



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Mai 2025

MACROÉCONOMIE

Un mois sous le signe de la guerre commerciale. C'est en grande pompe et avec l'emphase caractéristique du personnage que Donald Trump a relancé sa croisade tarifaire contre le reste du monde lors du Libération Day, le 2 avril dernier. En dévoilant des « **tarifs réciproques** » dont l'ampleur rappelle les grands replis protectionnistes du XIXe siècle ou des années 1930, il a porté un coup terrible à ses partenaires commerciaux qu'il rend responsables du déficit commercial chronique des Etats-Unis en matière de marchandises. Après une phase de panique sur les marchés, le locataire de la Maison Blanche est revenu partiellement sur sa décision en annonçant la suspension des tarifs réciproques pour 90 jours, le temps de négocier. Seule la Chine ne bénéficie pas de cette exemption, puisqu'elle s'est dite prête à aller « jusqu'au bout », occasionnant une escalade sans précédent entre les deux plus grandes économies de la planète qui a vu les Etats-Unis rehausser leurs tarifs à 145% sur les biens en provenance de Chine alors que cette dernière les augmentait à 125%. **Quoi qu'il en soit, pour la Chine comme pour le reste du monde, une phase de négociations intenses avec les Etats-Unis s'ouvre.** Le président Trump a déjà concédé quelques exemptions sectorielles (semi-conducteurs, produits électroniques...) dans la mesure où ces biens sont cruciaux pour l'économie américaine. L'espoir demeure que la brèche dans le mur douanier imposé par Trump s'ouvre un peu plus.

Mais l'économie américaine continue à payer un lourd tribut aux aventures commerciales de son président. **La hard data commence à flancher, comme le montre la contraction du PIB au T1, à -0,3% en rythme trimestriel annualisé.** Le commerce extérieur, très largement déficitaire, a très négativement contribué à l'évolution du PIB. La baisse des dépenses publiques a aggravé le tableau. La détérioration des données d'enquêtes (soft data) continue. Dans le manufacturier, le stockage avant les tarifs continue (ISM Manuf : 49,3, PMI Manuf : 50,7). L'incertitude ralentit l'activité dans les services (ISM Services : 50,8, PMI Services : 51,4). Paradoxalement, une grande ruée vers l'auto dope les ventes de voiture (+5,4% m/m) qui elles-mêmes tirent les ventes de détail (+1,4% m/m vs +1,2% att.). Mais, une nouvelle fois, les consommateurs tentent de s'équiper en biens durables avant l'arrivée des nouvelles barrières douanières. En réalité, la baisse du moral des consommateurs continue. L'enquête du Conference Board rapporte un indice de confiance au plus bas depuis les confinements de 2020 alors que les attentes à 6 mois sont au plus bas depuis 2012... L'enquête de l'université du Michigan fait état d'anticipations d'inflation à un an toujours plus hautes, en raison des droits de douane.

Ce dernier point confirme à la Fed que l'heure d'assouplir un peu plus la politique monétaire n'est pas encore venue. Interrogé à l'Economic Club of Chicago sur le risque que les deux objectifs de la Fed (emploi et inflation) entrent en conflit, Powell a rappelé que dans ce type de situations, la banque centrale devait privilégier l'aspect de son mandat plus éloigné de sa cible. Message subliminal : le rapport sur l'emploi de mars ayant une nouvelle fois montré que le marché du travail tenait bien (+228 000 emplois créés et chômage à 4,2%), c'est plus à la persistance de l'inflation que la Fed devrait rester attentive. En effet le chiffre d'inflation CPI de mars aurait rassuré dans un autre contexte (CPI : +2,4%, Core CPI : +2,8%). **Mais les tarifs douaniers et leurs effets inflationnistes sont désormais dans toutes les têtes.**



