



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | MAI 2025

Trump II : foire aux questions



Avant-propos

CONTENTS

- 04 Section 1 : Y a-t-il un contexte plus large ?
- 07 Section 2 : Que signifient les droits de douane en matière de croissance, d'inflation et de taux d'intérêts ?
- 11 Section 3 : Comment les marchés et les portefeuilles pourraient-ils réagir ?

De nombreux aspects de l'économie mondiale connaissent des évolutions, mais un en particulier a, ces derniers temps, attiré toute l'attention sur lui. Dans ce numéro de Market Perspective, nous proposons nos réponses à certaines des questions d'investissement que suscite le très atypique 47e Président des États-Unis.

Au moment où nous rédigeons ces lignes, les droits de douane du « jour de la libération » appliqués pays par pays sont suspendus (hormis pour la Chine) et/ou soumis à diverses baisses et augmentations spécifiques. Des négociations sont en cours, des « accords » peuvent être conclus, des compromis peuvent être trouvés... ou pas. Les données économiques sont particulièrement difficiles à interpréter : certaines transactions ont été réalisées pour éviter une hausse des droits de douane, alors que d'autres ont été différées ou annulées justement par peur de cette hausse. Sur une note plus positive, un cessez-le-feu temporaire pourrait se dessiner en Ukraine ; par ailleurs une baisse des coûts de l'énergie, ainsi qu'une réduction des taxes, puisque les droits de douane américains sont en cours de remaniement, apporteront un certain soutien à des consommateurs inquiets.

Bien entendu, tout cela arrive après que les marchés boursiers américains ont profité de deux années exceptionnelles en raison des attentes quant aux gains de productivité dus à l'IA, qui commençaient à avoir l'air prématurées et se traduisaient par des estimations plutôt élevées, alors que la désinflation semblait atteindre son terme. De notre point de vue, nous avons adopté en novembre une position plus prudente quant aux actions, mais nous n'avons pas encore ressenti le besoin de recommander un réalignement plus important des portefeuilles, que ce soit dans un sens ou dans l'autre.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Source de l'image : US dollar
© Getty Images.

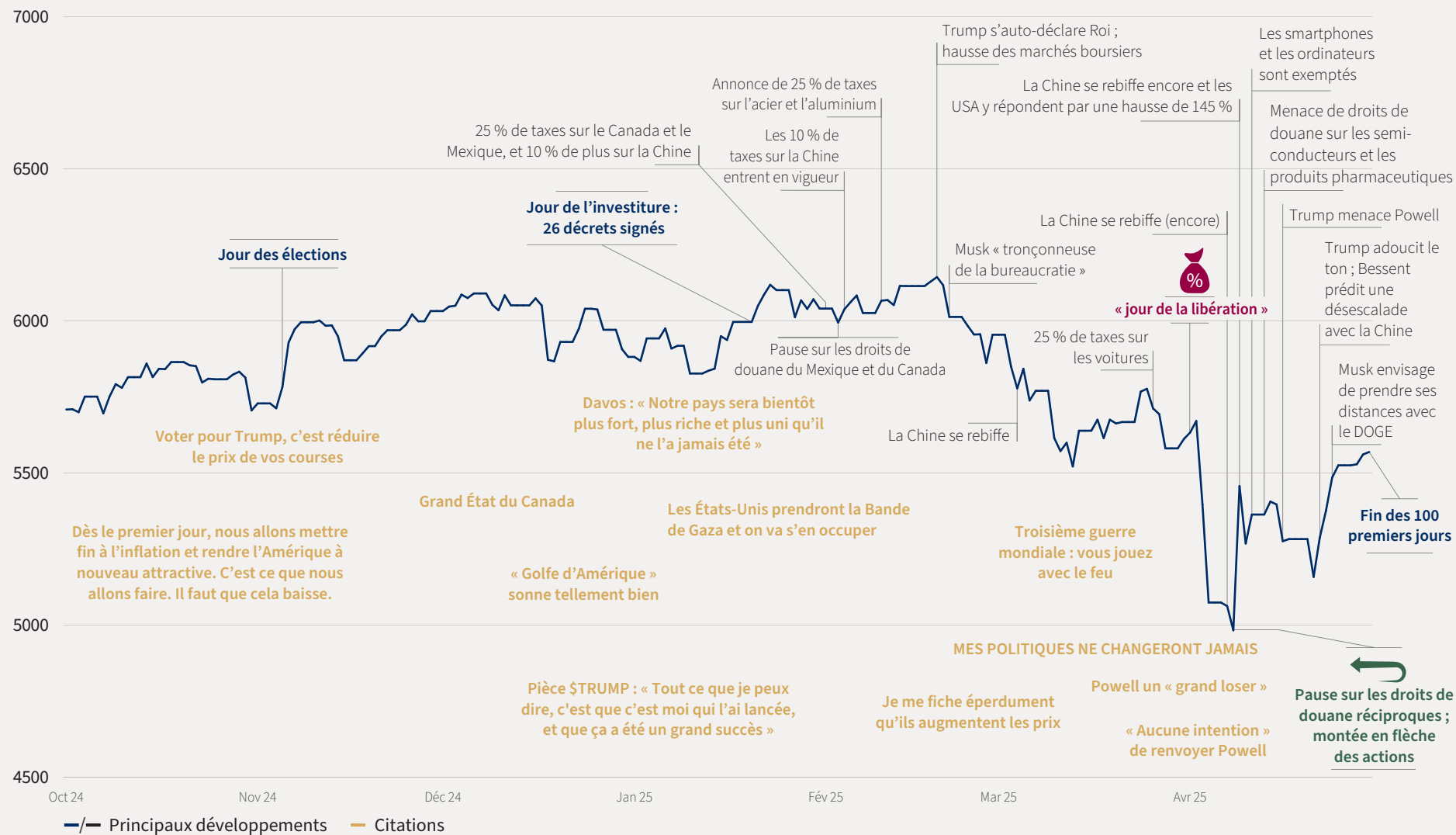
© 2025 Rothschild & Co Wealth
Management

Date de publication : 12 Mai 2025.
Valeurs : toutes les données au
7 Mai 2025, texte au 8 Mai 2025.

Sources des graphiques et tableaux :
Rothschild & Co ou Bloomberg sauf
indication contraire.

FIGURE 1 : LE SECOND MANDAT DE TRUMP

Indice S&P 500



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, NPR, The Guardian, WEF, Truth Social, NBC, CNN, X

Section I : Y a-t-il un contexte plus large ?

“Tout s’écroule, le centre ne peut pas tenir... Il va probablement y avoir une révélation...”

– WB Yeats, The Second Coming

Q1 : EST-IL DÉJÀ ARRIVÉ QUE LES PERSPECTIVES SOIENT AUSSI INCERTAINES ?

R : OUI

De mémoire d’homme, les économistes ont toujours dit : « C’est une période particulièrement incertaine », et il est dans la nature humaine de penser que nos expériences sont uniques. Mais cette idée populaire est erronée. L’incertitude d’aujourd’hui était l’avenir d’hier, donc les perspectives d’hier étaient également plutôt très incertaines, mais nous n’en avons pas conscience. L’histoire est ponctuée de nombreuses « crises », qu’elles qu’en aient été la nature : pourquoi ce processus aurait-il pris fin ?

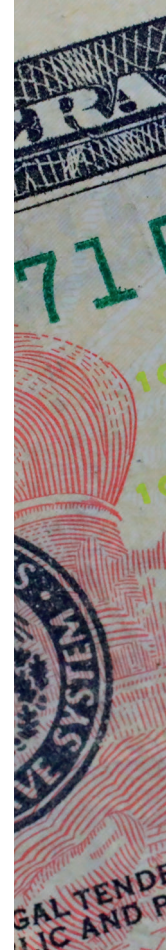
En réalité, il est impossible de connaître l’avenir, même si cela ne ressemble pas à un conseil utile en matière d’investissement. Mais alors que personne ne peut faire de prévisions précises, la sagesse prédominante qui détermine les prix des produits semble parfois excessivement confiante, biaisée, voire illogique. Si notre perspective diffère, il peut s’avérer pertinent de miser contre ce consensus. C’est pourquoi nous sommes très attentifs non seulement aux « nouvelles », mais aussi à la manière et aux raisons pour lesquelles les « nouvelles » sont créées. De manière étonnamment fréquente, les scénarios négligés sont les plus prosaïques, ceux impliquant la « débrouille ».

