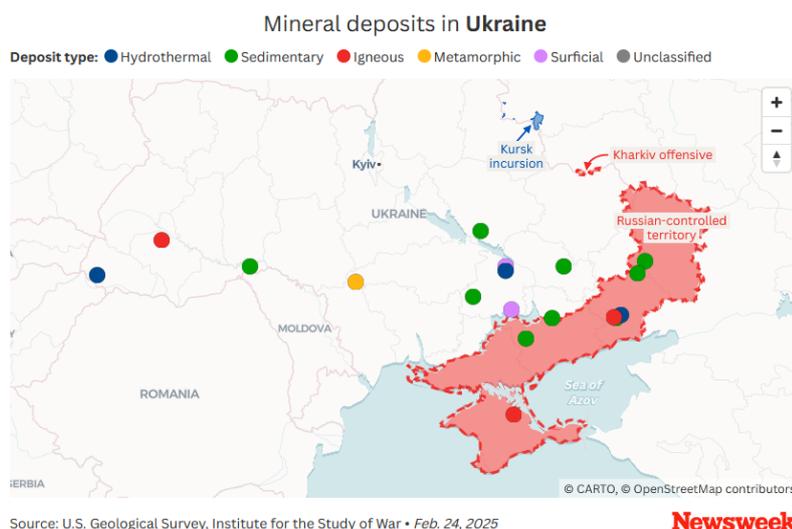


Franklin Roosevelt disait « une mer calme n'a jamais fait un bon marin ». Le pire ennemi du marin est bien différent de celui d'un investisseur, c'est pourtant bien les Etats Unis qui provoquent une petite tempête d'incertitudes suite à l'arrivée en trombe du nouveau président Donald Trump. Si l'intégralité des propos suivants peut être remise en cause par un tweet de ce dernier, nous nous livrons cependant au travail d'analyse et de compréhension du monde actuel, dans une logique d'allocation de risque.

## Trump 2.0 vs 1.0

S'attaquant à tous les problèmes en même temps, Donald Trump aborde un éventail très large de sujets épineux : conflit Israélo-Palestinien, annexion du Groenland, appel du pied au Canada, guerre en Ukraine, droits de douanes... Nous résumons cette ligne directrice au simple slogan, prôné par l'intéressé : *America First*. Cette politique reste évidemment en ligne avec le premier mandat, et plus largement en ligne avec la politique des années 50, protectionnisme en vue d'asseoir une position de leader économique mondiale, au détriment des autres.

Le sujet de la guerre en Ukraine est particulièrement intéressant. La volonté de résoudre rapidement ce conflit n'est pas, et c'est revendiqué, motivée par l'établissement d'une paix durable et l'évitement de milliers de morts inutiles, mais plutôt par le désir d'obtenir un accès direct aux terres rares afin de réduire sa dépendance à la Chine. Trump est particulièrement dynamique dans sa quête de résolution rapide du conflit avec son approche diplomatique unique...

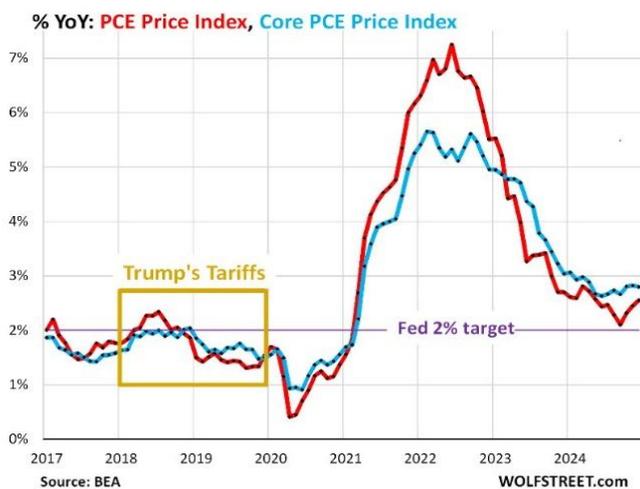


Quoi qu'il en soit, la situation a connu plus d'avancées en deux mois de présidence américaine de Trump qu'en trois ans de présidence de Von der Leyen à la Commission européenne, cette dernière tournant en dérision<sup>1</sup> l'armée russe avant qu'elle ne devienne la principale menace pour l'Union européenne, surtout depuis que Trump a annoncé le retrait du soutien américain à l'Ukraine et plaçant ainsi l'UE face à ses responsabilités territoriales. Il ne fera évidemment pas l'objet d'un prix Nobel de la paix, mais sa manœuvre géopolitique et économique a des implications majeures en Europe. Nous y reviendrons.