Un mois sous le signe de la guerre commerciale

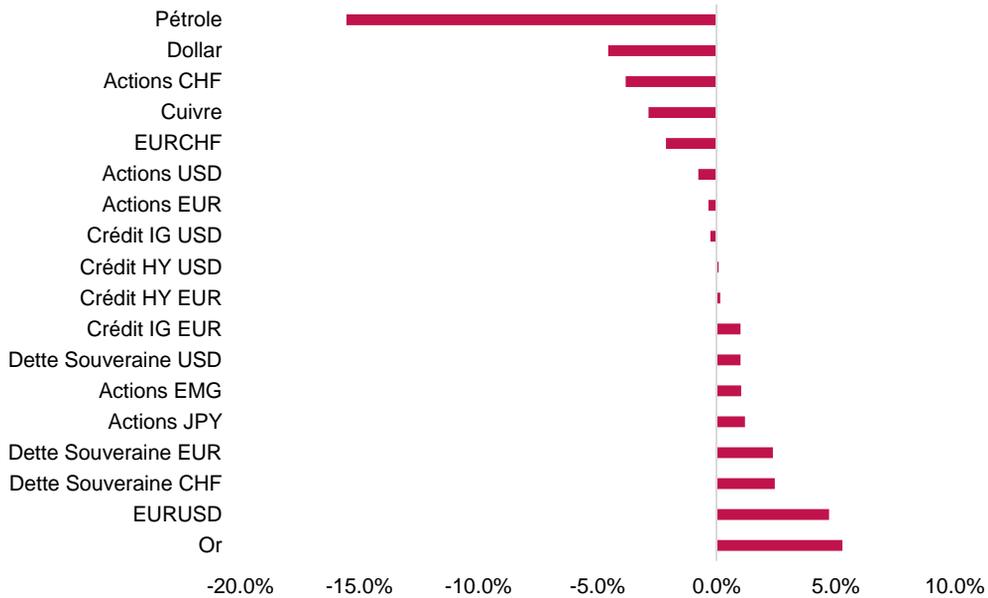
En zone euro, la BCE assouplit un peu plus sa politique monétaire en abaissant le taux de rémunération des dépôts de 2,50% à 2,25%. Il s'agit de la 7e baisse de taux de la campagne d'assouplissement de la BCE entamée en juin 2024, et de la 6e consécutive. Les assouplissements successifs de politique monétaire commencent à se faire sentir dans la mesure où la croissance a surpris au T1 (+0,4% t/t vs +0,2% att.) grâce notamment à un retour dans le vert de l'Allemagne (+0,2%) et de la France (+0,1%)

La communication de la banque centrale a penché du côté accommodant. Le chiffre d'inflation de mars a rassuré, à +2,2% en glissement annuel, avec une composante sous-jacente également en ralentissement à +2,4 %. La récente envolée de l'euro et la dégringolade des cours du pétrole étaient moins attendues par la banque centrale mais renforcent la tendance à la désinflation. De manière révélatrice, la référence à une politique monétaire devenue « *sensiblement moins restrictive* » a été supprimée (elle avait été introduite en mars pour préparer les marchés à la fin de la phase « une réunion = une baisse de taux »). **Lagarde a justifié ce revirement en expliquant que qualifier le niveau des taux directeurs de cette manière n'était plus pertinent,** car les comparer à un taux neutre forcément hypothétique relève d'un exercice valable uniquement dans un « monde sans chocs », ce qui ne reflète en rien les turbulences actuelles. En effet, les principaux indicateurs de croissance (PMIs Composite : 50,1) se dégradent car le choc que les barrières douanières pourraient causer sur l'économie européenne inquiète. **La BCE se prépare donc à répondre à la guerre commerciale en adoptant une posture accommodante.**

L'économie chinoise est entre deux eaux. D'un côté, le premier trimestre a été solide sur le front de la croissance (+1,2% t/t, +5,4% a/a) dans la lignée d'un T4 2024, déjà au-dessus du potentiel. **Mais c'est la suite de l'histoire qui inquiète.** Les deux derniers trimestres ont vu la Chine précipiter ses exportations vers les Etats-Unis et le reste du monde (102 milliards de dollars d'excédent commercial total en mars contre 77 attendus) avant la mise en place de barrières douanières. Si le découplage des Etats-Unis s'avère, l'économie chinoise va devoir (vraiment) se réinventer, ce qui passe par le rééquilibrage de son modèle économique mercantiliste vers la demande intérieure. Le mois dernier, les ventes de détail ont largement surpris à la hausse (+5,9% a/a vs +4% att.). Un premier pas encourageant, mais encore loin d'être suffisant.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/04/2025

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/04/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Le Japon a compté parmi les premiers pays à se presser au Bureau Oval pour tenter de signer un accord commercial avec les Etats-Unis. Les parties envisageraient d'ouvrir le marché japonais aux importations agricoles étrangères en échange d'un assouplissement des droits de douane de 25% sur l'automobile, particulièrement durs pour l'économie de l'Archipel. Les discussions devraient se poursuivre jusqu'à l'été. Même si l'inflation se maintient à un niveau élevé (CPI : +3,6%), l'incertitude commerciale menace la croissance japonaise, ce qui réduit sérieusement la probabilité de voir la BoJ continuer à relever ses taux cette année.

