

Le Mensuel

Juin 2025 - n°50

L'étrange cas du Dr. Miran et de Mr. Trump

Le mois de mai n'y aura pas échappé. Le bruit entourant la politique commerciale de D. Trump a, une fois encore, dominé l'actualité. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont signé un accord. Les négociations avec la Chine ont abouti à une trêve assortie d'un abaissement des droits de douane, avant que le président américain ne s'agace du non-respect des conditions de celle-ci. Des allers-retours judiciaires se sont par ailleurs mis en place pour tenter de déterminer la légalité des droits de douane promulgués. Dès lors, le plan de D. Trump a-t-il fonctionné ? Derrière cette question un brin provocatrice se cachent deux autres, dont une qui l'est tout autant. Y a-t-il un plan ? Et si oui, lequel ? Pour tenter de répondre à ces questions, il nous faut reparler d'un homme : Stephen Miran, l'un des plus proches conseillers économiques de la Maison Blanche.

Les données publiées en mai ont montré que l'activité dans la zone Euro a été modeste au 1^{er} trimestre, moyennant cependant quelques disparités géographiques. La consommation des ménages américains a ralenti en avril et la désinflation s'est poursuivie des deux côtés de l'Atlantique. Mais qui s'en soucie encore vraiment dans le brouhaha imposé par D. Trump ? Ces données sont au mieux partiellement représentatives de l'incidence des droits de douane, au pire inutiles. Bien qu'imparfaites, les enquêtes capturant le ressenti des agents économiques sont légèrement plus pertinentes. Ainsi et bien que la zone Euro devrait croître dans des proportions moindres que ce qui était anticipé en début d'année, une forme de résilience est envisageable. De même qu'une reprise conjoncturelle en 2026, dans le sillage du plan de réarmement et d'infrastructures outre-Rhin. Les États-Unis avancent en eau trouble, mais un ralentissement de l'économie à venir nous paraît plausible. Dans ce contexte incertain, la Fed a de nouveau opté pour un *statu quo*, une posture qu'elle pourrait conserver jusqu'à la fin de l'été, une fois la détérioration de l'activité devenue plus manifeste.

Dans un document publié fin 2024, Stephen Miran (désormais conseiller économique en chef du président) décrivait le dollar comme surévalué, situation considérée comme nuisible pour la compétitivité des entreprises américaines. Pour inverser la tendance, l'application de droits de douane était vue comme un mécanisme susceptible d'amener les partenaires commerciaux à la table des négociations, afin d'aboutir aux Accords dits de « Mar-a-Lago », semblables à ceux du Plaza (1985) ou du Louvre (1987)*. Ce corpus idéologique semble avoir inspiré les droits de douane introduits lors du « Liberation Day ».

En parallèle et dans l'optique de réduire le déficit budgétaire, D. Trump prévoit de générer des revenus grâce à ces nouveaux droits de douane, de stimuler la croissance

par des baisses d'impôts et de réduire les effectifs dans le secteur public à l'aide du DOGE**. Dans les plans de l'Administration Trump, figuraient également la baisse des prix du pétrole (et par extension de l'inflation), en plus de celle des taux d'intérêt.