Nous pensons qu’il est trop tôt pour dire que le monde a changé de manière permanente, que la mondialisation va s’inverser, ou que les alliances géopolitiques sont terminées. Comment quiconque, parties prenantes comprises, pourrait-il déjà le savoir avec certitude ? Nous voyons des parallèles avec la pandémie (et pas uniquement à cause du fait qu’à l’époque, tout comme actuellement, c’est un 18 février que le marché boursier a atteint un plafond). En 2020, un recul économique abrupt et dramatique fut rapidement suivi d’assertions, confiantes mais erronées, selon lesquelles « les choses ne seraient plus jamais les mêmes ». En seulement un an, nous nous trouvons confrontés à une bonne vieille flambée inflationniste.

Q2 : COMMENT ABORDER TRUMP II ?

R : NOUS NE POUVONS PAS, ET NOUS NE DEVRIONS PAS Y CONSACRER TROP DE TEMPS..

Il n’y a pas grand-chose à aborder (ce n’est pas une critique, juste une observation). Les déclarations de la Maison Blanche ressemblent à un mouvement brownien. M. Trump semble chercher l’attention, il dit souvent des choses qui sont de toute évidence inexactes, provocatrices voire irrespectueuses afin d’obtenir l’attention qu’il recherche. Il semble qu’il utilise parfois des mots non pas pour communiquer, mais comme monnaie d’échange. Le projet « Make America Great Again » (en français « Rendons sa grandeur à l’Amérique ») est moins une idéologie (voir ci-dessous) qu’un instinct.



Cela ne veut pas dire que son administration n'a pas de motif ou d'importance : cet instinct est compréhensible. Il a certains arguments valables : le commerce international n'a jamais appliqué des règles réellement équitables, et les marchés US sont plus ouverts que la plupart des autres marchés ; cela fait peut-être un siècle que l'Europe ne paie pas intégralement sa propre sécurité ; la vision libérale du monde n'a aucune réponse à apporter aux migrations économiques ; il n'est pas possible de renoncer aux énergies fossiles du jour au lendemain ; il semble y avoir une méfiance généralisée à l'égard des institutions et des experts.

Cela ne signifie pas pour autant qu'une autre administration américaine n'aurait pas, elle aussi, été entachée de graves défaillances. Les priorités des Démocrates sont logiques et semblent plutôt très confuses ces derniers temps, et leur tactique de pré-élections étaient aussi douteuses que certaines de celles de Trump.

Toutefois, il s'agit d'une mise en garde contre le fait de prendre de façon trop littérale les gesticulations, voire les actions de l'administration actuelle. Comme nous l'avons souvent suggéré depuis 2016, pour reprendre les propos d'un journaliste américain au sujet de la campagne de Trump pour son premier mandat, il ne faut pas prendre M. Trump au pied de la lettre. Au moment où nous rédigeons ces lignes, l'exception la plus visible et la plus évidente à ceci (le tableau des droits de douane du « jour de la libération »), semble plutôt en être un exemple classique. Nous espérons que la volonté affichée de Trump d'envisager de s'approprier le Groenland de force en est un autre.

Q3 : TRUMP VA-T-IL CHANGER L'ARCHITECTURE INSTITUTIONNELLE ?

R : PAS AUX ÉTATS-UNIS, ET PEUT-ÊTRE PAS NON PLUS À L'ÉTRANGER

Le président est peut-être en train de malmenager la Réserve fédérale américaine, d'envisager un troisième mandat, de renommer les cartes et de faire reculer le programme de diversité, d'équité et d'inclusion (DEI), mais nous pensons que l'architecture institutionnelle et constitutionnelle des États-Unis s'en sortira en grande partie intacte. Il est également possible qu'il soit trop tôt pour conclure à une transformation permanente de la géopolitique.

Il est concevable qu'il parvienne à faire renvoyer le gouverneur de la Réserve fédérale (Fed), avec ou sans « motif valable » : après tout, il a déjà renvoyé les directeurs de deux autres agences « indépendantes ». Il pourrait même faire passer une loi modifiant ou supprimant le mandat monétaire de la Fed, mais ce ne serait pas tâche aisée (ironiquement, son gouverneur Jerome Powell avait été nommé par Trump lui-même en 2017). Néanmoins, même les plus serviles de ses conseillers peuvent s'opposer à de telles mesures. Il en résulterait un chaos financier.

Modifier la constitution pour briguer un troisième mandat nécessiterait une majorité des deux tiers au Congrès, qui devrait être ratifiée par les trois quarts des gouvernements locaux de chaque État, ce qui semble être au-delà de sa portée législative. Il existe une faille juridique non testée, qui consisterait à ce qu'il soit le vice-président d'un autre candidat élu officiellement, mais qui démissionnerait et lui céderait les pouvoirs. Toutefois, pour pouvoir se présenter à la vice-présidence, il faudrait qu'il soit éligible à la fonction suprême, ce qui ne serait pas le cas, puisqu'il a déjà été élu deux fois.

Il pourrait être plus chanceux en changeant les noms figurant sur certaines cartes, mais si les nouveaux noms ne trouvent pas d'écho, il ne pourra pas forcer les gens à les utiliser. Il réalise toutefois des progrès plus importants dans le démantèlement de l'approche américaine en matière de protection de l'environnement, déjà hésitante, ainsi que dans sa contre-attaque de la pensée établie dans le cadre des « guerres culturelles », mais la logique commerciale et la dynamique qui sous-tendent la transition énergétique risquent à minima d'être irréversibles.

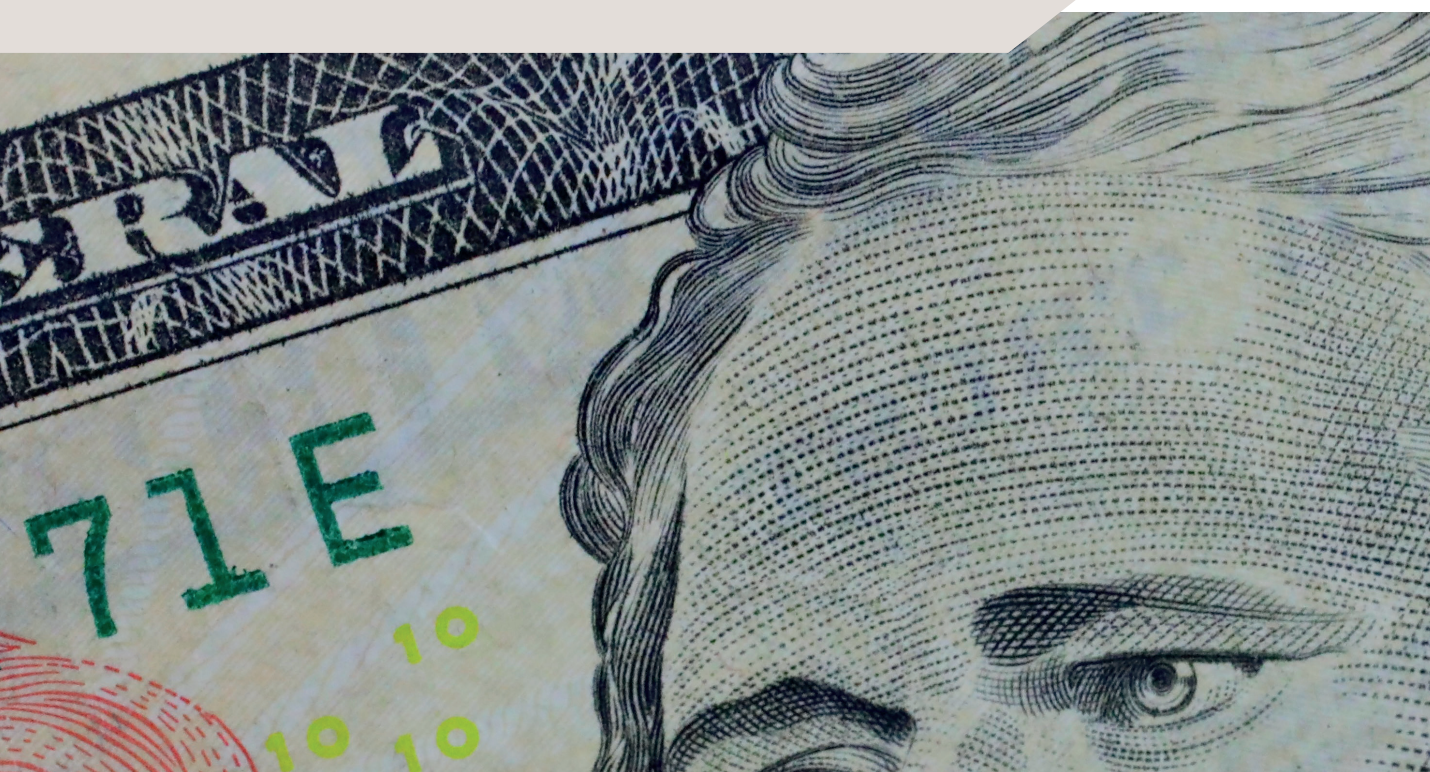
Si l'on regarde au-delà des frontières américaines, les experts assurent que le monde géopolitique a déjà été transformé, que l'alliance nord-atlantique est terminée et que le monde est durablement déstabilisé... mais nous réitérons la question : comment peuvent-ils le savoir avec certitude ?