<sup>1</sup> Commission Européenne 14/09/2022 : <https://www.youtube.com/watch?v=R-g6jY8DI3c>

Second chantier de Trump : les droits de douane. Qu'ils visent ses principaux partenaires commerciaux (Canada, Mexique, UE) ou ses principaux rivaux (Chine, également UE<sup>2</sup>), les initiatives sont nombreuses.

Le premier mandat de Trump 1.0 nous avait appris que ces droits étaient avant tout un outil de renégociation, certes agressive, des accords commerciaux déjà en place. Trump 2.0 pourrait se révéler différent et nous découvrirons le 2 avril, surnommée par Trump « Liberation Day », l'ampleur des droits de douane nouvellement proclamés, ainsi que les réciproques des pays concernés.

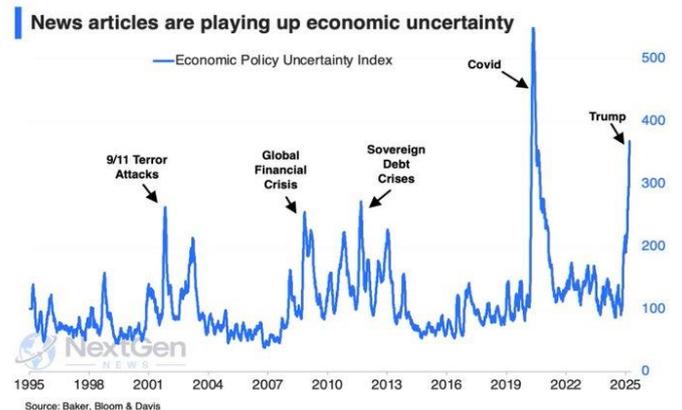


Il est admis que les droits de douane sont inflationnistes, et donc de nature à faire progresser les taux d'intérêts. L'agressivité de Trump est donc difficilement compréhensible, prônant des baisses de taux et un dollar faible... Cette antinomie pourrait cependant trouver une explication via la théorie de Stephen Miran<sup>3</sup> président du comité économique du président. En effet, considérant le dollar comme une réserve de valeur internationale, un droit de douane imposé sur un pays serait contrebalancé par une baisse équivalente de sa devise, neutralisant l'impact inflationniste. Trump 2.0 pourrait donc s'inspirer de ce constat, ajoutant que l'inflation lors de son premier mandat n'avait pas subi d'augmentation (immédiate...) suite aux droits de douanes imposés des 2018.

Si le chiffre de 20% comme droit sur l'intégralité des droits à payer est souvent avancé, il s'agira de déterminer comment les pays impactés réagiront face à ces droits de douanes, ainsi que la durée de mise en place de ces droits par l'administration américaine. La rapidité de diffusion dans l'économie réelle et l'impact sur l'inflation seront cruciaux pour la stabilité économique globale.

## Le coût de l'incertitude US

Ces inconnues provoquent une véritable crise de confiance. L'imprévisibilité du président américain est totale, et impossible de dénouer le vrai du faux à savoir si nous sommes en pleine partie de poker ou si Trump est véritablement prêt à dérouler son plan sans compromis. Force est de constater que les premiers effets se font d'ores et déjà ressentir dans la macroéconomie. Tout d'abord le récent mais désormais célèbre organe consultatif Doge (dirigé par Elon Musk dont le but est de rationaliser les dépenses publiques) commence à produire ses effets, avec des économies réalisées de \$140bn<sup>4</sup> en 2 mois. Nous louons l'initiative visant à rediriger des capitaux mal employés, cependant les effets d'entraînements se font déjà ressentir : on peut observer des