Cette stratégie fonctionne-t-elle ? Jusqu'à présent... pas vraiment. L'accord négocié avec le Royaume-Uni, considéré comme une victoire pour les États-Unis, s'avère être en définitive une défaite pour les deux parties. La Chine a mis en place des mesures de rétorsion fortes, avant de concéder une simili trêve. Certaines régions du monde ont même renforcé leurs liens commerciaux au détriment des États-Unis. D. Trump a ainsi fait face à plus de résistance qu'il ne l'avait peut-être imaginé. Le projet DOGE a échoué et le renvoi d'Elon Musk transmet un mauvais signal. Les revirements de D. Trump sur les droits de douane ont donné naissance au terme TACO (*Trump Always Chickens Out* ; Trump se dégonfle toujours, en français) sur les marchés financiers, ce qui en dit long sur la crédibilité de sa politique économique. Cette dernière a d'ailleurs provoqué un accroissement de l'incertitude, qui se traduit d'ores et déjà par une réduction des intentions d'investissement. Le dollar s'est effectivement déprécié, mais pas nécessairement pour les bonnes raisons. De même pour les prix du pétrole, dont la baisse cristallise en partie les craintes sur la croissance. Les taux d'intérêt à long terme ont par ailleurs augmenté, tiraillés entre une plus grande considération des problématiques budgétaires, une défiance vis-à-vis du caractère de valeur refuge de la dette américaine, la perte potentielle d'indépendance de la Fed, une incertitude sur la dynamique de l'inflation... Les marchés obligataires sont désabusés, tandis que les marchés d'actions embrassent eux aussi une forme de déni de réalité, considérant que D. Trump tempèrera *in fine* ses ambitions.

Agenda - Juin

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales	18	05	20	17
Indicateurs				
Inflation	11	18	09	20
Production industrielle	17	13	16	13
Indices PMI	02	02		02
Moral des ménages	13	20		
Moral des entreprises	02	27	05	02
Moral des PME	10			
Ventes au détail	17	06	16	27
Emploi	06	03	16	27
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	26	13	09	18
PIB	26	06		09

Malgré ces vents contraires, il est trop tôt pour qualifier d'échec total la stratégie de D. Trump, qui nous réserve probablement encore quelques surprises. Ce qui est certain en revanche, c'est que la défiance vis-à-vis des États-Unis s'accroît et que le caractère hégémonique du dollar est de plus en plus questionné. L'atténuation de l'exceptionnalisme américain qui prévalait ces dernières années est une « bonne nouvelle » pour le reste du monde et pour les investisseurs, qui retrouvent désormais des marges de manœuvre dans leurs allocations...

* : Les accords du Louvre de 1987 font suite aux accords du Plaza de 1985. Ils consistent en un effort de coopération internationale visant à gérer les déséquilibres économiques mondiaux et à déprécier le dollar américain par rapport aux autres devises.

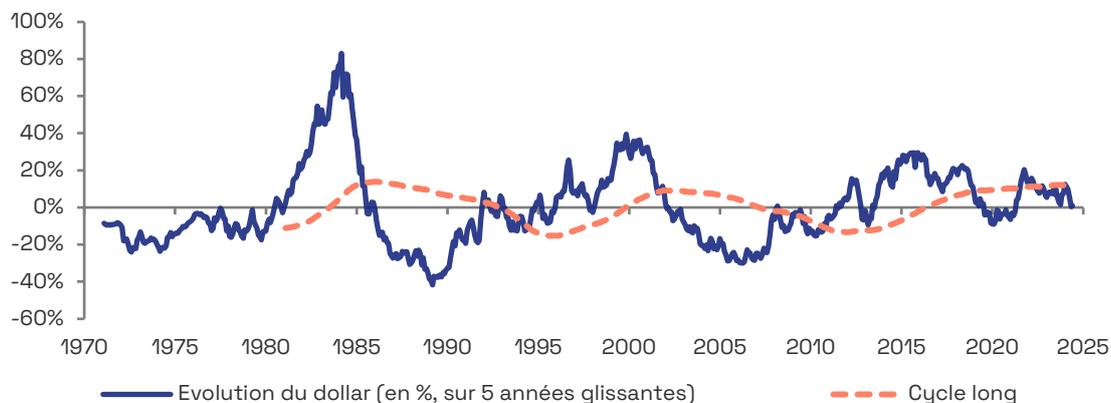
** : Le *DOGE* (Département de l'Efficacité gouvernementale en français) est une structure gouvernementale dirigée par Elon Musk dont la mission est de réduire les dépenses publiques en licenciant des employés fédéraux et en mettant fin à des contrats liés à divers programmes.

Florent Wabont
Economiste



Graphique du mois : comment, hégémon, vous êtes américain ?

