



Valeurs & Conseils

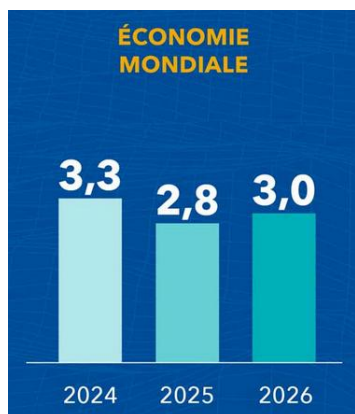
Groupe

Mai 2025

présenté par **Xavier Biharé**

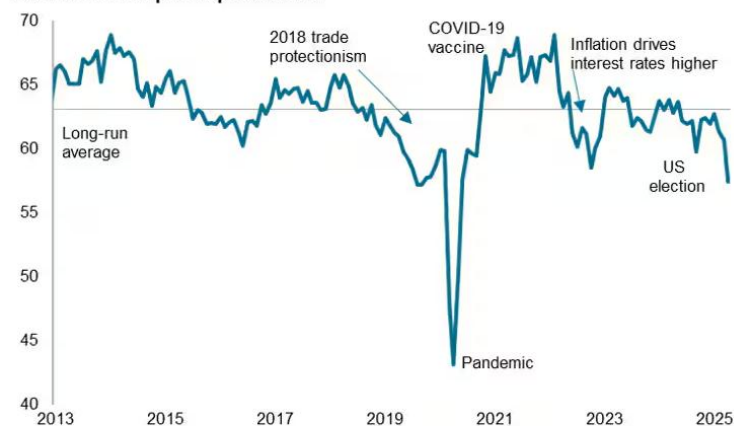
Croissance : Lestée par Trump

Les diverses annonces relatives à la mise en place de droits de douane de l'administration Trump génèrent énormément de perplexité. Depuis le « Libération Day » du 2 avril annonçant l'application de droits de douane à presque tous les pays, diverses négociations bilatérales sont ouvertes. L'incertitude quant aux résultats rend toute prévision économique très aléatoire. Une chose est sûre, ces « tarifs » constituent en soi un choc négatif majeur sur la croissance et pèse sur l'activité économique. Cet environnement a conduit le FMI à revoir les perspectives de croissance mondiale à la baisse. L'estimation pour 2025 est diminuée de 0,5% pour 2025 et de 0,3% pour 2026.



Les données récentes sur les indicateurs PMI flash mettent en avant un ralentissement global de la croissance. Ils atteignent leur plus bas niveau depuis plus de deux ans.

Global PMI output expectations



Data compiled May 2025.

PMI index value of 50 = no change in 12 months' time.

Sources: S&P Global PMI J.P.Morgan.

L'économie américaine paie le plus lourd tribut à ce ralentissement. L'anticipation de croissance pour 2025 se situe à 1,8%, soit une baisse de 0,9% par rapport à l'estimation publiée en janvier par le FMI.



La tendance s'est confirmée depuis, avec la publication de la croissance au T1 2025 qui affiche une baisse de 0,3% annualisée. Cette contraction est la 1^{ère} depuis le T1 2022. Elle s'explique par la forte augmentation des importations des entreprises en anticipation de la mise en place des tarifs douaniers. A signaler également, les achats par anticipation des consommateurs qui ont sans doute temporairement soutenu la consommation. A l'avenir, ce pilier pourrait vaciller tout comme le marché de l'emploi. En effet, certaines entreprises envisagent des licenciements face aux hausses de coûts d'importation et aux incertitudes.

En zone Euro, la révision du FMI est plus mesurée. L'anticipation de croissance 2025 passe de 1,0% à 0,8%. Pour le moment, la croissance résiste plutôt mieux que prévu avec une hausse du PIB de 0,4% au T1 2025 mais la confiance des ménages s'enfonce. Le reste de l'année dépendra essentiellement du résultat des négociations commerciales en cours avec les Etats-Unis.



Inflation : toujours des incertitudes

L'inflation est ressortie à **+0,2% en avril aux USA**. En rythme annuel, elle s'est élevée à 2,3% et à 2,8% dans sa version « core » (hors éléments volatils). Ces chiffres sont plutôt de nature à rassurer la FED.

Néanmoins, **cette modération n'est peut-être que passagère**. En effet, plusieurs grandes entreprises, dont le grand distributeur Walmart, ont déclaré que les prix devraient commencer à augmenter prochainement. Ce sentiment se retrouve d'ailleurs chez les consommateurs comme le démontre ce sondage effectué par l'Université du Michigan.

