

SEMAINE 16

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	3,09%	4,03%	-1,50%	-2,31%	0,35%
YTD	0,80%	-0,24%	-12,30%	-15,25%	-6,92%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	0,63%	0,85%
YTD	0,67%	1,02%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	119	122	199	71	364
Change	-10	-11	-15	-6	-22

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	1,68	-8	2,47	-6	79
US	3,80	-16	4,33	-17	53
REEL	Infl. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,76	0	0,57	-8	
US	2,24	1	2,10	-17	
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	2,42	0	2,13	-9	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1391	65	3.328
Change	0%	5%	3%

COMMENTAIRES

Nous avons été rassurés par la stabilisation du prix des Treasuries et du dollar la semaine dernière. Il s'agit en ce moment du principal risque de déstabilisation des marchés. Les rendements ont baissé et les spreads de crédit se sont contractés, ce qui a généré une performance positive des indices obligataires. Les indices boursiers européens ont également rebondi, ce qui a permis à certains d'entre eux de revenir en territoire de performance positive depuis le début d'année. C'est important de l'avoir en tête, car la densité de l'actualité

financière des derniers jours laisserait aisément et erronément conclure que l'année 2025 est horrible sur les marchés financiers de façon globale. Pas d'« annus horribilis » à ce stade, seuls le dollar et les actions américaines connaissent un début d'année difficile. Les autres classes d'actifs résistent, et dans le cas de l'or la hausse est continue avec un nouveau record à USD 3.500,05 par once ce matin.

La question du début de semaine dernière était de savoir si oui ou non les Chinois vendaient des Treasuries en riposte aux mesures tarifaires décidées et maintenues par l'administration TRUMP<sup>1</sup>. Vous aurez certainement vu passer de nombreux chiffres relatifs aux taux de détention de la dette américaine par les étrangers. Retenez que les investisseurs étrangers détiennent 30% de la dette émise par les Etats-Unis ; que la Chine n'est PAS le plus gros créancier individuel des Etats-Unis, cette place étant occupée par le Japon sur base individuelle et par les Européens lorsque cette détention est mesurée collectivement. Les rumeurs de ventes massives de dette

américaine par les Chinois se sont donc rapidement estompées, le Secrétaire au Trésor Scott BESSENT relativisant cette menace, ce qui a permis aux prix de rebondir. Le stock de dette américaine détenu par les Européens est deux fois plus important que celui détenu par les Japonais. Si l'Europe se montre unie, elle a certainement une arme de négociation dans la guerre commerciale lancée par Donald TRUMP puisqu'elle peut prétendre être le plus gros banquier des Etats-Unis.

BANQUES CENTRALES

Sans surprise la BCE a baissé ses trois taux directeurs de -25 bps, ramenant le taux de la facilité de dépôt<sup>2</sup> à 2,25%. Le communiqué de presse qui a accompagné cette décision est plutôt positif. Selon la BCE le processus de désinflation est bien en marche, l'économie de la zone euro se montre résiliente, le taux de chômage est historiquement bas, et l'activité de crédit aux entreprises continue à se développer en bénéficiant de taux d'intérêt plus faibles. Pas de signe de stagflation en zone euro donc, pour le moment la chute des prix de l'énergie et la vigueur de l'euro sur le marché des changes exercent une pression baissière sur les prix.

La BCE est dans une position plus confortable que celle de la Fed. Le prochain comité de politique monétaire de la Fed aura lieu les 6 et 7 mai, et la question qui se pose, c'est de savoir si Jerome POWELL en sera toujours le président à cette date. C'est ce qui a fait baisser les marchés américains ce lundi (les marchés européens étaient fermés). Donald TRUMP a une nouvelle fois publiquement insulté Jerome POWELL, l'enjoignant de baisser les taux Fed funds sans attendre. Mais le point de vue de la Fed reste que l'incertitude est trop grande, et

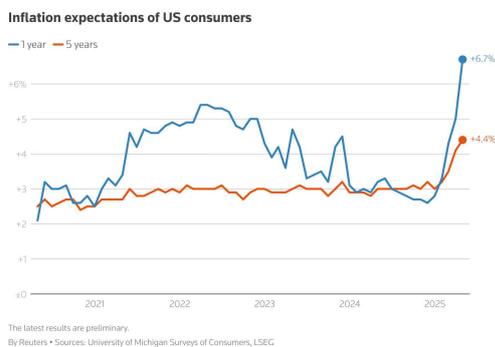
<sup>1</sup> 145% de tarif réciproque, la Chine est le seul pays qui ne bénéficie pas de la pause de 90 jours.