L'économie britannique donne des signes de ralentissement. Si la croissance a surpris à la hausse en février (+0,5% m/m) portant la croissance des mois de décembre-janvier-février à +0,6%, les prochains mois s'annoncent plus délicats. Les PMIs ont déçu : à rebours de l'Europe continentale, la contraction de l'industrie manufacturière s'aggrave (PMI Manuf : 44). Après 17 mois d'expansion, les services basculent dans le rouge (48,9 vs 51,3 att.). Meilleure nouvelle, l'inflation d'ensemble ralentit à +2,6% (vs +2,8% att.). La composante sous-jacente fait de même (+3,4% vs +3,5% att.). Rappelons toutefois que la BoE prévoit un rebond de l'inflation en milieu d'année.

L'économie suisse est sous la menace d'un ralentissement de l'économie mondiale. La forte hausse du franc suisse entretient le mécanisme de déflation importée. **Par conséquent, le CPI ne progresse que de +0,3% en mars** (vs +0,5% att.). L'activité ralentit aussi malgré les progrès de l'excédent commercial en mars (+5,3 milliards CHF vs +4,3 milliards en février). Les ventes de détail ralentissent (1,6% a/a après +2,9%). **Les indicateurs d'activité perdent aussi du terrain**, à l'image du KOF (97,1 vs 102 att.) qui tombe au plus bas depuis 18 mois. L'indice de Sentiment Economique s'effondre (-51,6 vs -10,7 att.).

MARCHÉS ACTIONS

Donald Trump joue au yoyo avec les actifs risqués

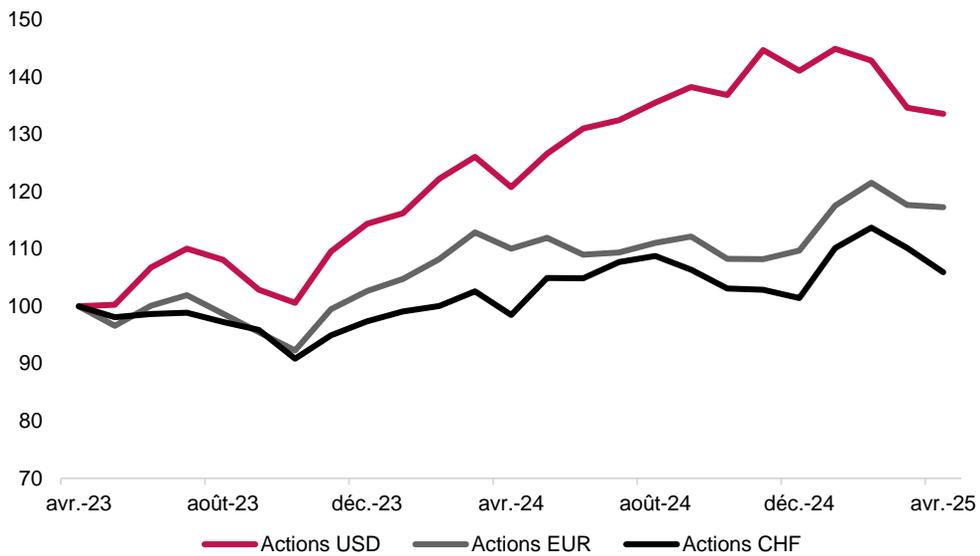
Un mois d'avril comme on en voit rarement. A la lecture des performances, on pourrait avoir l'impression que ce début de printemps est bien terne sur les marchés actions (S&P 500 : -0,8%, Nasdaq-100 : +1,5%, Stoxx Europe 600 : -1,2%). Pourtant, les actifs risqués sortent d'un mois chahuté où le VIX a dépassé les 50. **A partir du 2 avril, Donald Trump a joué au yoyo avec les actifs risqués** en imposant une série de droits de douane dits « réciproques » d'une brutalité historique à ses partenaires commerciaux. Résultat : panique générale et *drawdown* de plus de 10% par rapport au 1^{er} du mois en moins d'une semaine... Se rendant compte des dommages engendrés par sa guerre commerciale à outrance, il est partiellement revenu sur ses décisions **en annonçant dès le 9 avril une trêve de 90 jours ouvrant la porte à des négociations bilatérales.** Les marchés n'en demandaient pas plus pour rebondir violemment (avec près de 10% de hausse, le S&P 500 a connu la 8^e meilleure séance de son histoire).

