

Le jeu du Monopoly illustre les mécanismes capitalistes ainsi que les bases de l'investissement immobilier. Rapport de forces, négociations ardues, gestion des rentabilités...font partie des stratégies pour remporter la victoire : la fortune.

Combinant son expérience immobilière avec la présidence des Etats-Unis, Donald Trump s'est donc lancé dans une partie de Monopoly, contre l'intégralité de la planète. Si la culture business fait partie intégrante de la mentalité américaine, elle est d'autant plus marquée en ce début de mandat, qui ressemble à une entame de partie très agressive et stratégique.

Trump vs World

Le second trimestre a débuté en fanfare, avec le « *Liberation Day* » du 2 avril et l'annonce des droits de douane que les US ont déclaré imposer à la planète entière. Les changements de ton ou imprécisions (voulues ou non) de la part du gouvernement US ont été nombreux.

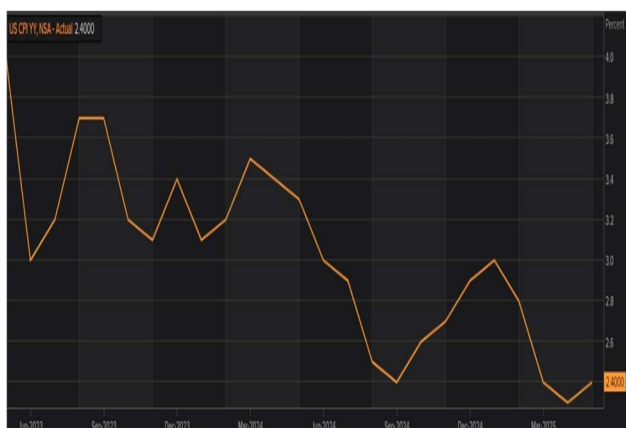
Nous retenons les points suivants :

- Un droit de douane universel de 10 % sur les importations, avec certaines exceptions (ex. : l'acier, l'aluminium, l'automobile, etc.),
- Avec la Chine : cadre général signé le 11 juin, visant à prolonger la trêve avec au centre des négociations, les terres rares,
- Avec l'UE : des négociations qui s'annoncent ardues, avec une trêve jusqu'au 9 juillet.

L'impact sur les marchés financiers a été immédiat et très violent avec une baisse des marchés actions (-15 % sur les 10 premiers jours d'avril), une remontée des taux 10 ans US de 3,87 % à 4,6% et une chute du dollar de 6% contre toutes devises depuis le *Liberation Day* (soit -10 % depuis le début de l'année).

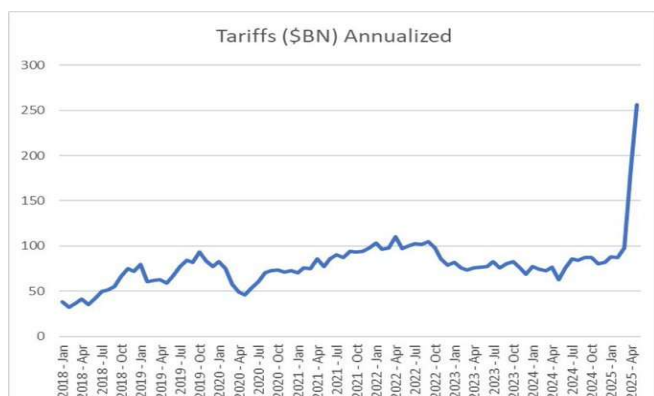


Les investisseurs se sont focalisés sur le manque de visibilité, les craintes sur le financement du déficit US et enfin la peur d'un potentiel retour de l'inflation. A la fin du deuxième trimestre, Les négociations commerciales sont toujours en cours, indiquant une volonté de Trump de faire avancer les choses, cependant le déficit US et l'inflation restent les grandes incertitudes.



Malgré l'entrée en vigueur des premiers droits de douanes, l'inflation n'a pas accéléré. Bien que l'inflation totale soit en baisse, les derniers chiffres datent de mai, soit trop tôt après le *Liberation day* pour que les impacts soient pleinement ressentis. Le marché disséquera chaque publication relative aux prix (PPI, CPI, PCE) avec en ligne de mire l'inflation de juillet, publiée en août ; ce chiffre donnera un premier aperçu du plein effet des droits de douanes.

Nous continuons de penser que des droits de 10 % sur des composants étrangers, dans un contexte où le dollar US a perdu plus de 10 % ne nuisent ni à la compétitivité ni aux exportations (prix payé = +10 % tarifs – 10 % devise). Le choc reviendra donc au consommateur US, qui pourra soit subir la hausse des prix, soit acheter américain...Une hausse de 10 % des composants étrangers (estimés à 60 % de l'ensemble des produits consommés aux Etats-Unis), ne représenterait qu'une hausse de 6 % dans les prix finaux, ce qui ne ferait pas vraiment bouger les lignes dans un contexte où les Américains n'ont jamais été aussi riches.