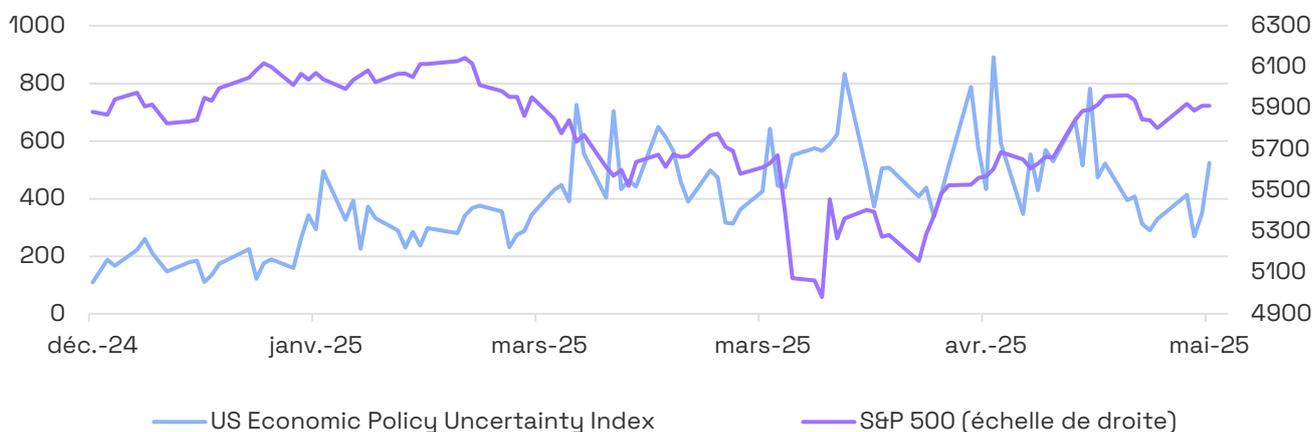
Evolution historique du dollar face à un panier de devises internationales



Sources : Ecofi, Bloomberg. Le panier de devises est constitué de l'Euro (EUR), du Yen japonais (JPY), de la Livre sterling (GBP), du Dollar canadien (CAD), de la Couronne Suédoise (SEK) ainsi que du Franc Suisse (CHF). La courbe bleue en trait plein représente la variation du dollar face à ces devises sur une période de cinq années glissantes. La courbe orange en pointillés est la moyenne de ces variations sur dix ans. Dernières données mensuelles disponibles au 31/05/2025.

Tex-Mex pour le summer body ?

L'incertitude persiste malgré la progression du S&P 500



Sources : Bloomberg, US Economic Policy Uncertainty Index, S&P 500

Indices

	perf. mois
EuroStoxx (€)	5,66% ↗
S&P 500 (\$)	6,25% ↗
Topix (¥)	5,09% ↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	8,70% ↗
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	3,06% ↗

Secteurs

	Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	4,38 ↗	2,50 ↗
Energie	3,07 ↗	0,37 ↗
Industrie	8,00 ↗	8,54 ↗
Technologie	8,17 ↗	10,77 ↗
Conso cyclique	4,56 ↗	9,50 ↗
Conso. non cyclique	1,46 ↗	1,63 ↗
Santé	0,35 ↗	-5,17 ↘
Services de communication	3,56 ↗	9,70 ↗
Services aux collectivités	2,46 ↗	3,43 ↗
Finance	6,05 ↗	5,17 ↗
Immobilier	8,12 ↗	0,90 ↗