Cela ne fait que quelques mois qu'a commencé un deuxième mandat présidentiel capricieux et imprévisible.



Cela ne fait que quelques mois qu'a commencé un deuxième mandat présidentiel capricieux et imprévisible. Extrapoler les actions et déclarations récentes pour en déduire un nouvel ordre mondial peut être impressionnant, mais cela reste un conseil douteux en matière d'investissement.

Un exemple que nous utilisons souvent est celui de la présidence Reagan, lorsqu'un président apparemment imprudent et belliqueux finit par rendre le monde plus sûr. Les relations entre les États-Unis et l'Union Européenne se sont détériorées, mais il est permis d'imaginer un rapprochement si ou lorsque l'Europe assumera davantage ses responsabilités. Un désarmement économique entre les États-Unis et la Chine peut sembler improbable aujourd'hui, mais cela reste un des nombreux résultats possibles de la bataille commerciale en cours. Tous les scénarios ne sont pas des scénarios de destruction.



Section 2 : Que signifient les droits de douane en matière de croissance, d'inflation et de taux d'intérêts ?

Q4 : UN RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE MONDIAL EST-IL INÉVITABLE ?

R : NON, MAIS LES DROITS DE DOUANE N'EN RESTENT PAS MOINS DÉLÉTÈRES POUR LA CROISSANCE.

Les consommateurs vont se trouver confrontés à des prix plus élevés, et le choix sera faussé. Il est probable que les marges bénéficiaires des entreprises chutent, alors que tout plan d'expansion pourrait être suspendu sur fond d'incertitude accrue. Si d'autres pays suivent la Chine et mettent en place des droits de douane en guise de rétorsion, cela ne ferait qu'amplifier encore la souffrance économique mondiale. Comme le montrent les dernières estimations à la baisse du PIB faites par le Fonds Monétaire International (FMI), il est probable que personne ne sorte gagnant d'une guerre commerciale, pas même les États-Unis.

Toutefois, ces mêmes estimations ne suggèrent pas non plus un ralentissement : la croissance à court terme du PIB mondial devrait se rapprocher de son taux prépandémie. Le FMI note également qu'une ambiguïté élevée de la politique signifie qu'il existe diverses trajectoires de croissance possibles à partir de ce point de départ. Des issues positives sont également possibles. Des accords commerciaux visant à réduire les droits de douane proposés pourraient

FIGURE 2 : PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB PAR LE FMI

Moyenne annuelle (%)

	2025	Δ*	2026	Δ*	Tendance 2014-19
Mondial	2.8	-0.5	3.0	-0.3	3.4
USA	1.8	-0.9	1.7	-0.4	2.5
Mexique	-0.3	-1.7	1.4	-0.6	1.7
Canada	1.4	-0.6	1.6	-0.4	2.0
Zone Euro	0.8	-0.2	1.2	-0.2	1.9
Royaume-Uni	1.1	-0.5	1.4	-0.1	2.2
Japon	0.6	-0.5	0.6	-0.2	0.8
Chine	4.0	-0.6	4.0	-0.5	6.8
Asie émergente	4.5	-0.6	4.6	-0.5	6.5

Source : Rothschild & Co, Bloomberg, IMF World Economic Outlook (avril 2025)

Note : les prévisions de croissance du PIB par le FMI sont datées du 4 avril, et ne tiennent donc pas compte de la pause de 90 jours sur les droits de douane.

* Dénote un changement dans les prévisions relatives au PIB depuis la mise à jour de janvier sur les perspectives de l'économie mondiale (points de pourcentage).

être passés au cours des prochains mois, même avec la Chine. Les entreprises pourraient alors avoir moins besoin de délocaliser la production vers les États-Unis (à moins que cela ne fasse partie d'une proposition d'accord). Même avec les droits de douane existants, il n'est pas garanti que ce genre de mesures soient, du point de vue économique, pertinentes pour les entreprises. En outre, il est possible que toutes les recettes issues des droits de douane se traduisent par des réductions d'impôts, ce qui pourrait stimuler le pouvoir d'achat des ménages et des entreprises.

Entre-temps, les droits de douane ne sont pas le seul moteur du cycle du commerce mondial. Les taux d'intérêts en chute, la baisse des coûts de l'énergie, des politiques fiscales plus souples, en particulier en Europe, vont contrebalancer les effets cycliques. Il est possible que la récente faiblesse du dollar (voir ci-dessous) reflète en partie un resserrement des attentes en matière de croissance.

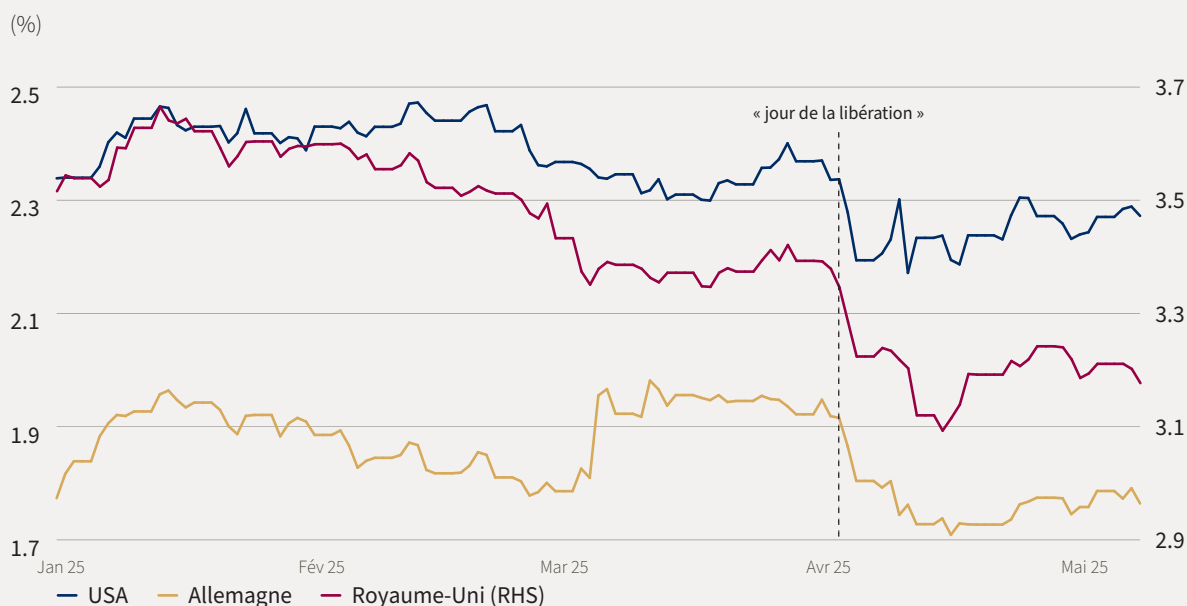
Q5 : LES DROITS DE DOUANE SONT-ILS INFLATIONNISTES ?

