rapidement atteindre le seuil de 3 % du PIB pour ses dépenses de défense (contre 2,1 % en 2024). Toutes les dépenses contractées dans le domaine dépassant le seuil de 1 point de pourcentage du PIB allemand, soit 45 milliards d'euros environ, pourront être votées sans tenir compte du mécanisme de frein à la dette. L'autre partie du plan concerne les infrastructures du pays, qui souffrent d'un sous-investissement chronique. Conservateurs et sociaux-démocrates se sont mis d'accord sur un gigantesque plan de subventions publiques pour améliorer les équipements outre-Rhin. Friedrich Merz a ainsi annoncé son intention de créer un nouveau fonds spécial extrabudgétaire, qui injecterait 500 milliards d'euros supplémentaires dans les investissements d'infrastructure au cours des dix prochaines années. Tout cela est colossal et devrait, si ce plan infuse rapidement dans l'économie réelle (ce qui n'avait pas été le cas des 1000 milliards promis par la Commission Européenne dans le cadre du Pacte Vert pour l'Europe), soutenir l'activité en Allemagne et dans toute l'Europe.

Sur le front géopolitique, la situation est loin d'être claire pour le moment. Trump veut la paix rapidement en Ukraine. Un deal sur les terres rares a été négocié



avec Kiev. Ne manque maintenant plus qu'un cessez-le-feu effectif. La balle est maintenant dans le camp de Vladimir Poutine qui, pour l'heure, joue la montre, sort périodiquement de nouvelles revendications de son chapeau et redouble d'intensité dans ses attaques, au lieu de se préparer activement à la paix. Il sera intéressant de voir quand et comment Donald Trump va hausser le ton face au leader du Kremlin, qui pour le moment, ne semble pas pressé outre mesure d'aller vers l'arrêt des hostilités tant souhaité par le président américain.

Le dossier du nucléaire iranien pourrait également revenir rapidement au premier plan, tant cette question est cruciale pour l'existence même d'Israël, allié indéfectible des États-Unis dans la région. Pour Israël (et pas seulement eux), il n'est pas concevable que l'Iran puisse détenir l'arme atomique. Est-il encore temps de négocier à ce sujet ? Ou seule une frappe militaire pourrait régler le problème ? Difficile à dire pour le moment, mais c'est indéniablement un sujet sur la table qui peut également avoir des conséquences économiques en fonction des réactions potentielles de l'Iran et de ses proxys dans le détroit d'Ormuz.

Dans ce monde si incertain, que faire dans nos portefeuilles ?

Le trimestre n'a pas été simple sur les marchés, car l'incertitude crée de la volatilité. Mais également des opportunités. Si les bourses américaines ont corrigé de leurs excès de la fin d'année dernière et affichent des performances négatives sur le premier trimestre (-4.59% pour le S&P500, -8.25% pour le Nasdaq), l'Europe quant à elle vient de connaître un joli rattrapage, avec une performance de 7.20% sur les trois premiers mois de l'année, portée par le retour en grâce des valeurs un peu cyclique, des bancaires et des valeurs de défense.

Comme à notre habitude, nous essayons de garder la tête froide et d'appréhender les événements avec calme et lucidité. Plus que jamais, la qualité des gérants que nous mettons en portefeuille et la diversification restent des données clé pour éviter les soubresauts trop importants. Nous sommes présents sur toutes les grandes zones économiques, en essayant d'être un peu contrariant dans les pondérations marginales de chacune. Nous gardons évidemment un poids substantiel sur l'obligataire, qui devrait constituer un amortisseur précieux dans les prochains mois, aux côtés de l'Or. Et nous commençons à regarder, pour certains clients avertis, des choses un peu nouvelles comme des ETFs sur les cryptodevises, qui pourraient se révéler une thématique intéressante avec le décret de Donald Trump en faveur d'un fonds de réserve stratégique en cryptomonnaies.

Christophe Carrafang



Macroéconomie

Un début 2025 correct, mais des interrogations sur le reste de l'année.