Les investisseurs restent toutefois très attentifs aux tensions avec la Chine qui restent extrêmes, puisqu'elle est la seule à avoir opté pour l'escalade tarifaire avec le président américain. Et **les menaces proférées par Trump contre Jerome Powell pèsent aussi.** Dans les derniers jours du mois, le discours de l'administration présidentielle s'est montré un peu plus conciliant sur ces deux sujets, ce qui a permis au S&P 500 de continuer à limiter les pertes, et même au Nasdaq de grappiller quelques pourcentages, un exploit compte tenu du trou d'air du début de mois !

Le retour en grâce de la Technologie (+1,6% pour le secteur du S&P 500) a aussi été salué par Wall Street. Après avoir été laminé dans la baisse (entre les restes de l'effet DeepSeek et les craintes des valeurs cycliques), le secteur a su rebondir dans le sillage de **Palantir** (+40,3 %) ou **Vertiv** (+18,3 %). Dans cette optique, le frémissement des 7 Magnifiques en début de saison des résultats est de bon augure. Mais le spectre de la guerre commerciale n'est pas encore effacé, en témoignent les très belles performances de **Netflix** (+21,3%) (services protégés des droits de douane) et de **Walmart** (+10,7%) (consommation de base). Le secteur de **l'Energie** (-13,7 %) termine bon dernier dans la mesure où il fait les frais de l'effondrement des prix du pétrole.

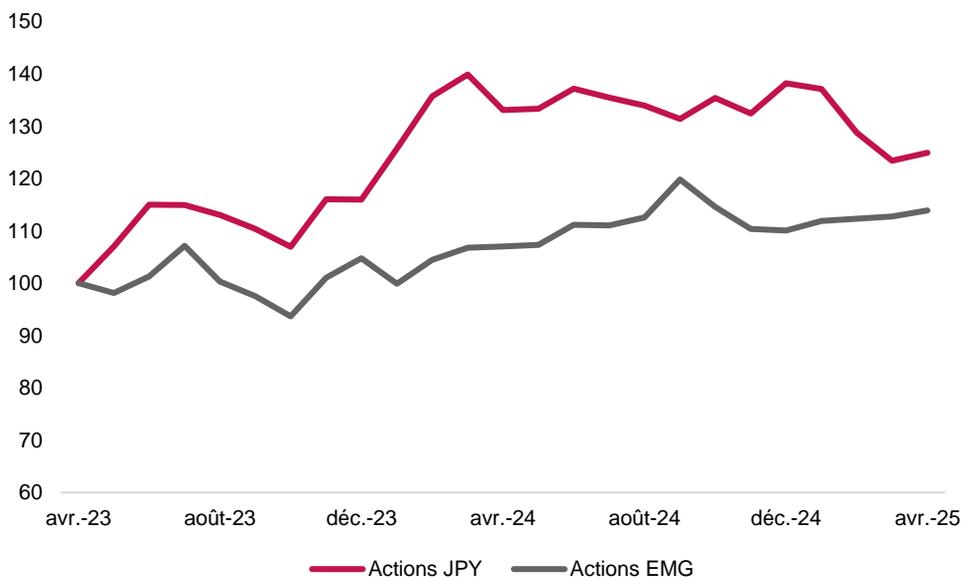
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/04/2025

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/04/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le mois d'avril aura été sous le signe de la « Libération ». La doctrine protectionniste de D. Trump et son annonce de hausse massive des tarifs douaniers ont ébranlé les marchés, touchant presque les limites du système : le dollar s'est effondré, cassant la barre des 1.15 contre EUR, les *treasuries* ont perdu leur statut de valeur refuge, le rendement du 10 ans grimpe rapidement de 50bps, et la volatilité actions s'est installée pour quelques jours vers 40/50, un régime anormalement élevé.