R : L'INFLATION EST UNE AUGMENTATION CONTINUE ET GÉNÉRALISÉE DES PRIX, DONC PROBABLEMENT QUE NON.

Les prix américains à la consommation vont certainement augmenter dans un premier temps en raison de la hausse des droits de douane, en particulier ceux s'appliquant aux marchandises. Le taux de droits de douane américain envisagé (ou proposé) devrait augmenter à environ 25 % (une large partie de cette augmentation étant due aux droits de douane de 145 % appliqués à la Chine), contre les 2 à 3 % actuellement en vigueur. Le dollar, plus faible cette année, va également contribuer à la hausse des coûts d'importation américains.

Il est improbable que le taux effectif (ou réel) des droits de douane soit aussi élevé : l'activité commerciale peut être réacheminée via des pays bénéficiant de droits de douane moins élevés, les entreprises américaines peuvent faire de fausses déclarations sur l'origine de leurs importations et, comme indiqué, des accords commerciaux sont également possibles. Une partie de cette hausse des coûts sera également absorbée par les exportateurs et les importateurs, de sorte que les coûts globaux seront partagés avec le consommateur final.

FIGURE 3 : ÉQUILIBRES D'INFLATION SUR 10 ANS



Source : Rothschild & Co, Bloomberg



Néanmoins, l'effet des droits de douane du « jour de la libération », s'ils entraient en vigueur, pourrait ajouter environ trois points de pourcentage à l'IPC américain.

À l'inverse, outre-Atlantique, une flambée des prix à la consommation semble peu probable. Si l'Europe ne riposte pas avec ses propres droits de douane, il est alors possible que le prix des importations baisse en raison de la récente valorisation de l'Euro. En outre, il est possible que la Chine abandonne ses importations soumises à de lourds droits de douane dans les pays autres que les États-Unis, compte tenu que la plupart des exportateurs de ces pays se trouvent confrontés à des prélèvements massifs de la part des États-Unis (alors que les importateurs américains sont confrontés à des droits de douane de 125 % à Pékin).

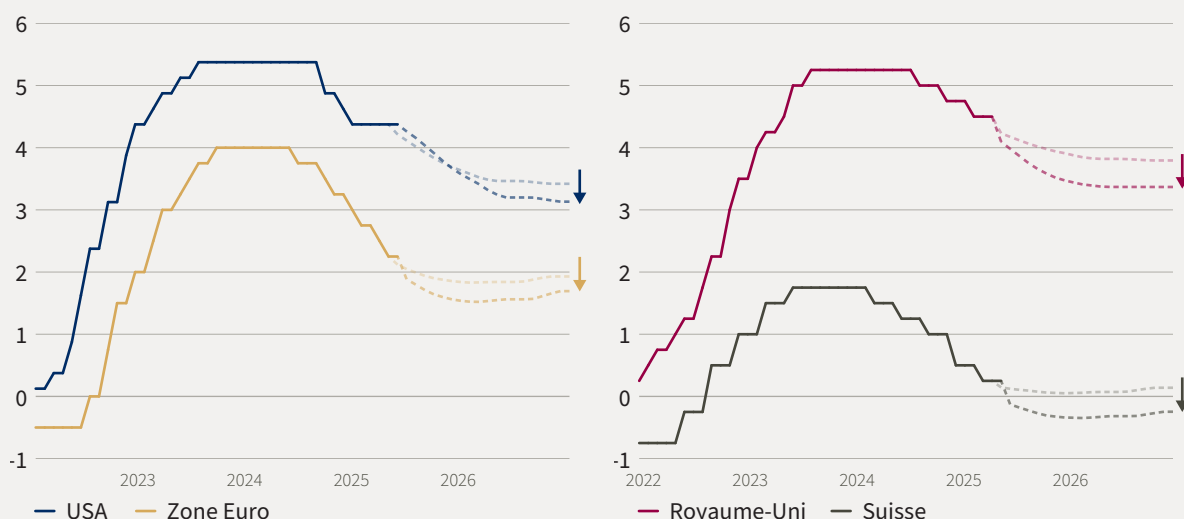
D'une manière ou d'une autre, la hausse des prix suscitée par les droits de douane va nuire à la demande et réduire l'activité commerciale et la confiance des consommateurs. Par conséquent, après la flambée initiale des prix, les droits de douane auront probablement un effet désinflationniste à moyen terme. En effet, c'est exactement ce qu'a montré la réaction des marchés obligataires le « jour de la libération » : les points morts d'inflation à long terme ont baissé aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne (figure 3). Cela dit, la croissance économique étant peu susceptible de s'effondrer, il peut également être hors de propos de parler d'une véritable « déflation », tout comme du scénario, populaire auprès des experts, de « pire des mondes possible », à savoir la « stagflation ».

Q6 : QUE VA-T-IL ARRIVER AUX TAUX D'INTÉRÊTS ?

R : LES DROITS DE DOUANE ÉTANT SUSCEPTIBLES DE RETARDER LA CROISSANCE, IL EST PLUS PROBABLE QUE LES TAUX D'INTÉRÊTS CHUTENT une fois qu'il deviendra évident que la hausse initiale des prix à la consommation ne se poursuivra pas pendant bien longtemps. La plupart des principales banques centrales étaient déjà en train de réduire leurs taux avant l'annonce du « jour de la libération », même si c'était à des rythmes différents. Par exemple, la Fed américaine et la Banque d'Angleterre (BoE) étaient en train d'abaisser leurs taux directeurs respectifs de manière plus graduelle que ne le faisaient la Banque Centrale

FIGURE 4: ATTENTES DE LA BANQUE CENTRALE EN MATIÈRE DE TAUX D'INTÉRÊT RÉELS (EN GRAS) ET IMPLICITES (EN POINTILLÉS)

Dernières projections par rapport au 1er avril (%)



Source: Rothschild & Co, Bloomberg

Depuis, plusieurs décideurs européens ont fait part de leurs inquiétudes quant au recul de la croissance domestique.



Européenne (BCE) et la Banque Nationale Suisse (BNS), qui semblaient se rapprocher de la fin de leurs cycles d'assouplissement respectifs.

Plusieurs décideurs européens ont depuis fait part de leur préoccupation quant au contexte de la croissance nationale, et certains ont même signalé de manière très explicite que les droits de douane pourraient avoir un impact désinflationniste. À l'inverse, Powell, le gouverneur de la Réserve fédérale américaine, a adopté une posture patiente, évitant toute action précipitée. En toile de fond, il est également possible que la pression exercée par Trump pour réduire les taux ait incité la Fed à démontrer son indépendance.

Néanmoins, depuis le « jour de la libération », les marchés monétaires ont adopté une trajectoire plus consensuelle pour ces quatre banques centrales principales (figure 4). Elles prévoient trois réductions de taux de la part de la Fed pour cette année, deux réductions supplémentaires de la part de la BCE, trois ou quatre autres réductions de la part de la Banque d'Angleterre, et un taux négatif pour la BNS (encore). Ce profil global semble plausible, même si l'on se demande (une fois de plus) si la voie effectivement empruntée sera aussi pertinente que ne l'attendent les marchés, en particulier si la croissance s'avère plus résiliente que prévu.