Indice des prix : Nouvelles baisses de l'inflation

- En Zone Euro, l'inflation core recule de -0.2% à 2.4% pour mars, la baisse de l'indice global est moindre mais se rapproche de l'objectif de la BCE : +2.2%.
- Aux Etats-Unis, la tendance est la même ; +2.8% pour l'inflation de février et +3.1% pour l'indice hors éléments conjoncturels.
- On assiste au même mouvement au Royaume Uni, avec une inflation qui repasse sous la barre des 3% (+2.8%).

Marché de l'emploi : les mois se suivent et se ressemblent

- Le taux de chômage en Zone Euro a atteint en février un nouveau plus bas historique à +6.1%, (voir graphe ci-dessous) avec le ralentissement de l'activité ce chiffre reste surprenant et est sans doute lié à des facteurs démographiques.
- Aux USA les demandes d'indemnisation au chômage sont très stables depuis trois ans. Il en est de même pour le nombre de chômeurs dont la hausse s'est arrêtée il y a un an et demi. Les prochains chiffres devraient être impactés par la politique des tarifs et de réduction du personnel administratif du président Trump.

Activité manufacturière : Relative stabilité au niveau mondial

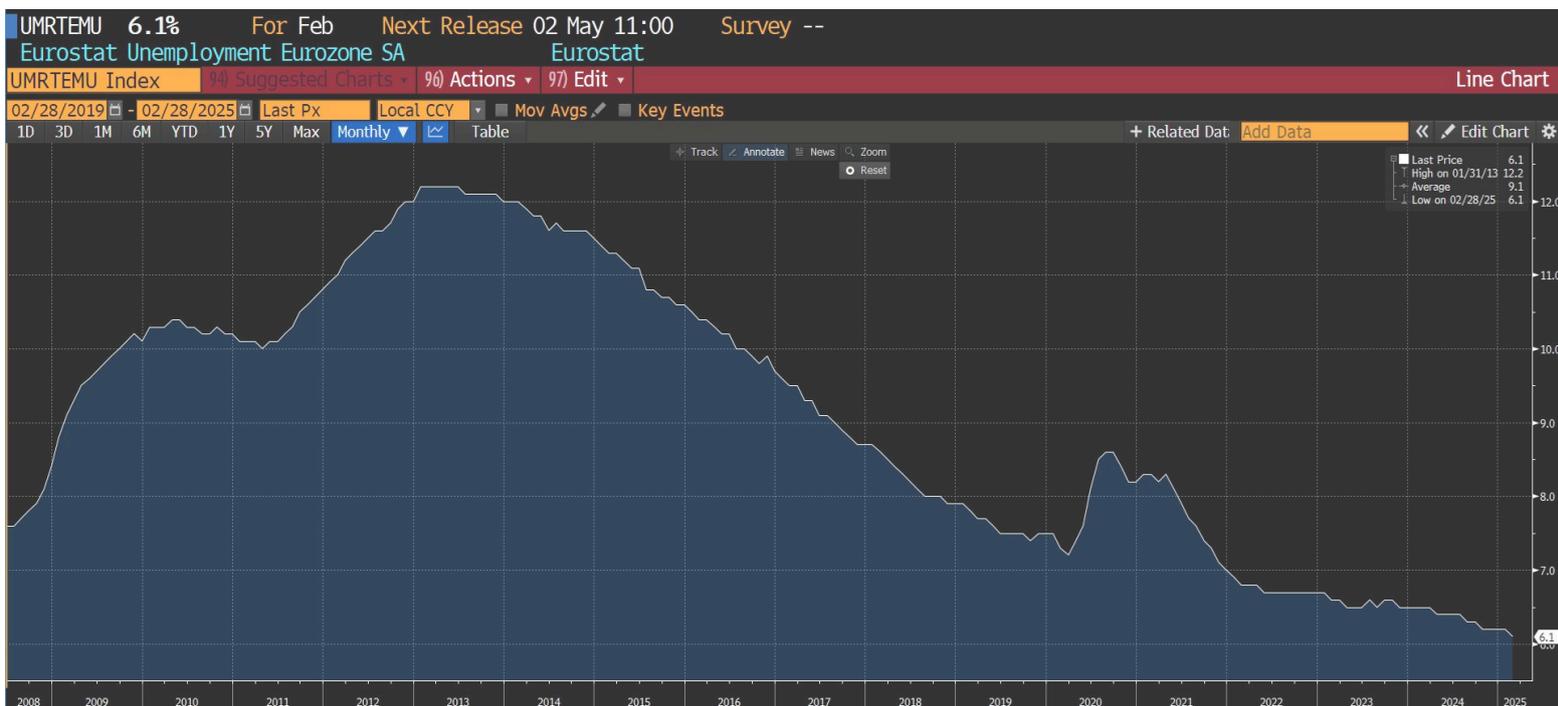
- Légère amélioration en Zone Euro, avec l'indicateur qui passe de 45.1 en janvier à 48.6 en mars.
- En Chine également les chiffres s'améliorent à 50.4 et 51.2 en fin de trimestre.
- Aux USA l'indicateur est de nouveau en zone de contraction (49), avec des sous indicateurs, prix, emplois et nouvelles commandes faibles.