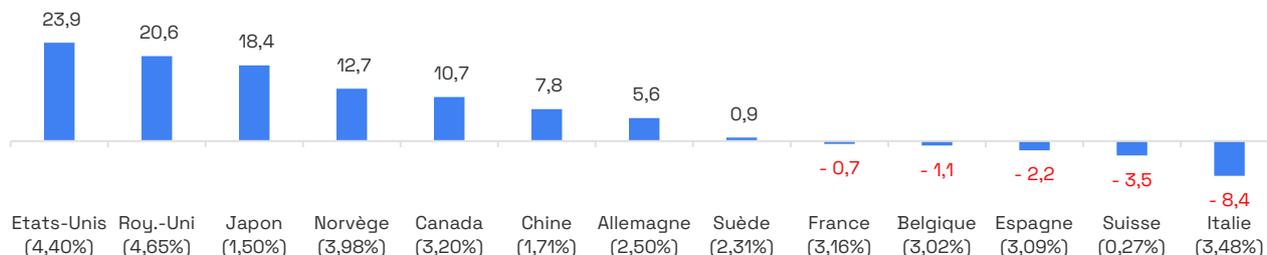
Actualités

Les investisseurs préparent leur "summer body" avec le fameux TACO (*Trump Always Chickens Out*). En effet, les nombreux volte-face, notamment le week-end genevois de quasi-trêve des tarifs sino-américains, ont permis une remontée des indices, effaçant la correction du Liberation Day. Les incertitudes, qui demeurent, sont reléguées pour le moment au second plan.

Défiance sur les actifs américains ?

Vigilance et dépendance

Niveau et variation mensuelle (en pnb) des rendements d'emprunts souverains à 10 ans



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

Malgré les volte-face du gouvernement Trump et les incertitudes qui demeurent, les obligations privées ont enregistré de remarquables performances. On constate une compression forte et généralisée des marges de crédit. Les obligations les moins bien notées ont particulièrement bien tiré leur épingle du jeu. Le marché primaire est très animé et l'appétit des investisseurs semble insatiable.

Convertibles

Le marché des obligations convertibles de la zone Euro poursuit sa lancée avec un gain de 2.8% sur le mois (+12.2% YTD).

Les moteurs de performance sont toujours allumés notamment sur le secteur aérospatial & défense. Par profil, les valeurs « Equity Sensitive » progressent de 15.7%, « Balanced » de 3.52%, alors que les valeurs « Credit / Rate Sensitive » ne gagnent que 0.83%.

En appui d'émissions échangeables opportunistes (synthétiques bancaires sur des sous-jacents comme Ferrari, ASML, SAP), le marché s'anime avec deux émissions convertibles (Vonovia 2 tranches 2030 et 2032, 1,3 Md€) et Euronext 2032 (400 M€).

Obligations

	Var. mois	Taux 10 ans
Souverains Euro (Euro)	0,06%	2,50%
Souverains US (\$)	0,24%	4,40%
	Perf. mois	perf. YTD
Crédit IG (Euro)	0,54% ↗	1,53%
High yield (Euro)	1,38% ↗	2,30%
Convertibles (Euro)	2,78% ↗	12,23%

Devises

	Perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	0,17% ↗	9,59%
Euro/Yen	0,90% ↗	0,42%
Euro/Livre sterling	-0,81% ↘	1,90%

Actualités

Alors que les relations commerciales entre les US et la Chine semblaient s'apaiser, l'annonce de droits de douane à 50% pour les importations provenant de la zone Euro puis la suspension de ceux-ci quelques heures plus tard et enfin la question de la légalité des décisions de D. Trump en la matière, ont provoqué de larges mouvements sur les emprunts d'Etat américains. Ainsi, le taux à 10 ans US a évolué entre un plus bas de 4,12% et un plus haut de 4,62%, tandis que son homologue allemand variait entre 2,45% et 2,70%. Les doutes concernant la capacité des Etats à se financer dans un contexte de dérives budgétaires, d'absence des Banques Centrales et d'un moindre intérêt des investisseurs internationaux (notamment japonais compte tenu de la hausse de leurs propres taux à long terme) ont surtout impacté les échéances les plus longues. Ainsi, les taux à 10 ans ont monté sur la période et les pentes 10/30 ans se sont accrues, le taux à 30 ans américain dépassant le niveau de 5% et son homologue japonais celui de 3,20%. A noter au sein de la zone Euro, la surperformance des emprunts d'Etat italiens, ramenant l'écart de taux à moins de 100bp sur l'échéance à 10 ans face au taux allemand.

Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin mai 2025, les prévisions à 6 mois :

Actions

Zone Euro	=
Royaume-Uni	=
Etats-Unis	=
Japon	↗

Les valorisations des indices américains et zone Euro reflètent des niveaux moins attractifs compte tenu du contexte d'incertitudes tarifaires qui demeure et qui fait peser un risque croissant sur les résultats des entreprises. Les premières données sur la consommation et l'emploi n'ont pas encore divulgué l'impact tarifaire même si elles montrent dès aujourd'hui des signes de modération. Les révisions baissières se poursuivent sur les anticipations de BPA, le niveau de prudence du "sell side" contrastant avec une forme de FOMO (Fear of Missing Out) du "buy-side". Un biais prudent à court terme est adopté.

Devises

Euro / Dollar	=
Euro / Livre Sterling	=
Euro / Yen	↘

A horizon 6 mois, nous stabilisons l'Euro-dollar sur les niveaux actuels. En effet, la baisse récente du dollar ne devrait pas s'inverser car les différents revirements de D. Trump semblent avoir altéré durablement le caractère de valeur refuge des actifs américains. Par ailleurs, la croissance américaine devrait ralentir et la FED pourrait recommencer à baisser ses taux. Dans ce contexte, le Yen serait soutenu par une politique monétaire plus restrictive et par des taux de marché à long terme favorisant, de la part des investisseurs japonais, les investissements domestiques au détriment des placements en actifs internationaux.

Obligations souveraines

Allemagne	=
Etats-Unis	=
Royaume-Uni	↗
Japon	↗

Nous maintenons nos anticipations d'une baisse de taux (-25bp) de la part de la BCE en juin 2025, un mouvement supplémentaire en juillet ou septembre n'est pas exclu. Toutefois, le taux de dépôt objectif de la BCE ne devrait pas descendre bien en deçà de 1,75%/2%. Le taux à 10 ans s'établirait à 2,60%, prenant en compte à la fois le risque de ralentissement à court terme lié aux droits de douane et le caractère structurel du plan budgétaire allemand qui favorisera la croissance dans la zone. Le spread 2/10 allemand resterait proche des niveaux actuels tandis que l'écart 10/30 ans s'accroîtrait encore. L'écart de taux 10 ans France-Allemagne pourrait se tendre à l'automne lors des débats parlementaires concernant le budget 2026 dans un contexte politique toujours fragile.

Crédit

Investment grade Euro	=
High yield Euro	=

Nous persistons à considérer que si les banques centrales continuent à réduire leurs taux directeurs, le rythme sera moins soutenu qu'escompté par le consensus. Le jeu de poker menteur en matière de tarifs commerciaux va se poursuivre : il est susceptible de provoquer des tensions et il conviendra d'être mobile pour en tirer profit. Les marges de crédit devraient se stabiliser et la baisse progressive de la rémunération des fonds monétaires devrait favoriser des allocations en faveur des fonds à dominante crédit.

Les vues sont exprimées sur les performances totales attendues en euro.

Nos derniers engagements

ShareAction - Dialogue avec Air Liquide

Tout comme en 2023, Ecofi poursuit son engagement auprès d'Air Liquide à travers une initiative menée par ShareAction qui vise à renforcer sa stratégie climatique. Lors de l'Assemblée Générale d'Air Liquide, Ecofi, représentant ShareAction et 15 investisseurs (733 Mds\$ sous gestion), a interpellé la direction sur l'enjeu de l'électrification verte. Si l'objectif de croissance de 10 TWh d'électricité décarbonée d'ici 2035 est salué, une stratégie pour les besoins futurs liés à la croissance manque. Deux questions clés ont été posées :

- Est-ce qu'Air Liquide envisage de publier un objectif à court terme, couvrant la consommation d'électricité des projets liés à la croissance future de l'entreprise, en plus de celle des projets déjà existants ?
- Est-ce qu'Air Liquide publiera une politique détaillant les critères qualitatifs que vous utilisez dans vos décisions d'achat d'énergie renouvelable, visant à contribuer à l'expansion des énergies renouvelables ?