Section 3 : Comment les marchés et les portefeuilles pourraient-ils réagir ?

Q7 : COMMENT COMPARER LE FLÉCHISSEMENT DU MARCHÉ BOURSIER AVEC LES AUTRES ?

R : SA PROFONDEUR N'EST PAS SIGNIFICATIVE, MAIS LA CHUTE (ET LE REBOND RÉALISÉ À CE JOUR) FUT UNE DES PLUS RAPIDES

Les marchés se sont stabilisés et les actions ont rattrapé leurs pertes post « jour de la libération », mais il est trop tôt pour en conclure que la volatilité est derrière nous.

La chute des valeurs boursières est toujours quelque chose d'inquiétant. Pourtant, la réalité est que le récent recul de 16 % des valeurs boursières mondiales, de leur point le plus haut à leur point le plus bas, ne se classerait même pas dans les 10 reculs les plus marquants du dernier demi-siècle. Cela étant dit, alors que le recul post- « jour de la libération » n'a peut-être pas été si marqué que cela, il a été, en termes de vitesse, un des déclin les plus rapides

FIGURE 5 : ACTIONS INTERNATIONALES, DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE 2025 JUSQU'À AUJOURD'HUI

Indexé (100 = 1er janvier en USD)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

jamais enregistrés, et a été suivi par un rebond d'une rapidité équivalente (figure 5). Les valeurs boursières mondiales ont reculé de plus d'un dixième sur trois jours de séances boursières ; pendant ce temps, l'indice Hang Seng de Hong Kong a connu sa plus forte chute en un jour de ces deux dernières décennies. Mais celle-ci fut brève : le report des droits de douane annoncé moins d'une semaine plus tard a suscité une reprise vigoureuse, avec notamment la deuxième plus forte progression quotidienne du Nasdaq en un jour. De telles progressions en un temps si bref sont inhabituelles.

La volatilité des marchés boursiers dépasse généralement la volatilité économique sous-jacente. Paul Samuelson a ironisé, dans une formule restée célèbre : « le marché boursier a prévu neuf des cinq dernières récessions ».¹ Les récessions ne sont pas toujours (ni même souvent) accompagnées de crises financières majeures, et les préjudices qu'elles causent aux bénéfices des entreprises sont contrôlables. Cela étant dit, les dommages économiques que peut engendrer une guerre commerciale durable seraient inhabituels, et susceptibles de peser lourdement sur la rentabilité des entreprises : la récente volatilité des marchés boursiers pourrait être plus justifiée qu'en temps normal.

Nous évoluons en terrain inconnu. Et pas seulement en ce qui concerne l'étendue des politiques, avec les droits de douane américains qui risquent d'augmenter pour atteindre leur niveau le plus élevé de ces 100 dernières années. Mais aussi quant à l'indécision de Trump. Même avec un report des droits de douane spécifiques à chaque pays, nous ne sommes pas encore sortis des difficultés liées aux droits de douane et le mal est déjà fait : l'incertitude a touché la confiance. Le climat reste fragile.

Q8 : COMMENT LES VALEURS REFUGES SE SONT-ELLES COMPORTEES ?

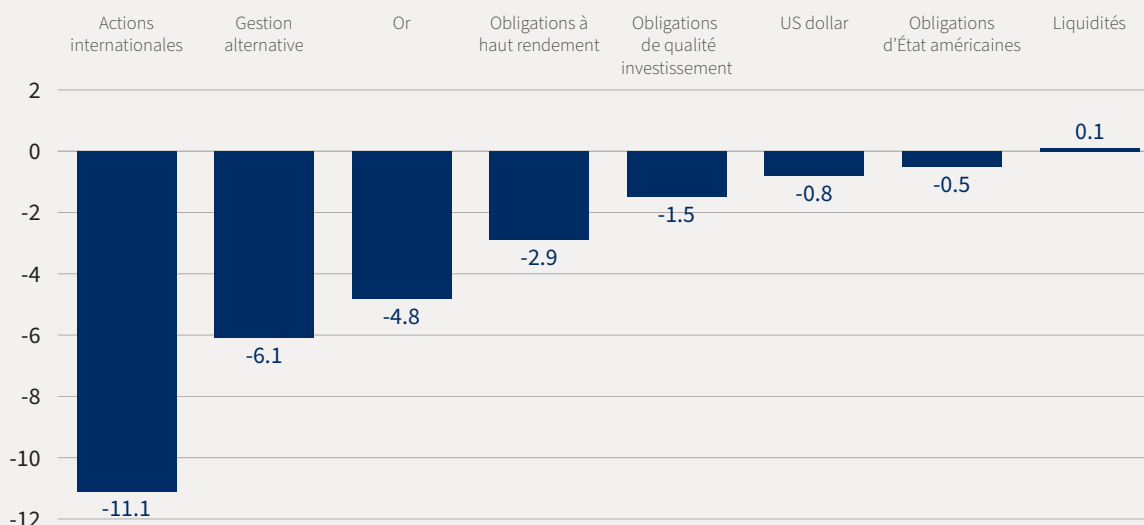
R : PAS AUSSI BIEN QU'ELLES AURAIENT PU

Afin de fluidifier le parcours d'investissement, nous recherchons des actifs capables d'augmenter lorsque les actions chutent, et vice-versa : de tels actifs de diversification sont capables d'agir comme un contreponds défensif.

¹ Dans un article paru dans Newsweek en 1966, l'éminent économiste Paul Samuelson a déclaré que le marché boursier avait prédit neuf des cinq dernières récessions

FIGURE 6 : LE REVERS DU « JOUR DE LA LIBÉRATION », ACTIFS SÉLECTIONNÉS

du 2 au 8 avril (valeurs en USD, %)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI, JP Morgan, SG Corporate & Investment Banking

Remarque : les rendements des titres à revenu fixe sont exprimés en USD, après couverture du risque de change. Le dollar américain est l'indice DXY.

Les actifs de diversification traditionnels comprennent les obligations, l'or, et les liquidités. Les actifs de diversification moins conventionnels peuvent inclure des fonds et des structures capables d'exploiter directement la volatilité ; les dérivés, et peut-être les investissements immobiliers directs. Les devises, qui ne sont pas un actif à proprement parler, mais une caractéristique des actifs, peuvent également jouer un rôle dans l'amplification ou la limitation de la volatilité générale des portefeuilles en fonction de la manière dont un taux de change en particulier est associé aux actions : par exemple, le dollar enregistre souvent une hausse de valeur lorsque l'incertitude grandit.

Toutefois, lors des turbulences de début avril, les différentes classes d'actifs ont présenté une corrélation inhabituelle. Lorsque les actions étaient à leur valeur la plus basse, certaines valeurs refuges traditionnelles (obligations, or et dollar) étaient également faibles, et renforçaient le risque du portefeuille (figure 6).