États-Unis – Anticipations inflation long terme

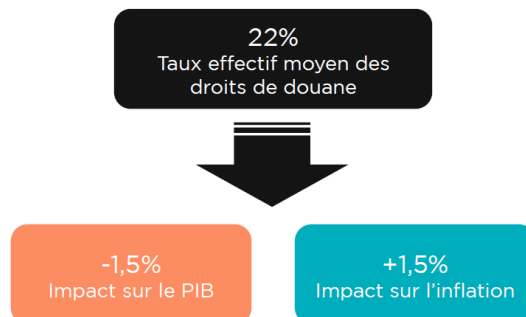
en %, enquête de l'Université du Michigan



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, avril 2025

Enfin, les dernières données à haute fréquence montrent que les prix des produits soumis aux droits de douane ont déjà commencé à augmenter. La transmission aux prix finaux devrait se matérialiser dans les prochains mois.

Outre le fait de peser sur la croissance, les droits de douane ont un impact clair sur l'inflation.



En **zone Euro**, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,2% en avril, niveau inchangé par rapport au mois de mars. **L'inflation de base a surpris à la hausse en s'établissant à 2,7%, contre 2,4% un mois plus tôt**. Il semblerait que la période de Pâques ait donné lieu à des hausses ponctuelles sur les transports et les hébergements notamment.

Inflation européenne



A noter que la France affiche le taux d'inflation le plus faible sur un an à 0,9%.

Banques Centrales – Découplage confirmé

1 – FED

Sans surprise, la FED a décidé à l'unanimité de laisser ses taux inchangés lors de sa réunion du 7 mai. Les taux directeurs américains n'ont donc toujours pas bougé en 2025, ceci malgré les pressions de D. Trump. Les taux se situent à **4,25-4,50%**.

J. Powell, président de la FED jusqu'en mai 2026, alerte sur la politique de D. Trump relative aux droits de douane. Il y voit un risque « d'une augmentation de l'inflation, d'un ralentissement de la croissance et d'une hausse du chômage ». Bref, l'hypothèse d'une stagflation augmente même si l'activité se montre pour le moment résiliente. L'autorité monétaire souhaite prendre le temps de disposer de davantage de données sur l'évolution des différents indicateurs économiques avant de modifier ses taux directeurs. Si le marché du travail venait à se dégrader, un assouplissement pourrait voir le jour en seconde partie d'année.

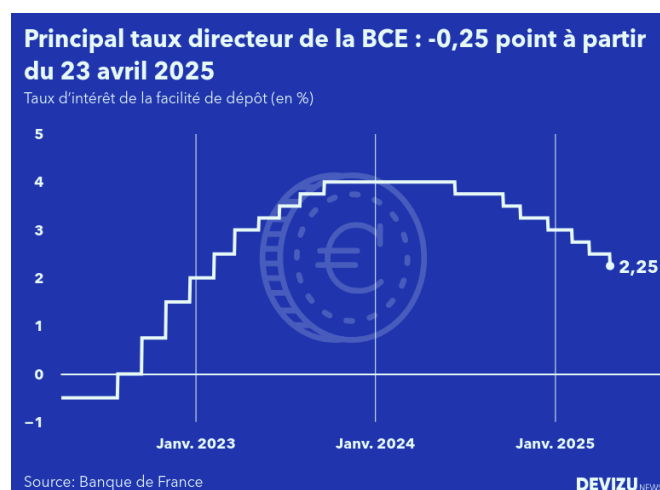
La prochaine réunion se tiendra mi-juin. A ce stade, le consensus de marché anticipe un statuquo sur les taux à 92%. Le moratoire de 90 jours sur les droits de douane réciproques prenant fin le 8 juillet, il est en effet peu probable que la FED modifie sa politique d'ici là. Pour l'année 2025, à l'heure actuelle, ce même consensus n'anticipe que une à deux baisses de taux.

[Probabilités de niveaux de taux directeurs lors des prochains comités de la FED](#)

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
18/06/2025					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%	91,6%
30/07/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	32,5%	65,1%
17/09/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	17,7%	49,0%	32,0%
29/10/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	9,3%	33,1%	40,7%	16,3%
10/12/2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	6,1%	24,4%	37,9%	25,2%	6,0%

2 – BCE

La BCE poursuit son mouvement de baisse des taux directeurs. Elle a annoncé une nouvelle baisse de 0,25% le 17 avril dernier. Les taux directeurs de la zone Euro se situent aujourd'hui à **2,25%-2,65%**.