Activité des services : une bonne résistance sauf aux U.S.A.

- En Zone Euro, l'indicateur d'activité est stable autour de 51 depuis le début de l'année.
- La stabilité est aussi de mise en Chine, où les indicateurs se situent depuis octobre sur globalement les mêmes niveaux.
- Depuis la fin de l'été 2024, l'ISM des services recule à 50.8 contre 55.8 en octobre. Les sous indicateurs illustrent également un ralentissement ce qui ouvre la porte à des baisses de taux de la Reserve Fédérale.

Damien Liegeois

Evolution du taux de chômage dans la zone Euro depuis 2008





Grand Angle

La Chine redevient-elle investissable pour les investisseurs mondiaux ?

La Chine a longtemps été un marché clé pour les investisseurs mondiaux, offrant un potentiel de croissance unique. Toutefois, ces dernières années, les marchés ont reculé sous le poids de la faiblesse macroéconomique, du ralentissement de l'immobilier, des défis géopolitiques et ont refroidi l'appétit des investisseurs étrangers. Aujourd'hui, avec des valorisations boursières attractives, la question se pose : la Chine redevient-elle investissable ?

D'un point de vue fondamental, la faiblesse des valorisations des actions chinoises peuvent constituer une opportunité. Le marché chinois, notamment les grandes capitalisations technologiques, se négocie à des multiples de bénéfices bien inférieurs à ceux des marchés développés, reflétant une forte prime de risque. Pour certains investisseurs contrariants, cette situation pourrait représenter un point d'entrée intéressant, à condition d'accepter une volatilité plus forte.

Un élément clé du renouveau économique chinois réside dans son avancée technologique et industrielle. BYD, désormais leader mondial des ventes automobiles devant Tesla, illustre parfaitement cette montée en puissance. L'industrie chinoise des véhicules électriques, soutenue par d'importants investissements en R&D et des chaînes d'approvisionnement optimisées, est aujourd'hui incontournable. De nombreuses entreprises chinoises dominent les marchés des batteries, des composants électroniques et des énergies renouvelables, renforçant l'attractivité du pays pour les investisseurs.

Par ailleurs, l'essor de l'intelligence artificielle joue un rôle stratégique. Avec des acteurs comme DeepSeek, la Chine démontre sa capacité à rivaliser avec les géants américains dans l'Intelligence Artificielle. Pékin mise fortement sur cette industrie pour stimuler son économie et renforcer son autonomie technologique. Ce dynamisme, couplé aux investissements massifs dans les semi-conducteurs et l'informatique quantique, pourrait offrir aux investisseurs des perspectives de croissance attractives sur le long terme.