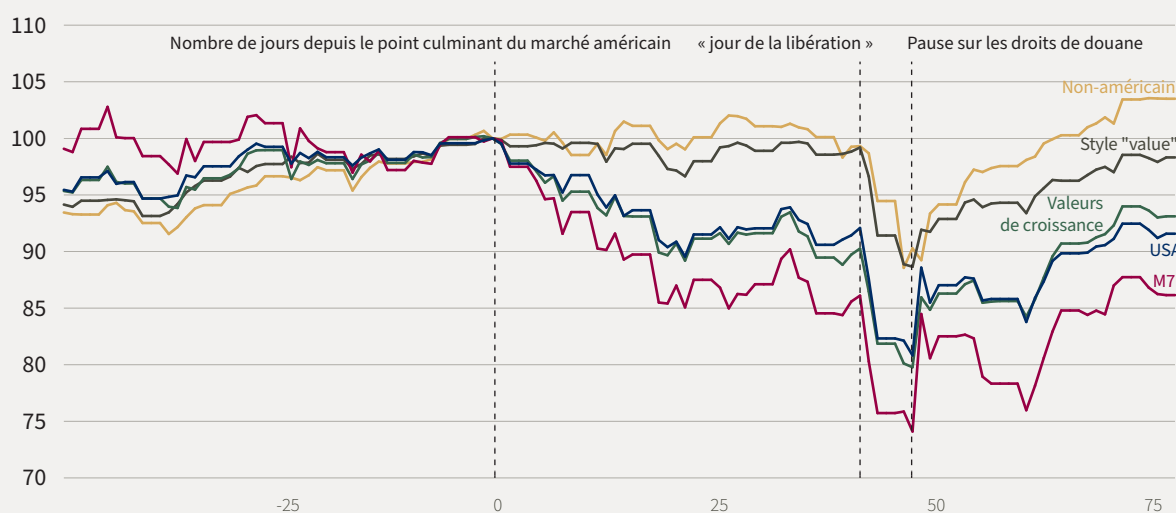
Donc, quelles sont les valeurs refuges qui ont bien rempli leur mission ? Les liquidités, modestes, ont au moins fait ce qu'elles font presque toujours : elles ont maintenu leur valeur nominale. Les stratégies basées sur les produits dérivés impliquant des options de vente (la couverture d'actions la plus évidente qui soit) ont bondi alors que les actions chutaient.

L'or et les obligations se sont montrés plus stables, depuis début 2025 jusqu'à ce jour. L'or reste une des classes d'actifs présentant les meilleures performances et a connu une hausse de plus d'un quart en 2025 (comparable à son rendement de 2024), ce qui est dans l'ordre des choses, étant donné que son attrait traditionnel en matière d'investissement provient du fait qu'il est considéré comme une garantie contre l'inflation, contre l'effondrement bancaire, et/ou contre une brusque dépréciation du dollar.

Il semble que la faiblesse des obligations, et plus particulièrement des obligations américaines et britanniques à long terme, ait reflété les problèmes spécifiques rencontrés par certains investisseurs majeurs utilisant des stratégies complexes à effet de levier pour stimuler les rendements, et non provenir d'un quelconque changement de poids au niveau des qualités perçues des actifs eux-mêmes. En particulier, les discussions au sujet de l'émergence d'une prime de type Truss sur les rendements du Trésor américain semblent hors de propos. La solvabilité des États-Unis n'est pas remise en question, du moins pas encore. Et si la volatilité des titres du Trésor et des obligations d'État du Royaume-Uni était inquiétante, elle était loin

FIGURE 7 : INDICES D' ACTIONS SÉLECTIONNÉS (TECHNOLOGIE, DROITS DE DOUANE ET EFFET TRUMP)

Rendements indexés (rebasés sur 100 au plus haut du marché américain, en USD)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

d'être incontrôlée. Avec une probable révision à la baisse des attentes quant à l'inflation sur le long terme et un taux de rendement à 10 ans actuellement supérieur à 4 %, nous pensons que les titres du Trésor à long terme et les obligations d'État du Royaume-Uni offrent non seulement une diversification crédible, mais probablement aussi des recettes permettant de surmonter l'inflation.

Q9 : EXISTE-T-IL DES SIGNES D'ALTÉRATION DU LEADERSHIP DU MARCHÉ BOURSIER ?

R : MOINS QU'ON AURAIT PU L'IMAGINER

Nous avons souvent parlé du caractère relativement restreint de la progression, ces dernières années, du marché boursier. Les actions américaines, et en particulier un petit groupe de sociétés dont la fortune est étroitement liée au sujet de l'intelligence artificielle, ont tiré les marchés vers le haut et contribué à leur hausse de manière disproportionnée.

Avant les turbulences engendrées par les droits de douane de Trump, le consensus au sujet des actions américaines était en train d'évoluer. Les anciens chouchous du marché boursier (la cohorte des « Magnifiques Sept² ») avaient cédé leur position de tête et ne semblaient plus avoir la domination absolue sur les choses. Entre-temps, les actions européennes tiraient le marché vers le haut, établissant une avance de vingt points de pourcentage sur leurs homologues américaines, réalisant ainsi la plus forte performance depuis des décennies.

Il semblerait que cette rotation ait été suspendue tout au long du mois d'avril. C'est aux actions technologiques cycliques en déclin qu'ont profité de la manière la plus visible la pause du « jour de la libération », ainsi que le soupir de soulagement collectif qui s'en est suivi. Toutefois, la cohorte des méga-capitalisations technologiques est toujours à environ un cinquième en-dessous de son niveau maximum de décembre.

Cette rotation est-elle une considération tactique ou stratégique ? La crédibilité des États-Unis a souffert et la fuite de capitaux reste un sujet évident cette année. Et après des années de sous-performance, et compte tenu du vaste écart de valorisation (encore une fois) entre les États-Unis et l'Europe, il est possible que les investisseurs soient encore en train de réévaluer les opportunités européennes. La zone Euro a progressivement bénéficié d'une baisse des taux d'intérêts et, par ailleurs, le bazooka fiscal de l'Allemagne va probablement venir atténuer la souffrance associée aux droits de douane.

Une chose est toujours claire : les valorisations américaines semblent tendues et les estimations de bénéfices des entreprises sont probablement encore trop optimistes. À l'avenir, il est possible que les revenus ralentissent alors que la croissance générale s'atténue, et le point de départ des fortes marges suggère que les bénéfices pourraient subir une certaine pression. Toutefois, comme mentionné ci-dessus, la croissance n'est pas encore trop fragile, et il semble manquer dans ce cycle au moins un contributeur majeur à un grand effondrement des recettes : le genre d'excédents au bilan qui peuvent nécessiter d'importantes dépréciations, comme c'est arrivé en 2001/2002 et 2008/2009.

Il est probable que d'autres dépréciations des recettes soient à prévoir, mais l'on ignore si elles vont avoir un impact dramatique sur le marché (et/ou susciter une distanciation supplémentaire vis-à-vis des États-Unis).

Q10 : EN EST-CE FINI DU DOLLAR ?

R : NON

Après les élections, le dollar avait le vent en poupe et de nombreux économistes s'attendaient à ce que des droits de douane supplémentaires le fassent encore monter. Mais en réalité, il a chuté d'environ 10 % par rapport aux principales devises.

Au cours de la dernière décennie, il y a eu de nombreuses tentatives pour inverser le cours du dollar, mais elles ont toutes été de courte durée. Une baisse plus importante, pondérée par l'activité commerciale, est survenue après la première investiture de Trump : elle s'est poursuivie pendant un peu plus d'un an, avant que le dollar ne reparte à la hausse.

² Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla.

Toutefois, l'attention portée au commerce est désormais renforcée et plus bruyante, alors que Trump et son entourage se sont prononcés plus clairement pour un affaiblissement du dollar, allant jusqu'à encourager les investisseurs mondiaux à réfléchir à la pertinence de son statut de monnaie de réserve. Concernant ces investisseurs, ils n'ont pas eu besoin qu'on les pousse pour remettre en question la crédibilité de la nouvelle administration (une fois encore, de manière plus marquée qu'en 2017). Les experts sont très désireux de parler (et ce n'est pas la première fois) de la déchéance du dollar et d'un nouvel ordre monétaire mondial.

Il est possible que le « MAGA » soit mal orienté.

L'on ignore quel est l'engagement réel de Trump pour un affaiblissement du dollar. L'ensemble du projet MAGA semble avoir pour but de prescrire toute une panoplie de traitements inappropriés pour une maladie mal diagnostiquée.

La part de l'industrie manufacturière de l'économie américaine a chuté, et les partisans de M. Trump ont été affectés de manière disproportionnée par la perte d'emplois dans l'industrie lourde et dans le secteur minier. Mais les pays tributaires d'un secteur manufacturier et de biens à faible valeur ajoutée, ainsi que de devises dépréciées, sont généralement plus pauvres, pas « grands ». Ce n'est pas une coïncidence si, selon notre classement récemment mis à jour, la meilleure économie globale est la Suisse, et qu'elle a également une devise forte.