Ces questions soulignent la volonté des investisseurs de voir Air Liquide s'engager pleinement dans un avenir énergétique durable.

FIR - Attentes des investisseurs sur les droits humains dans les zones de conflit

Ecofi a signé une tribune du FIR pour promouvoir des pratiques responsables des entreprises en matière de droits humains dans les zones touchées par un conflit ou à haut risque (CAHRA). En fait, dans un contexte de conflits majeurs en Afrique, au Moyen-Orient, en Europe et en Asie du Sud-Est, une personne sur huit dans le monde a été exposée à un conflit en 2024, marquant une nouvelle année de souffrances humaines importantes à l'échelle mondiale (111 pays ont connu une forme de violence de masse au cours de l'année). Face à cette situation, 23 gestionnaires d'actifs (représentant 980 milliards d'euros d'AUM) exigent que les entreprises investies adoptent et mettent en œuvre des pratiques détaillées en rapport avec leur exposition aux CAHRA, respectent les droits humains et humanitaires et se conforment à l'ensemble des réglementations.

SFC - Dialogue avec DHL

Ecofi a soutenu cinq questions posées à DHL Group par Ökoworld, membre allemand de Shareholders for Change, lors de l'Assemblée Générale de la société. Deux questions portent sur les conditions de travail dans la chaîne d'approvisionnement et dans les opérations du groupe. Trois questions interrogent la société sur sa stratégie climatique, et plus spécifiquement sur ses émissions évitées, l'utilisation de voitures électriques dans sa flotte et l'intégration de carburants durables dans le fret aérien et maritime.

SFC - Dialogue avec Aurubis

Ecofi a soutenu une initiative lors de l'Assemblée Générale d'Aurubis, menée par Ökoworld, membre allemand de Shareholders for Change. Cette action visait à interpellier la direction d'Aurubis sur des allégations de violations des droits de l'homme et de dommages environnementaux dans sa chaîne d'approvisionnement. Les préoccupations soulevées incluaient l'extraction de cuivre dans des mines au Panama et au Mexique. Les questions posées ont également abordé la transparence des fournisseurs, les audits de diligence raisonnable, et les accidents du travail chez Aurubis. À travers cette initiative, Ecofi cherche à promouvoir une gestion responsable et transparente des ressources, tout en renforçant les pratiques de sécurité au travail et de respect des droits de l'homme dans les opérations d'Aurubis.



+ 33 (0)1 44 88 39 24

contact@ecofi.fr

www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro
CS 10002
92024 Nanterre Cedex



**GROUPE
CREDIT COOPERATIF**

Identifiant unique REP Emballages Ménagers et Papiers
Graphiques n° FR308133_01LYLF



Le présent document ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée. Conformément à la réglementation, toute souscription devra être précédée d'une évaluation de l'expérience, de la situation et des objectifs du Client. Il est recommandé, avant tout investissement, de lire le Document d'Information Clé (ou DIC) de l'OPC. Les documents d'informations périodiques des OPC sont tenus en permanence à votre disposition chez Ecofi Investissements ou sur notre site internet.

Ecofi Investissements est susceptible de détenir des liens d'intérêt (notamment gestionnaire ou distributeur) ou de détenir des positions sur les OPC ou les valeurs mentionnées. Une quote-part des frais de fonctionnement et de gestion peut-être éventuellement attribuée à un tiers distributeur afin de rémunérer l'acte de commercialisation dudit OPC.

Ecofi Investissements est agréée par l'AMF (<http://www.amf-france.org/>) sous le n°GP97004 en date du 07/02/1997.