Cependant, la perception du risque géopolitique reste un frein majeur. La rivalité avec les États-Unis et la politique zéro-COVID passée ont renforcé la prudence des investisseurs étrangers. Même si Pékin cherche à rassurer avec des mesures de soutien économique et un assouplissement réglementaire, la confiance mettra du temps à se rétablir.

En conclusion, la Chine présente des opportunités d'investissement indéniables, notamment grâce à son leadership technologique et industriel dans des secteurs clés comme l'automobile électrique et l'intelligence artificielle. Pour la première fois depuis longtemps, les investisseurs semblent ouverts à l'idée que le marché boursier chinois pourrait continuer son mouvement haussier. Face à la montée de la guerre commerciale potentielle avec les États-Unis, qui devrait impacter les exportations chinoises, nous nous positionnerons sur une thématique de reprise de la consommation domestique.

Special Topic

Damien Beasse

Flash : Doit-on craindre une récession américaine ?

Avec la mise en place de tarifs douaniers américains et les représailles internationales, les questions se posent sur l'impact économique de ces potentiels bouleversements commerciaux. Quoi qu'il se passe au cours de ces négociations viriles, l'impact d'une guerre commerciale est toujours négatif à court ou moyen terme. L'histoire économique nous a montré que ces politiques ont plus souvent déçu qu'elles n'ont impressionné.

Essayons de regarder point par point les évolutions macroéconomiques et financières afin de savoir si les signaux actuels pointent vers une récession.

La courbe des taux : l'inversement de la courbe des taux est souvent annonciateur de difficultés économiques, or élément plutôt positif, la courbe des taux dollar, hormis sur le court terme, est pentifiée c'est-à-dire que les taux à deux ans sont inférieurs à ceux à 5 ans, eux même inférieurs à ceux à 7 ans, et ce jusque sur les maturités les plus longues.

Les taux de défauts : Ils sont toujours contenus, les spreads se sont légèrement écartés depuis la fin de l'année, mais ils restent sur des niveaux historiquement bas.

Le marché des actions : On assiste actuellement à une correction des marchés assez saine sur des indices ayant bien performé ces dernières années. La prochaine saison des résultats nous en dira un peu plus sur l'état de l'économie américaine.

Le marché immobilier : Les indicateurs sont plutôt neutres, pas de détérioration ni d'amélioration. Les taux de crédit ont certes commencé à baisser, mais ils restent prohibitifs ce qui pose un problème pour envisager le rebond du secteur.

Les indicateurs d'activités manufacturières : Ils sont mixtes mais la relocalisation de certaines entreprises aidera la production à rebondir, le PMI manufacturier est toutefois attendu en baisse pour mars.

L'activité des services : Elle est assez robuste ; les consommateurs voient les prix baisser et cela les rassure d'autant que les

créations d'emplois résistent bien, les ventes de détails rebondissent en février. Toutefois les récents licenciements dans la fonction publique et la crainte de voir l'inflation repartir dans l'année les inquiètent, ce qui se traduit par des indicateurs de confiance en berne.

En conclusion, la réponse à cette question n'est pas si évidente qu'elle n'y paraît ; les éléments passés en revue sont assez mixtes et l'ampleur des tarifs finalement appliqués incertaine, et comme on le dit outre atlantique « the jury is still out », attendons le verdict. En revanche, si une récession devait se produire deux éléments arriveraient vite en soutien ; le plan fiscal promis par le président américain (qui sera annoncé plus tard dans l'année) et la capacité de la part de la Réserve Fédérale d'agir rapidement sur les taux. Cette dernière a d'ailleurs réduit de -0.5% ses attentes de croissance pour l'année en cours mais affiche un optimisme mesuré sur les prix en invoquant que l'impact des tarifs douaniers sur l'inflation sera transitoire.

Damien Liegeois

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 4 avril 2025. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés. Crédits photos (page 1) : heute.at; photo (page 2) : wikimedia.org sous licence Creative Commons