Le fait que l'Amérique ait été en tête de l'évolution vers une production immatérielle du secteur des services et du numérique, et qu'elle puisse dépenser nettement plus qu'elle ne gagne, est une marque de réussite, et non d'échec.

La compétitivité à long terme ne consiste pas à vendre des choses à bas prix. La révolution numérique, qui a fait monter les marchés boursiers, est concrète : ce n'est pas un simple artifice financier. Bezos, Gates, Jobs, Musk, Zuckerberg etc. ont fourni des choses que leurs clients appréciaient.

Il existe certainement des manières plus simples d'aider les communautés délaissées qu'en tentant d'inverser la récente dématérialisation et la désindustrialisation de l'économie américaine. Les droits de douane ne fournissent pas des produits meilleurs. Même si les revenus sont recyclés, ils réduisent le bien-être des consommateurs en altérant le choix. Les incohérences du MAGA, ainsi que ses effets secondaires délétères, peuvent à terme nuire à la cote de popularité de Trump dans les sondages.

... et il peut s'avérer difficile de concrétiser une baisse du dollar

Même si Trump est résolu à avoir une dépréciation durable, la manière par laquelle il compte y parvenir n'est pas claire. Tout marché a deux côtés, et le dollar ne restera faible que si les vendeurs et les acheteurs potentiels pensent tous qu'il le faut.

Comme indiqué ci-dessus, s'il était vraiment déterminé, il pourrait prendre le contrôle de la Réserve Fédérale et inonder le marché de dollars, mais le chaos financier qui en résulterait relèguerait le « jour de la libération » au rang d'anecdote. Autrement, il devra s'en remettre aux forces (et aux discussions) du marché pour susciter la faiblesse qu'il recherche (encore une fois, pour autant qu'il la veuille vraiment).

Ces forces du marché, qui agissent via le déficit commercial existant, ne sont clairement pas à la hauteur de la tâche, sinon le dollar se serait orienté à la baisse et non à la hausse ces dernières années, et un déficit plus faible permettrait de réduire les ventes nettes en dollar, plutôt que de les faire augmenter. Ainsi, si les marchés doivent faire le travail de M. Trump à sa place, cela se fera par le biais du compte de capital : il doit, d'une manière ou d'une autre, décourager les entrées de capitaux et encourager les investisseurs existants à vendre leurs actifs américains, mais c'est là que le bât blesse, chère Liza : si l'Amérique veut être considérée « à nouveau grande » (« Great Again »), et comme nous l'avons signalé ailleurs, dans le monde de la finance elle n'a jamais été « pas grande », il faut alors que le dollar se négocie à des prix plus élevés, plutôt que d'être proposé à des prix plus faibles.

Si tout cela semble confus, c'est parce que ça l'est. Les déficits commerciaux ne sont pas nécessairement un problème pour une économie riche et diversifiée, et surtout ils ne sont généralement pas causés par les taux de change. De manière similaire, avoir la main sur la monnaie de réserve la plus prisée au monde, et être capable d'emprunter des montants à ce

jour illimités dans votre propre devise sans avoir à payer de taux punitifs, n'est peut-être pas une si mauvaise chose. Encore une fois, des traitements inadaptés pour un problème mal diagnostiqué.

Le renminbi ne peut pas le remplacer à court terme

Entre-temps, le candidat préféré de tout le monde en tant que prochaine monnaie de réserve, le renminbi chinois, ne devrait pas supplanter le dollar de sitôt. Comme nous l'avons souvent souligné, il s'agit surtout d'une question de logistique, et non d'une prédiction.

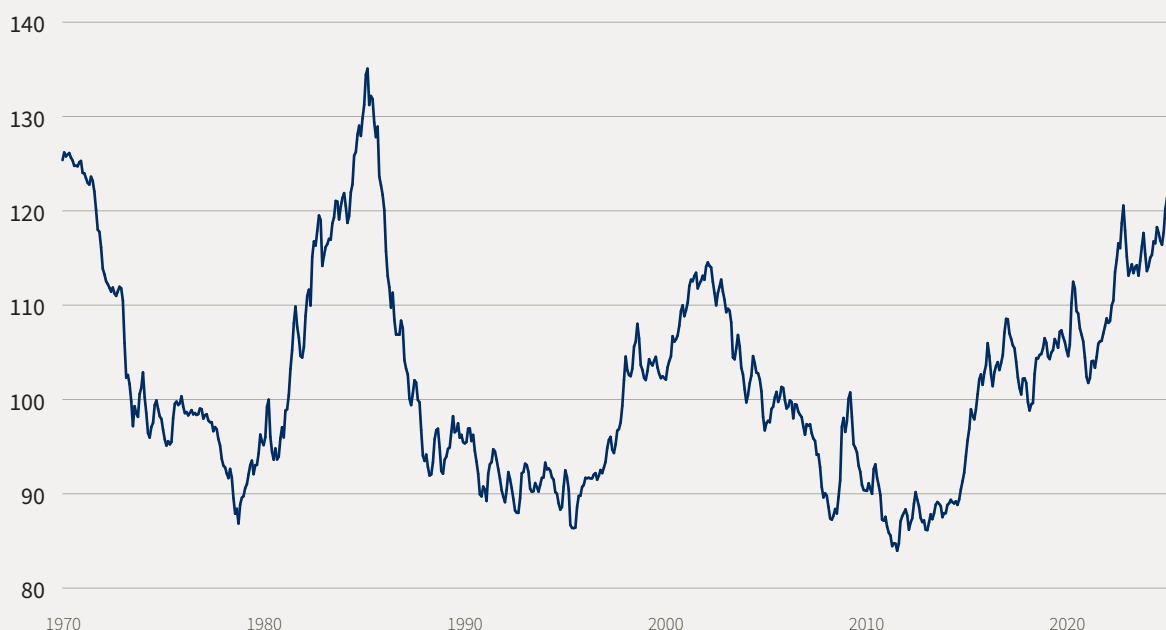
Pour qu'une devise soit un actif de réserve très répandu, il faut que le reste du monde en détienne de grandes quantités, mais la Chine a des systèmes de contrôle des capitaux et un excédent structurel de sa balance des paiements. Quoi que disent les partisans du renminbi, une généralisation de la facturation dans la monnaie chinoise ne change pas grand-chose au vu de ces contraintes. Et si, ou quand, ces contrôles de capitaux encore existants prendront fin, nous pensons savoir dans quelle direction se dirigeront les flux nets, du moins au début.

Ainsi, selon Trump, la devise étroitement encadrée de la Chine serait manipulée ? Il est certain qu'elle est bon marché. Pour harmoniser les prix de l'économie chinoise par rapport à ceux pratiqués aux États-Unis, et donc pour atteindre la « parité en termes de pouvoir d'achat », il faudrait qu'il y ait, selon les estimations du FMI, deux fois moins de renminbi par dollar que ce n'est le cas actuellement. Mais le terme de « manipulation » suggère un ajustement délibéré plutôt que le résultat naturel de l'entrée dans le système du commerce mondial d'une économie sous-développée et encore largement fermée.

La Chine est un grand pays, mais, même encore aujourd'hui, elle est relativement pauvre par habitant, et les expériences catastrophiques qu'elle a connues au 20^e siècle sont susceptibles d'inciter son gouvernement à une prudence compréhensible. Cependant, le terrain de jeu commercial penche actuellement en sa faveur : Trump n'a pas tort sur ce point, ne l'oublions pas.