<sup>2</sup> <https://www.france24.com/en/europe/20250226-trump-says-eu-formed-to-screw-united-states-tariffs>

<sup>3</sup> [https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199\\_A\\_Users\\_Guide\\_to\\_Resctructuring\\_the\\_Global\\_Trading\\_System.pdf](https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Resctructuring_the_Global_Trading_System.pdf)

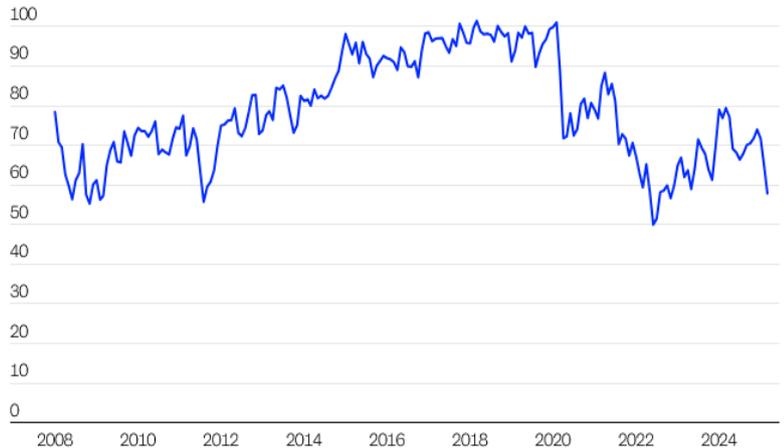
<sup>4</sup> <https://doge.gov/savings>

baisses significatives de réservations dans les compagnies aériennes américaines ; Accenture a également déclaré avoir subi une réduction de ses chiffres afférents au budget Américain. La volonté de réduire la masse salariale fédérale (à commencer par des agents de l'IRS) aura nécessairement un impact sur l'emploi (pour rappel, l'objectif de réduction de 25 à 35% de cette masse représente 800K emplois, ce qui ajouterait 50bp au taux de chômage actuel).

Trump l'a affirmé, les Etats Unis subiront une période de transition<sup>5</sup>, mais n'écarte pas la possibilité d'une récession (contrairement au secrétaire du commerce Lutnick). L'imprécision du terme « transition » est évidemment le cœur du débat. Est-ce une stratégie pour faire plier la Fed à des baisses de taux plus rapide?

Quoi qu'il en soit, le ton résolument agressif, et à dessein, du président se fait ressentir dans la confiance du consommateur américain. Le moteur de l'économie américaine est donc fragilisé par les discours, ainsi que par la chute des indices américains qui ont rapidement perdu plus de 10%, entraînés par les « *Magnificent 7* » (Apple, Microsoft, etc..).