Le communiqué de l'institution indique que le processus de désinflation est en bonne voie, notamment en raison de la modération des augmentations salariales. Cependant, C. Lagarde reste prudente. Une éventuelle guerre commerciale avec les Etats-Unis pourrait fragmenter la chaîne de l'offre et aboutir à une reprise de l'inflation. Ces taxes douanières font également peser un risque grandissant sur la croissance. A ce titre, l'ampleur et la rapidité de mise en place du plan de relance allemand s'avère cruciale pour soutenir l'activité de la zone.

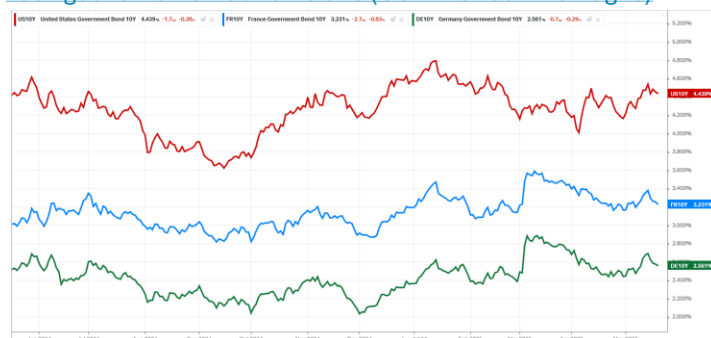
En raison du niveau extrêmement élevé des incertitudes, la BCE s'affiche comme de plus en plus data-dépendante. Elle ne fixe pas de cap pour les prochains mois. Néanmoins, il est vraisemblable que la BCE décide **une baisse de taux de 0,25% en juin**.

Evolution des marchés

Marchés de taux

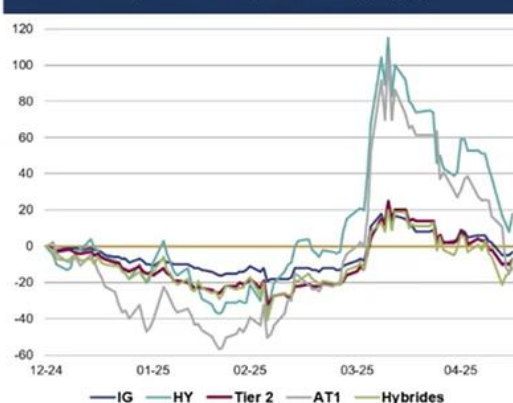
Les **taux longs gouvernementaux** ont eu tendance à se tendre, accentuant de ce fait la pentification de la courbe des taux. La tension a été plus marquée sur les taux longs américains. La dette US a fait l'objet de défiance suite à l'agressivité de la politique tarifaire américaine. La Chine, gros financeur du déficit américain via la détention de T-Bonds, a vraisemblablement mis la pression en vendant les obligations d'Etats de son partenaire américain. La hausse s'est récemment accentuée avec la dégradation de la note des USA par l'agence Moody's. Les Etats-Unis ont perdu leur triple A (passage à Aa1) au motif d'un déficit budgétaire trop important.

Taux gouvernementaux à 10 ans (USA-France-Allemagne)



Du côté des **obligations privées**, les dernières semaines ont été marquées par une grande volatilité, au gré des annonces de taxes douanières. Après un écartement sensible des spreads de crédit pendant les jours qui ont suivi le «Liberation Day», les niveaux de mars ont finalement été retrouvés, du moins en Europe.

Évolution des primes de risque en 2025 (en pb)



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management – 15/05/2025
 Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur de performance. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent varier.

Marchés actions

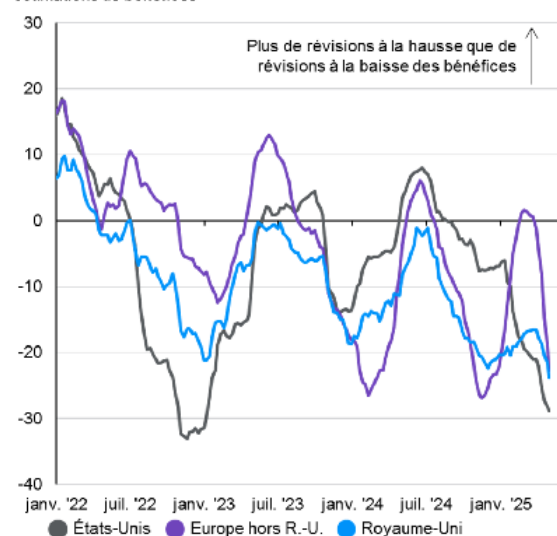
Après une consolidation sensible début avril causée par les annonces tarifaires de D. Trump, les marchés ont petit à petit récupéré leurs pertes. L'annonce d'un moratoire de 90 jours et les réductions des tensions avec la Chine ont soulagé les indices boursiers mondiaux. Il n'en reste pas moins que les investisseurs sortent de cette période tout étourdis !