<sup>2</sup> Opérations principales de refinancement @ 2,40% et facilité de prêt marginal @ 2,65%.

les attentes du marché sont que la Fed ne baissera pas les taux avant le mois de juin. Par ailleurs POWELL a expliqué qu'il n'y avait pas de « Fed put » à ce stade car les marchés financiers américains baissent de façon « ordonnée ». Oui les cours chutent, oui le niveau de volatilité est très élevé mais pour le moment la liquidité des marchés est préservée, ce qui leur permet de fonctionner de façon ordonnée. Donald TRUMP a affirmé ce week-end être en mesure de limoger aisément Jérôme POWELL, ce qui a été mal reçu par les marchés ce lundi. En théorie le Congrès protège l'indépendance de la Fed mais on ne peut être sûr que Donald TRUMP ne trouvera pas un axe pour mettre un terme anticipé au mandat de Powell qui doit normalement courir jusque fin 2026.

### GRAPHIQUE 1

Le niveau d'inflation attendu aux USA monte fortement.



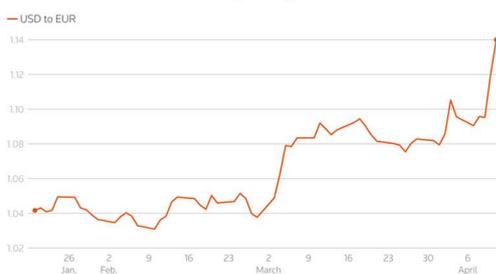
Source : Refinitiv Eikon

### GRAPHIQUE 2

Le prix des Treasuries évolue de concert avec celui du dollar en ce moment.



Euro vs US dollar since Donald Trump's inauguration



Source: LSEG Datastream | P. Briancin | April 11, 2025

Reuters Breakingviews

### INCIDENCES SUR NOS GESTIONS

La chute du dollar sur le marché des changes est désagréable car elle impacte négativement les performances en ce moment, mais elle n'entraîne pas de réallocation dans les portefeuilles. Le risque de change est un des risques qui entourent la gestion de portefeuilles, sa matérialisation ne pose pas de problème particulier s'il a été bien calibré. En ce moment le billet vert se comporte comme un actif risqué et ne répond plus aux logiques de taux d'intérêt ou de corrélation avec les autres classes d'actifs. Nous pensons que cette anomalie finira tôt ou tard par être résorbée, et nous restons structurellement détenteurs de dollars car plusieurs actifs que nous voulons détenir sont libellés dans cette devise. C'est évidemment le cas des actions américaines, auxquelles nous souhaitons rester exposés en toutes circonstances, mais aussi des obligations indexées à l'inflation que nous achetons en ce moment. La semaine dernière les prévisions d'inflation publiées par l'Université du Michigan faisaient état d'une inflation de +6,7% attendue pour les 12 prochains mois aux Etats-Unis ! Pour en profiter nous achetons des TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) de maturité courte. Il s'agit d'emprunts d'Etats dont la valeur est indexée sur le niveau d'inflation réalisée. La menace d'inflation étant plus importante aux Etats-Unis, c'est bien à ces titres libellés en USD que nous souhaitons nous exposer.

### SEMAINE À VENIR

Mercredi les indices PMI seront suivis car ils jaugeront de l'orientation de l'activité économique des deux côtés de l'Atlantique. Puis jeudi ce sont les ventes de biens durables et quelques chiffres sur la santé du marché immobilier américain qui attireront l'attention. Le marché traque tout indice de ralentissement.

En parallèle la saison de publication des résultats va gagner en intensité. Comme toujours les banques ont figuré parmi les premières à publier, et il ressort que l'agitation des marchés boursiers leur est profitable car elle génère des revenus de courtage (beaucoup) plus élevés. Au-delà des résultats trimestriels, ce sont les prévisions des sociétés américaines orientées vers l'extérieur qui seront d'importance. Plusieurs groupes se sont déjà abstenus de communiquer sur les résultats à venir, et il est probable que de nombreux autres feront de même en supprimant ce que l'on appelle la « guidance » dans le jargon. Deux des 7 magnifiques publient : TESLA ce mardi puis ALPHABET jeudi.

La semaine a mal démarré pour les Treasuries et le dollar, tous deux en baisse ce lundi. Leur évolution continue de concentrer toute notre attention.

Bonne semaine.

\*\*\*\*\*