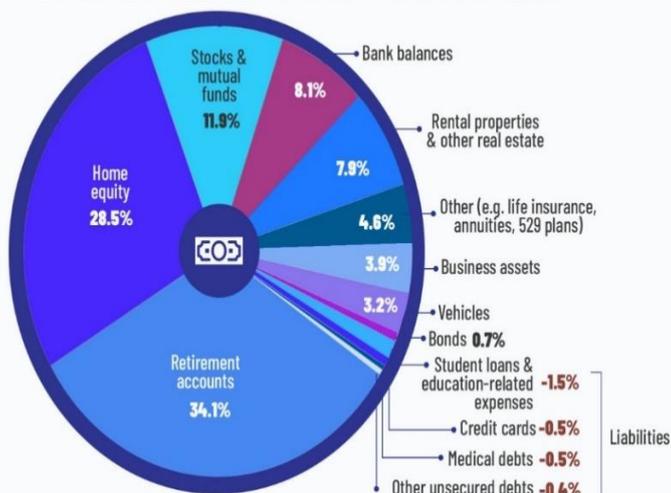
### US consumer sentiment



Source: University of Michigan survey of consumers

Allie Kelly/BI

### Aggregate Household Wealth



Bien que la richesse des ménages ait considérablement progressée depuis 2010, une trop grande partie de cette richesse (environ 45%) est concentrée sur les marchés actions US pour que cela soit ignoré par le président. L'effet boule de neige engendré par une incertitude trop forte, a de fortes chances de devenir autoréalisateur. Si la confiance s'écroule, les consommateurs réduiront drastiquement leurs achats, les décisions d'investissements seront décalées par manque de visibilité...etc.. Trump devra nécessairement regagner la confiance des Américains, et ce avant les mid-terms (novembre 2026) au risque de perdre une partie de son pouvoir et ne plus être en mesure de dérouler son agenda...

### Du sursaut Européen

Les implications de son action de début de mandat dépassent les frontières. L'annonce de la fin du soutien américain à l'Ukraine a fait prendre conscience à l'UE de sa dépendance outre-Atlantique et de sa vulnérabilité par des menaces extérieures. Si la Russie est (à tort selon nous...) pointée du doigt, la prise de conscience est radicale : il faut réarmer l'Europe ! Von der Leyen a ainsi dévoilé le plan « *Rearm Europe* » afin

<sup>5</sup> <https://www.foxbusiness.com/media/trump-us-experience-period-transition-economy-see-recession-year>

d'investir 800bn€ d'ici 2030 dans la défense Européenne. Les calculs démontrent une contribution additionnelle à la croissance de +1%, portant ainsi la croissance estimée en 2025 de la zone Euro de 1% à 2%. Si le côté dépense est correctement adressé, et le quintuplement du budget calculé de manière extrêmement rapide, nous restons sceptiques tant le côté droit du bilan de l'opération (donc le financement) n'est peu ou pas justifié.



L'Allemagne a ouvert le bal, en votant au Bundestag l'autorisation de dépasser le plafond d'endettement prévu afin de financer cet effort de réarmement. Le réarmement de l'Europe est à l'heure actuelle une idée, et le marché de s'y trompe pas, et met sous pression les taux nationaux des pays de l'UE (Allemagne et France ci-contre) à rebours de l'action de baisse des taux de la BCE. Rappelons la raison du scepticisme du marché : des économies déjà fortement endettées..

Permettons-nous un peu de prospective...qu'advierait-il de ce grand plan européen si une paix était signée entre la Russie et l'Ukraine, avec les US comme garants leur permettant l'accès à ces fameuses terres rares ? Il serait peu probable que des intérêts économique américains soient défendus par d'autres pays.

## Annonces des banques centrales

Jerome Powell a décidé, sans surprise, lors du FOMC du 19 mars, de laisser inchangés les taux directeurs tout en signalant deux baisses supplémentaires dans l'année. Il a également indiqué que bien que les incertitudes soient nombreuses, il n'y avait pas d'urgence à procéder à des baisses de taux additionnelles ; signe qu'il considère l'économie américaine comme stable. Point important : la réduction du rythme de réduction des ventes mensuelles de bons du trésor de \$25bn à \$5bn ; soit une diminution du resserrement monétaire actuel.

La BCE a également procédé à une baisse des taux de 25 points de base à 2,5 %. Mme Lagarde a exprimé sa confiance en sa capacité à atteindre une inflation inférieure à 2 % dès 2026, suggérant la fin proche de son cycle de baisse de taux. Cela n'a pas empêché les taux de marché de monter fortement suite au plan de réarmement Européen, que les prescripteurs savent savamment dépenser...sans démontrer comment financer. Les taux de marchés ont progressé d'environ 100 points de base depuis décembre 2024.