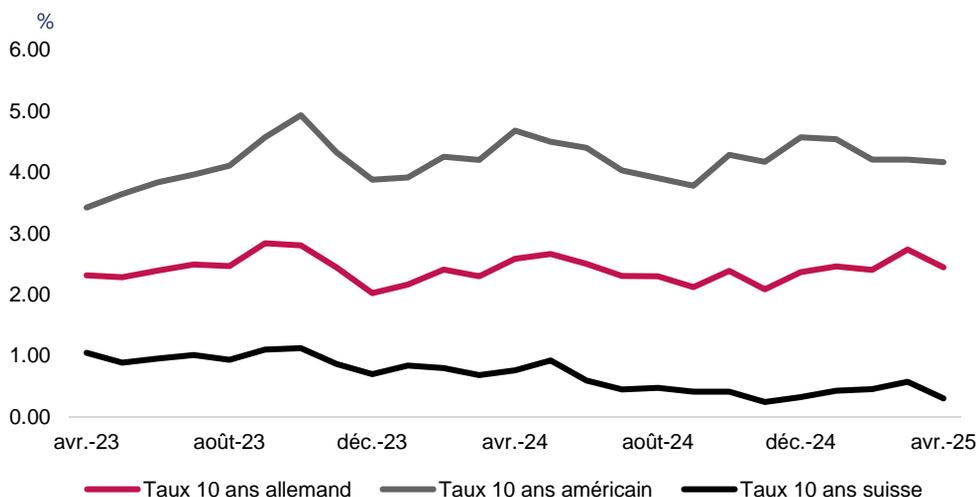
Heureusement, face aux risques pour l'économie US (chaîne d'approvisionnement, inflation, chômage), et à la défiance des partenaires commerciaux (loin de vouloir revenir à la table des négociations), **le président US a reculé, gelant pour 90 jours ses tarifs et exhortant les pays étrangers à trouver des accords.** Les marchés de taux se sont donc repris, le 10 ans US revenant sous les 4.2% en fin de mois, et les spreads de crédit retraçant la moitié de leurs pertes. **Il faut d'ailleurs souligner que même au pic des tensions, les spreads de crédit n'ont jamais pricé de récession (spreads HY sous les 500bp par exemple).** Le mot récession va d'ailleurs revenir sur toutes les lèvres suite à la contraction de -0.3% du PIB US au T1 2025, ces craintes ayant d'ailleurs contribué à peser sur la partie courte des taux (espoirs de baisses de taux de la FED), **pentifiant un peu plus la courbe US (pente 2-10y à +55bp désormais).**

Au niveau des performances (un tiers de l'année 2025 est écoulé), nous avons observé une certaine homogénéité sur le marché du crédit : la dette HY est clairement en retard YTD (+0.7% en EUR et +1.3% aux US), tandis que l'IG s'en sort mieux (+1.1% en EUR et +2.2% aux US) grâce à l'effet durée. **La meilleure performance revient aux Treasuries qui gagnent 3.5% depuis le début de l'année,** mais on notera que la dette émergente a également été recherchée dans ce climat de défiance (+2.2% sur l'indice EMBI de JPM en USD).



Le mois d'avril aura été sous le signe de la « Libération ».

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/04/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Si la politique économique de Trump est loin d'être un franc succès sur le front de la croissance, il a (au moins) réussi à affaiblir le dollar (DXY : -4,6 %). Les craintes de récession consécutives aux annonces du « Jour de la Libération » ont coulé le billet vert. Si c'est un prérequis pour encourager une réindustrialisation des Etats-Unis, les autres effets de cette baisse posent aussi question sur le coût de financement de l'économie américaine. Le DXY a cassé un plancher de 3 ans. La volonté du président américain de mettre fin au rôle de pivot du système financier mondial joué par la devise américaine depuis 80 ans inquiète. Et ses attaques répétées contre Jerome Powell n'ont pas arrangé les choses.

L'euro profite de la baisse du dollar pour retrouver des couleurs (EURUSD : +4,7 %). Si elle est encore loin de pouvoir assumer le rôle de devise de réserve mondiale, la monnaie unique offre un semblant de stabilité, loin de Washington. De plus, une croissance européenne finalement assez résiliente aura plus pesé que la nouvelle baisse des taux de la BCE. A 1,13-1,14, l'EURUSD reprend donc le chemin de son niveau d'équilibre de long terme tel qu'estimé par le modèle de parité de pouvoir d'achat.

La livre progresse aussi mais moins que l'euro (GBPUSD : +3,2 %). Les PMIs indiquent que la croissance britannique prend la pente descendante en avril après un début d'année assez solide. A 1.34, la paire GBPUSD teste son plus haut niveau depuis 2022.