Au final, les indices européens présentent un bilan très satisfaisant fin-mai. La zone a bénéficié de flux acheteurs en raison d'une stabilité jugée plus grande, du plan de relance allemand et de la **baisse du dollar**. Sur ces niveaux et en intégrant le degré très élevé d'incertitude actuel, le potentiel d'appréciation des marchés occidentaux semble limité.

Concernant les **publications de résultats** des sociétés au T1 2025, le niveau est globalement correct mais beaucoup d'entre elles renoncent à annoncer des perspectives pour l'ensemble de l'année. Les sociétés liées à la consommation des ménages américains alertent sur les perspectives pour les prochains mois. Globalement, les anticipations de croissance des bénéfices diminuent.

Ratios de révision des bénéfices

%, ratio sur 13 semaines des révisions à la hausse ou à la baisse des estimations de bénéfices



Allocation d'actifs

Nous maintenons notre vision prudente sur les actifs risqués avec une préférence pour les **stratégies d'arbitrages (long/short actions, taux, dette privée...)** et les **obligations privées de durée courte**.

L'environnement politique, commercial et économique est source de volatilité pour la période à venir. Il ne justifie pas une exposition trop marquée aux marchés actions occidentaux, plutôt chèrement valorisés.

Ratio cours/bénéfices anticipé de l'indice MSCI Monde
x, multiple



Rendements des actions et du crédit



Taux

- Préférence maintenue pour les **durations courtes**
- **Privilégier le IG** et le haut du segment High Yield
- Sentiment positif sur les **subordonnées financières**
- Diversification sur les **TIPS** (indexées inflation US)

Actions

- Valeurs défensives en **Europe** (banques, conso, santé, défense..)
- **Small et mid caps** européennes
- Sous-pondération des **USA**
- Exposition raisonnable à la **Chine** et à l'**Inde**

Autres

- Renforcement des **stratégies d'arbitrages** :
 - ✓ Long/short Equity
 - ✓ Long/short Crédit
 - ✓ Long/short taux
 - ✓ Event driven

Les informations contenues dans la présente fiche d'information ne sauraient en aucun cas être une recommandation d'achat ou de vente du produit ou un prospectus commercial.

Tout investissement doit être étudié et analysé en fonction de votre situation patrimoniale personnelle et après lecture de l'intégralité des documents commerciaux qui vous seront remis si ce produit retient votre attention.

Glossaire économique et financier

BCE : Banque Centrale Européenne

Bund : Emprunt d'Etat allemand à 10 ans

CPI : Consumer Price Index (Prix à la consommation)

EPS : Earnings Per Share (Résultat par action)

€ster : Euro Short Term Rate, taux à court terme qui reflète les coûts d'emprunts au jour le jour entre banques de la zone Euro.

FED : Federal Reserve (Banque Centrale américaine)

FOMC : Federal Open Market Committee (Comité de politique monétaire de la FED)

GDP : Gross Domestic Product / Croissance du Produit Intérieur Brut

High Yield : Obligations d'entreprises privées dont la notation est inférieure à BBB

Inflation PCE : mesure statistique de la consommation personnelle des ménages aux Etats-Unis (Personal Consumption Expenditures)

IPCH/HICP : Indice des Prix à la Consommation Harmonisé

Investment Grade : Obligations d'entreprises privées dont la notation est supérieure à BBB

PMI et ISM : Ces indices (Purchasing Manager's Index et Institute for Supply Management) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent des résultats d'enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une Valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service) et inversement si l'indicateur se situe en dessous de 50.

Portage : Fait de détenir une obligation ou un portefeuille obligataire et de le(s) porter jusqu'à échéance afin de s'assurer du rendement à l'achat, sans risque en capital; Attention, le risque de crédit subsiste (défaut de l'emprunteur).

Spread de crédit : Désigne l'écart de rémunération (surplus de rentabilité) demandé par le marché pour un émetteur d'obligation. Il s'ajoute au rendement du taux sans risque comparable (en Europe, le taux de rendement de l'Etat Allemand). Plus l'émetteur appartient à une catégorie risquée, plus l'écart de rémunération (le spread) est élevé afin de rémunérer le risque. Il se calcule entre Etats (exemple spread Italie-Allemagne) ou entre type d'émetteurs (spread Entreprise émettrice -Etat allemand). En période de calme, les spreads se réduisent, en période agitée sur les marchés, ils augmentent.

T-Bonds : Emprunt d'Etat américain à 10 ans