Dans la continuité de la fin d'année 2024, la PBOC a dévoilé une série de mesures de soutien à son économie, avec des interventions régulières permettant de stabiliser le niveau du yuan, ainsi que des annonces concernant de possibles baisses de taux directeurs. La stratégie monétaire s'est élargie aux marchés avec des annonces de rachats d'actions ainsi que d'injections de liquidités,

## Cryptomonnaies

Trump avait affirmé être positif et bienveillant concernant les actifs crypto ainsi que la blockchain. Le Bitcoin est néanmoins très volatile depuis son accession au pouvoir. Comme tout actif naissant les réactions sont très vives, en présence comme en absence de nouvelles. C'est l'absence de la moindre référence au bitcoin ou aux cryptomonnaies pendant le discours d'intronisation de Trump qui a entrouvert une certaine méfiance quant à la véritable réalisation du projet évoqué. Il a fallu attendre le 6 mars la signature de la réserve stratégique de Bitcoin, décevante dans la mesure où le marché s'attendait à de achats francs de Bitcoin sur le marché. Cette réserve est en fait constituée des Bitcoins déjà saisis par le gouvernement fédéral, la loi interdisant désormais de les revendre mais de les préserver. Cette déception s'ajoute aux *Trump et Melania coins*, dont les créateurs seraient éponymes<sup>6</sup> sans que cela soit prouvé, et qui auraient procédé à une opération de *pump & dump* jetant une couche de discrédit sur l'ensemble de la classe d'actifs. A nouveau, nous estimons la technologie de la blockchain réellement disruptive, et souhaitons ainsi conserver une exposition à long terme, tout en y appliquant des principes de diversification.



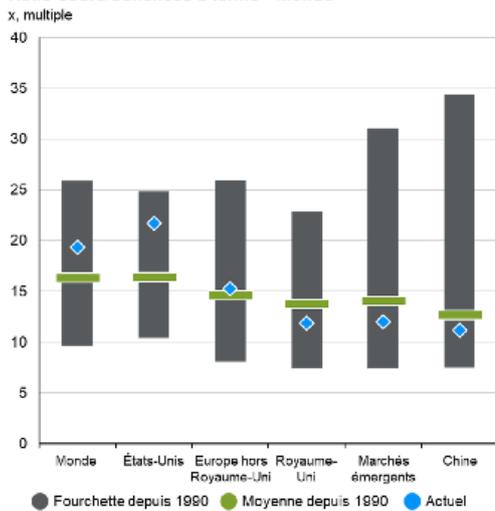
## Positionnement et performances

La poche actions a baissé de 2.9% sur la période, reflet de son exposition aux Etats-Unis. Sur la période, le S&P500 est en baisse de 4.6%, le MSCI World de -2.14%, tandis que le Stoxx 600 progresse de 4.5%. La performance des indices US est largement impactée par la dégringolade des valeurs liées à la tech, ainsi le Nasdaq 100 chute de plus de 8% sur ce premier trimestre, et de 12% depuis son plus haut niveau atteint fin février, les « *magnificent 7* » chutant fortement: Tesla -39%, Nvidia -22%, ou encore -15% pour Google. Ainsi, cette performance, bien qu'en baisse relative au début de l'année, reflète une bonne diversification, tant en termes de style (growth vs value), que type de secteur (cyclique vs défensif) et a permis de limiter cette baisse.

Notre volonté de s'exposer de manière rationnelle tout en diversifiant les risques inhérents à la surexposition technologique nous a ainsi permis de limiter la baisse. L'exposition à l'Europe a permis de bénéficier de la reprise liée aux espoirs d'une relance et donc d'amoindrir la performance négative des indices américains. Notre diversification a également été efficace dans notre surpondération asiatique (environ 8%) de la poche action et tirée par la Chine en progression solide. Enfin la poche thématique, structurellement plus cyclique et croissance a souffert et accuse une baisse d'environ 9% sur la période,

Bien que les US aient souffert par rapport au reste du monde depuis ce début d'année, largement impactés par la baisse des *magnificent 7*, nous continuons de considérer la zone comme le moteur de la croissance mondiale, tant l'innovation y est importante, l'entrepreneuriat une culture et l'emploi vigoureux. La décompression des multiples offre une certaine respiration saine au marché, l'impact de la politique de Trump sera évidemment la clé. Enfin les mesures qui seront dévoilées et appliquées par la nouvelle administration américaine soutiendront entreprises et ménages.

Ratio cours/bénéfices à terme - Monde



Source : JP Morgan

<sup>6</sup> Soupçons forts sur Baron Trump, fils du président...