Le yen continue sur sa belle lancée des derniers mois (USDJPY : -4,6 %). La devise japonaise a été portée par l'espoir que les négociations commerciales avec Donald Trump trouvent rapidement une issue. Si la BoJ devrait se montrer très hésitante à davantage monter ses taux, compte tenu de l'incertitude économique mondiale, les marchés anticipent que la sous-évaluation chronique du yen vis-à-vis du billet vert pourrait prendre fin plus tôt que prévu.

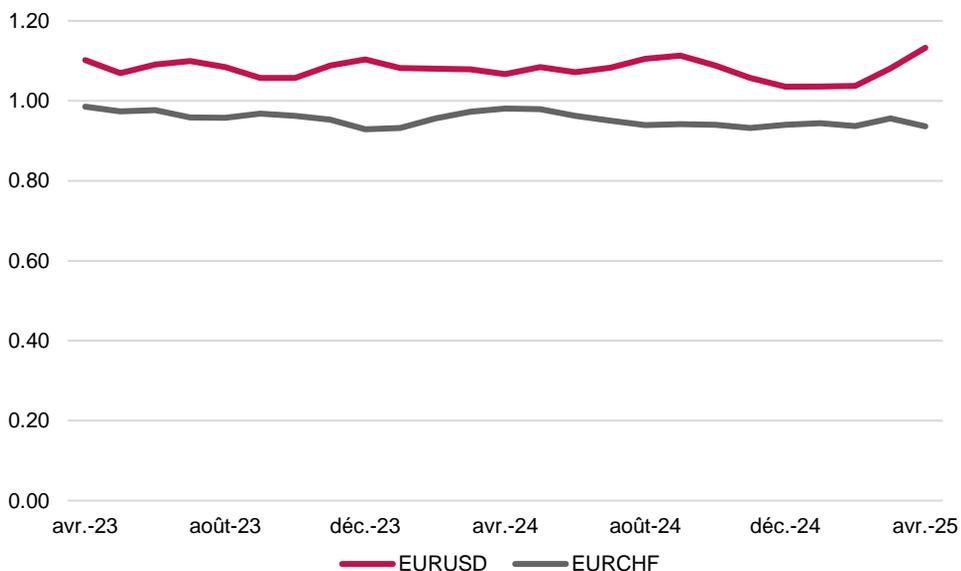
Le franc suisse est au plus haut (CHFUSD : +7,1 %). Dans un contexte mondial marqué par l'incertitude (et parfois la panique), la devise suisse fait office de refuge pour les investisseurs du monde entier. Cette fois-ci, elle a atteint son plus haut niveau des 14 dernières années contre le dollar. Pour tenter d'endiguer ce mouvement, la BNS devrait encore baisser ses taux en juin prochain avant, peut-être, un retour en territoire négatif.



Trump réussit à faire baisser le dollar

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/04/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Les cours du pétrole s'effondrent en avril (Brent : -15,6%, WTI : -18,6%).

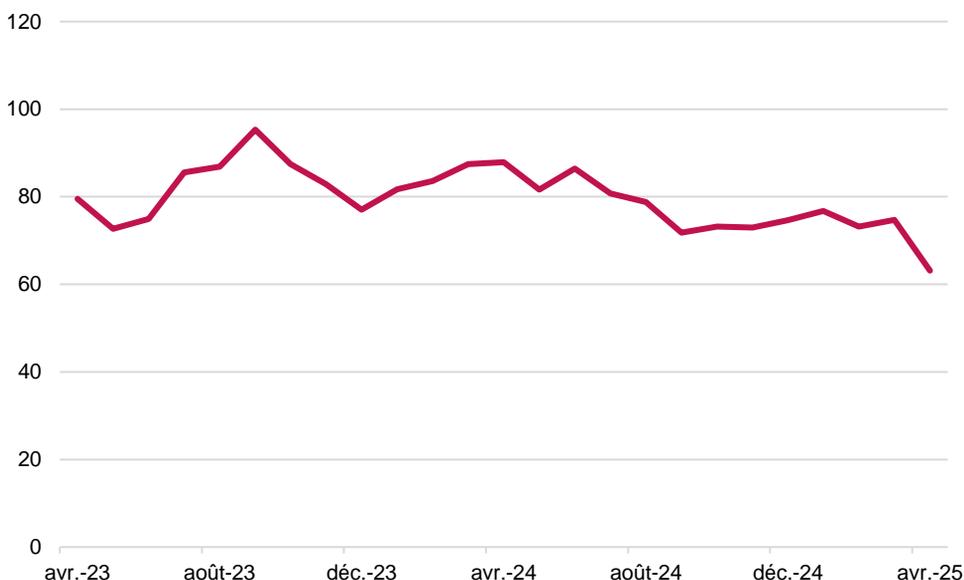
D'une part, les craintes sur la croissance mondiale ont logiquement pesé sur le brut. D'autre part, les producteurs semblent prêts à mettre toujours plus de barils sur le marché. Dans un jeu non coopératif caractéristique de l'Opep, **l'Arabie Saoudite a décidé de punir les membres du cartel qui ne respectent pas leurs quotas** (Kazakhstan et Iraq au premier chef) en augmentant sa production afin de leur prendre des parts de marché. La volonté du royaume a donc pesé lourd dans la décision de l'alliance d'augmenter la production de plus de 400 000 barils/jour (contre seulement 100 000 att.) à partir de juin. Le Brent pourrait passer sous les \$60 pour la première fois depuis 4 ans.