FIGURE 8 : LE DOLLAR A ÉTÉ CHER, MAIS PAS DE MANIÈRE DÉMESURÉE

Indice large du dollar, pondéré par l'activité commerciale et ajusté de l'inflation



Source : Rothschild & Co, Datastream, OCDE

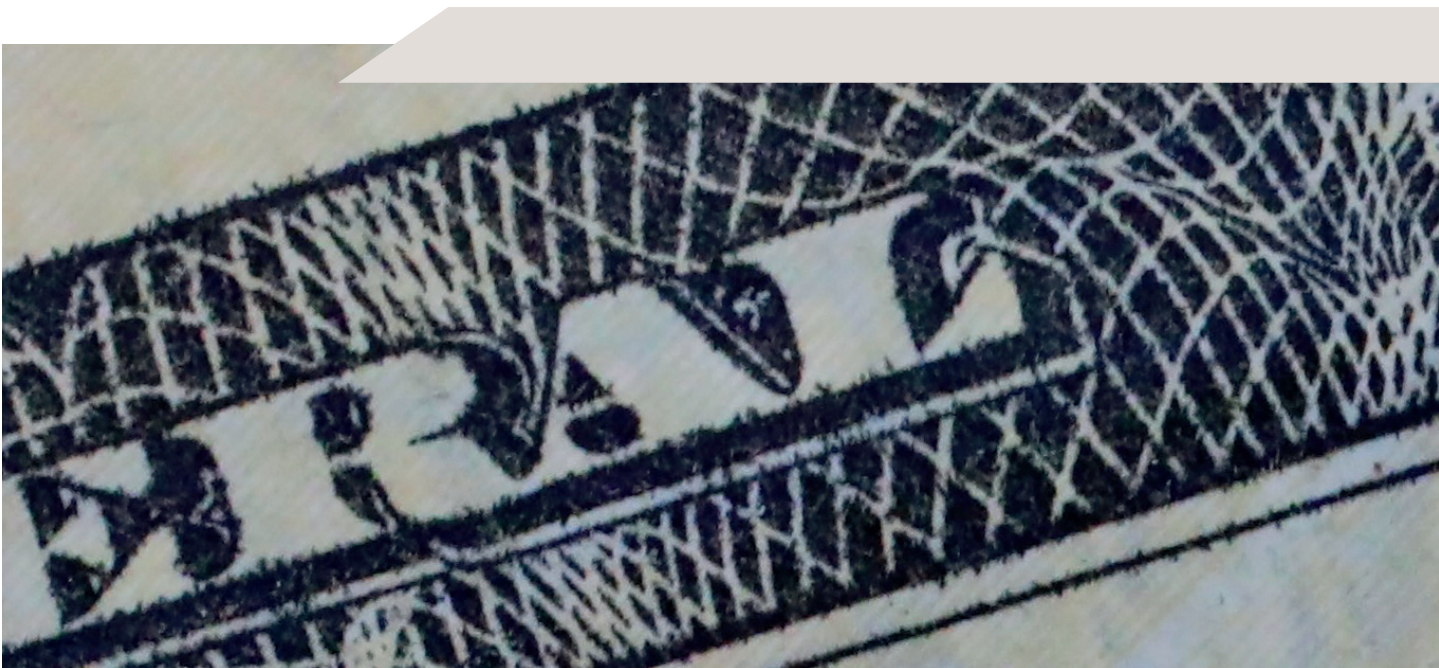
Le feuilleton actuel n'est pas terminé, et tant qu'il est en cours, il ne faut pas chahuter celui qui tient le micro.



Donc, quelle est la prochaine étape ? Ces derniers temps, les positions de change n'ont pas représenté une partie importante de notre processus d'investissement, mais cela pourrait changer. Le problème est que, dans le meilleur des cas, la conviction est rare (ou devrait l'être : les taux de change comptent parmi les prix les plus sur-analysés sur les marchés de capitaux). La plupart des retours sur portefeuilles sont généralement dominés par les prix des actions locales, pas par les taux de change.

En janvier, le dollar semblait cher (en termes réels), mais pas de manière démesurée, et il est actuellement un peu moins cher (figure 8). Toutefois, l'Europe est toujours confrontée à ses propres difficultés économiques (et de gouvernance). Comme souligné, nous pensons que le débat actuel néglige de nombreux aspects stratégiques, et nous avons du mal à croire que la crédibilité financière américaine soit durablement affectée (pour l'instant).

Mais du point de vue tactique, nous restons neutres. D'un point de vue global, nous ne trouvons plus les actions américaines plus attractives que les autres, et si nous pensions que le dollar était soudainement sur le point de rebondir et de remonter en flèche, nous serions probablement plus positifs à cet égard. Le feuilleton actuel n'est pas terminé, et tant qu'il est en cours, il ne faut pas chahuter celui qui tient le micro.





Informations importantes

Ce document est produit par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Sauf accord écrit spécifique de Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, ce document ne doit pas être copié, reproduit, distribué ou transmis, en tout ou en partie, à une autre personne. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information et de marketing et ne constitue pas une recommandation personnelle ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des titres ou tout autre produit bancaire ou d'investissement. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal.

La valeur des investissements, et les revenus qui en découlent, peuvent varier à la hausse comme à la baisse, et il se peut que vous ne récupériez pas le montant de votre investissement initial. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication des performances futures. Investir pour obtenir un rendement implique l'acceptation des risques : les performances souhaitées ne sont pas et ne peuvent pas être garanties. Si vous changez d'avis sur vos objectifs d'investissement et/ou votre tolérance au risque et au rendement, veuillez contacter votre conseiller clientèle. Lorsqu'un investissement implique une exposition à une devise étrangère, les variations des taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur de l'investissement et des revenus qui en découlent. La production de revenus peut se faire au détriment du rendement du capital. Les rendements du portefeuille seront considérés sur la base d'un «total return», ce qui signifie que les rendements proviennent à la fois de l'appréciation ou de la dépréciation du capital, telles que reflétées dans les prix des investissements de votre portefeuille, et des revenus reçus de ces investissements sous forme de dividendes et de coupons. Les avoirs des portefeuilles discrétionnaires réels ou d'exemple présentés ici sont détaillés à des fins d'illustration uniquement et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Comme le reste de ce document, ils ne doivent pas être considérés comme une sollicitation ou une recommandation pour un investissement séparé.

Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited quant à l'équité, l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document ou des informations qui constituent la base du présent document ou pour toute confiance accordée au présent document par toute personne quelle qu'elle soit. En particulier, aucune déclaration ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions contenus dans le présent document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Lorsque les données contenues dans cette présentation sont de source : MSCI, nous sommes tenus, en tant que condition d'utilisation, de vous informer que : « Ni MSCI ni aucune autre partie impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI ne donne de garanties ou de représentations expresses ou implicites concernant ces données (ou les résultats à obtenir par leur utilisation), et toutes ces parties déclinent expressément par la présente toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de qualité marchande ou d'adéquation à un usage particulier en ce qui concerne l'une quelconque de ces données. Sans limiter la portée de ce qui précède, MSCI, l'un de ses affiliés ou un tiers impliqué dans la compilation, le calcul ou la création des données ou lié à ceux-ci ne peuvent en aucun cas être tenus responsables de dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris la perte de bénéfices), même s'ils ont été informés de l'éventualité de tels dommages. Aucune autre distribution ou diffusion des données MSCI n'est autorisée sans l'accord écrit exprès de MSCI ».

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Enregistré en Angleterre sous le numéro 04416252. Siège social : New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority.

Ce document est distribué par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, CH-8034 Zurich, en Suisse et à l'étranger. Des lois ou autres réglementations peuvent restreindre la distribution de ce document dans certaines juridictions. Le contenu de ce document n'est pas destiné aux personnes relevant d'une juridiction qui interdit la distribution de ce document ou des stratégies d'investissement qui y sont mentionnées. En conséquence, les destinataires de ce document doivent s'informer et respecter toutes les exigences légales et réglementaires applicables. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être envoyés ou introduits aux États-Unis ou distribués aux États-Unis ou à une US person. Le terme « États-Unis » englobe les États-Unis d'Amérique, tous les États qui les composent, leurs territoires et possessions, ainsi que toutes les zones placées sous leur juridiction souveraine.

Rothschild & Co Bank AG est autorisé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Laupenstrasse 27, 3003 Berne, Suisse (www.finma.ch).