Bien que l'Europe ait rencontré un léger rebond grâce aux espoirs de réindustrialisation, la zone ne détient pas l'initiative et reste tributaire du bon vouloir de son « partenaire » Américain. La zone Euro pourrait cependant bénéficier de la fin du conflit en Ukraine et continue de bénéficier d'une BCE accommodante, dans un contexte de valorisation relativement faibles.

Enfin, et dans un souci de diversification, nous gardons une exposition aux zones émergentes afin de bénéficier d'une croissance séculaire en Inde ainsi que d'un marché fortement protégé. Nous restons positifs à long terme sur la Chine dont l'impulsion de la PBOC continuera, au moins, d'alimenter le rebond du marché.

Le portefeuille obligataire a baissé de 0.69%, impacté majoritairement par la hausse des taux longs Européens suite à l'annonce du plan « *Rearm Europe* » et les détails de son financement laissant les investisseurs sur leur faim. Le positionnement du portefeuille sur la partie courte des taux, ainsi que l'augmentation progressive de la durée durant le trimestre a permis de capturer des taux intéressants qui se matérialiseront en performances à mesure que les baisses de taux des principales banques centrales occidentales se concrétisent. Si les craintes de récession nourrissent également un mouvement vers des actifs sans risques (tel que l'or +20% en 2025...), nous n'hésiterons pas à prendre des profits et rester attentistes afin de repositionner le portefeuille de manière stratégique. La durée actuelle se situe à 5.87 ans, avec une large préférence pour les obligations *investment grade* souveraines. A nouveau, la diversification géographique a opéré et permettant d'amortir la hausse des taux européens.

Enfin l'incertitude liée aux cryptomonnaies et aux motivations du président, combiné à de très solides performances les années passées ont vu l'allocation cryptomonnaies chuter de 32% sur le premier trimestre, emmené par le Bitcoin en baisse de 17% (en euro) tandis que les autres *altcoins* chutent entre 30 et 60%. Nous gardons inchangés notre allocation (Bitcoin, Blockchains, Defi, Dex) afin de nous exposer à l'intégralité du mouvement, avec une approche de long terme *buy and hold*.

Les performances par classe d'actif sont synthétisées dans le tableau ci-dessous.

Performances	Actions	Obligations	Crypto	Cash
2023	20,2%	10,3%	122,0%	3,5%
2024	20,6%	7,1%	90,0%	3,9%
Q1 2025	-2,9%	-0,7%	-32,0%	0,7%

Les inconnues sont nombreuses. Le non-conventionnel président américain utilise des techniques non-orthodoxes, parfois expérimentales afin de restaurer la compétitivité et préserver le leadership de son pays. Les risques qu'il fait peser à l'économie américaine, et plus largement mondiale sont réels ; c'est sans compter les nombreuses promesses permettant d'espérer, en plus d'un agenda politique contraignant (*midterms*), un avenir brillant...et si ? La volatilité atteinte sur les marchés financiers a été importante, dans l'attente des annonces du président américain. Nous restons optimistes sur la croissance long terme, bien que les anciens risques subsistent (endettement, ralentissement macro...) et que de nouveaux pourraient survenir (collatéraux de la politique US).

La diversification est au cœur du process d'investissement de Stenella Partners. Prendre part aux grandes dynamiques de la croissance mondiale tout en corrigeant les biais (eg : surexposition de la tech US dans le S&P 500) est pour nous la seule stratégie de long terme valable.

Le marché est un concentré d'émotions humaines. Les excès de peur ou d'euphorie sont à exploiter de manière rationnelle et pondérée, tout en gardant en tête les maximes suivantes :

"Les marchés financiers tendent à exagérer tout, à la hausse comme à la baisse." – G.Soros ; et

"Les marchés sont des machines à transférer l'argent des impatients vers les patients." – W.Buffett.

Ainsi nous accueillons les phases de baisses de marché comme des opportunités de se repositionner lorsque la phase de reprise arrivera, car elle arrivera.

Achévé de rédiger le 02/04/2025

Bertil Aubrun