Les cours du pétrole s'effondrent en avril

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/04/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

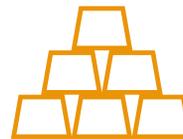
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or signe un beau mois d'avril mais à la différence des semaines précédentes, sa trajectoire n'a pas été rectiligne (XAUUSD : +5,3%).

Dans la panique du Liberation Day, il a commencé par perdre du terrain (vendu en raison des besoins de liquidités de court terme pour faire face aux appels de marge). Mais il a ensuite rebondi puissamment. Vu comme la seule alternative crédible au billet vert, le métal jaune s'est envolé à mesure que la perception du dollar comme devise de réserve mondiale s'érodait, atteignant un sommet historique à près de \$3500 l'once. Il s'est cependant retourné à nouveau en fin de mois, lorsque Trump a décrété une trêve dans ses attaques contre Jerome Powell.

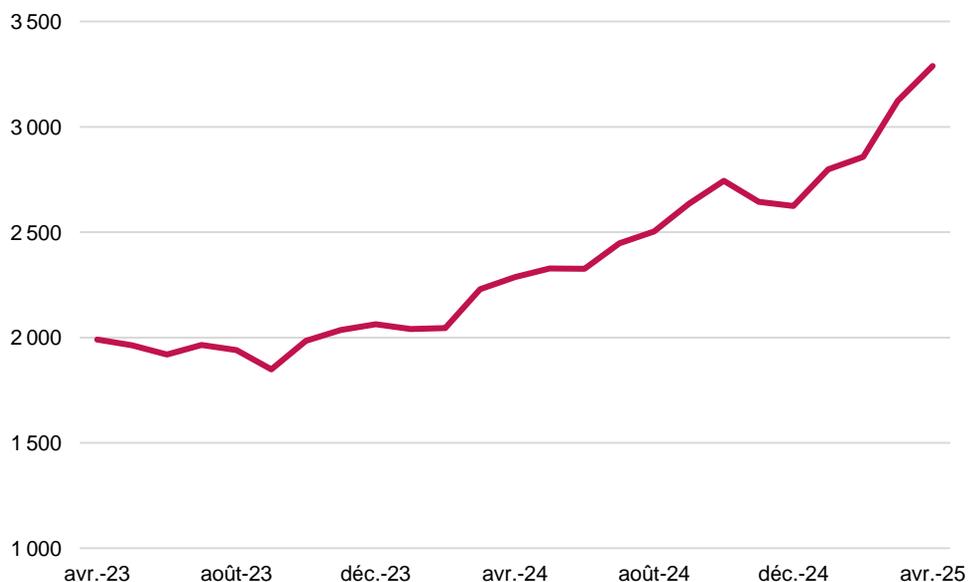
Les propriétés cycliques de l'argent ont joué un bien mauvais tour au métal gris (XAGUSD : -4,3%). Celui-ci s'est effondré dans la baisse du marché avant de péniblement rebondir. Il reste très dépendant d'une croissance mondiale menacée et contrairement à l'or ne bénéficie pas des achats des banques centrales comme alternative au dollar.



L'or : miroir du dollar

OR

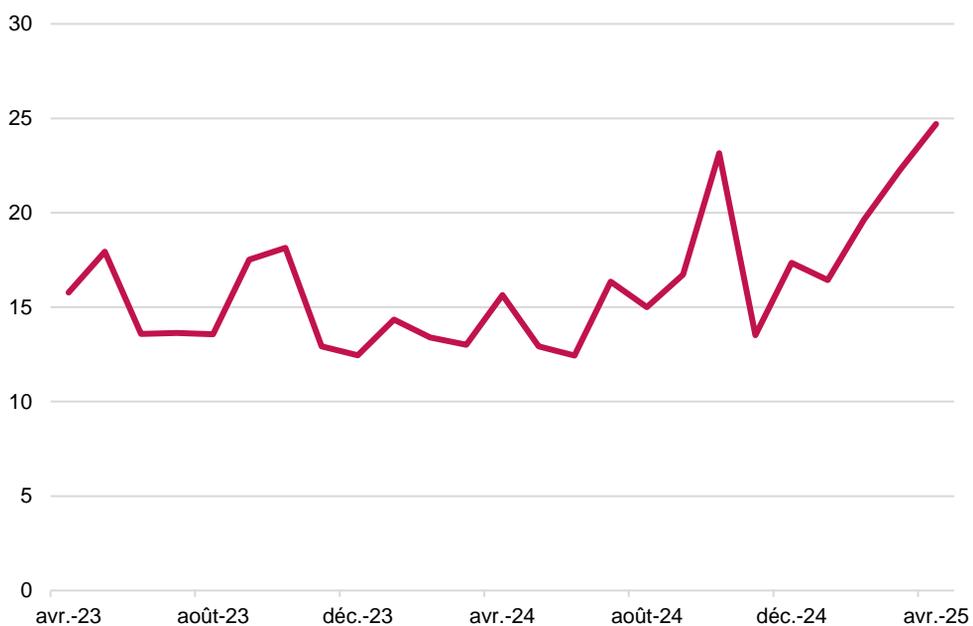
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/04/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/04/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
5-mai	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	avr.-25	50.8
	Suisse	Inflation	avr.-25	0.3
6-mai	Zone euro	PMI services Markit	mai-25	49.7
	Royaume Uni	PMI services Markit	mai-25	48.9
	Suisse	Taux de chômage	avr.-25	2.8
7-mai	Etats-Unis	Réunion de la Fed	avr.-25	4.5
8-mai	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	juin-25	4.5
	Allemagne	Production industrielle	mars-25	-1.3
9-mai	Chine	Exportations	avr.-25	12.4
10-mai	Chine	Inflation	avr.-25	-0.1
13-mai	Etats-Unis	Inflation	avr.-25	2.4
	Royaume Uni	Taux de chômage	mars-25	4.4
15-mai	Etats-Unis	Production industrielle	avr.-25	-0.3
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	mai-25	-26.4
	Zone euro	Production industrielle	mars-25	1.1
	Zone euro	Emploi	mars-25	0.1
	Zone euro	Croissance du PIB	juin-25	0.4
	Royaume Uni	Croissance du PIB	mars-25	0.1
16-mai	Etats-Unis	Confiance des ménages	mai-25	52.2
	France	Taux de chômage	mars-25	7.3
	Japon	Production industrielle	avr.-25	-1.1
	Japon	Croissance du PIB	mars-25	2.2
19-mai	Chine	Ventes au détail	avr.-25	5.9
	Chine	Production industrielle	avr.-25	6.5
21-mai	Royaume Uni	Inflation	avr.-25	2.6
22-mai	Zone euro	PMI manufacturier Markit	mai-25	49.0
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	mai-25	45.4
	Allemagne	Climat des affaires ifo	mai-25	86.9
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	mai-25	48.7
23-mai	Allemagne	Croissance du PIB	juin-25	0.2
28-mai	Etats-Unis	Minutes de la Fed	avr.-26	
	France	Croissance du PIB	juin-25	0.1
29-mai	Etats-Unis	Croissance du PIB	juin-25	-0.3
30-mai	Italie	Croissance du PIB	juin-25	0.3
	Suisse	Indicateur avancé Kof	mai-25	97.1



MILLENIMUM PATRIMOINE

Mas de Maruèze – Route de Jol

30700 Saint-Quentin-La-Poterie

Tel : 04 66 57 21 53

frederic.garnier@millenium-patrimoine.fr

Document achevé de rédiger le 30 avril 2025.

Disclaimer

Ce document est uniquement à titre d'information et en aucun ne peut être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de Millenium Patrimoine.