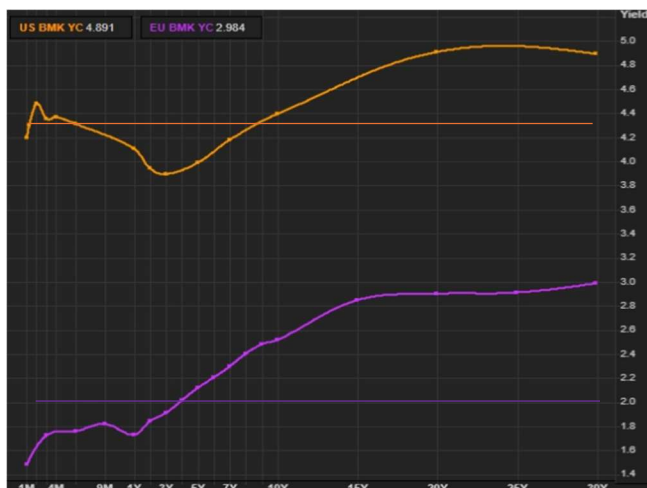
La manœuvre est toutefois beaucoup plus large : Trump vise à remodeler l'intégralité du budget américain. Les tarifs douaniers imposés en sont la première mesure, et pourraient contribuer¹ à hauteur de 2500 à 3000 Md\$ sur 10 ans. La seconde mesure, le « *One Big Beautiful Bill* » (voté début juillet), vise à prolonger les réductions d'impôts (-4460Md\$ de recettes fiscales sur 10 ans) afin de stimuler la croissance, tout en compensant par des réductions de dépenses sociales (+1200 Md\$) soit un effet net de -3200Mds\$ environ. L'équilibre est fin et le pari osé : si le choc de demande Keynésien n'enclenche pas de cercle vertueux de croissance (en boostant la consommation), le déficit s'aggraverait...et la croissance du PIB US pourrait s'interrompre.

Ce pari n'est pas dénué de sens, Trump adresse de manière frontale un problème latent avec un endettement croissant, atteignant 125 % du PIB en 2025. « Aux grands maux les grands remèdes », l'avenir dira si ce pari était judicieux.

¹ <https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-may-12-2025>

Nous l'avons évoqué, le dollar US s'est déprécié de plus de 10% depuis l'accession de Trump à la présidence, et d'environ 7% depuis *Liberation day*, atteignant son plus bas niveau depuis 2022. Cette dépréciation n'est pas le reflet de la courbe des taux actuels aux US, le taux à 10 ans US restant sur un niveau relativement élevé aux alentours de 4,3%, en baisse de 30 bps depuis fin mai. La situation des taux mérite de s'y attarder.

Traditionnellement, la courbe des taux est ascendante, avec des taux longs supérieurs aux taux courts, reflétant des anticipations économiques positives et une prime de risque pour l'échéance plus longue. Ce n'est pas le cas aux :



courts, reflétant des anticipations économiques positives et une prime de risque pour l'échéance plus longue. Ce n'est pas le cas aux : le 2 ans est inférieur aux taux directeurs de la FED, signalant que le marché a peur d'un ralentissement économique et signale à la FED un potentiel retard sur les coupes de taux, sur les taux longs : les craintes du retour d'une inflation avec les tarifs douaniers. J. Powell est bien décidé (à raison) à patienter, malgré les pressions de Trump, avant de décider d'une nouvelle baisse des taux tant la visibilité sur

cette inflation est amoindrie. En Europe la situation est plus saine avec une pentification de la courbe traduisant des craintes de récession faibles, et des taux longs bien supérieurs aux taux directeurs indiquant peu de risques inflationnistes.

Si La baisse des actions globales après *Liberation Day* a été impressionnante, la reprise en V qui a suivi l'a été tout autant. A fin juin, le S&P 500 a dépassé son plus haut historique, tandis que les indices européens (Stoxx 50) s'en approchent. Cette reprise des grands indices a été globale, conjuguant les effets d'un Trump ouvert aux négociations à des niveaux de valorisations nettement détendus.



Les banques centrales restent accommodantes, Trump continue de pousser Powell à abaisser les taux directeurs, tandis que la BCE a abaissé à 2% les taux de dépôts avec 2 baisses de 0,25% prévues sur le reste de l'année. La Chine enfin a sorti un arsenal de mesures ajoutées à son « stimulus Bazooka » : soutien à l'immobilier, injections sur le marché financier, relance budgétaire...etc. C'est donc une reprise généralisée des marchés qui s'opère.

L'envolée boursière depuis fin 2022 est largement portée par l'émergence de l'intelligence artificielle. Vaste mot tant les applications sont nombreuses, et croissantes...

Afin de croître, un marché boursier a besoin d'une croissance économique permettant de catalyser les résultats des entreprises, mais aussi (et surtout) d'un facteur « surprise » : des résultats réels plus forts qu'anticipés par les opérateurs.

Nous estimons que les gains liés à l'IA sont encore largement sous-estimés. À notre niveau, nous avons décidé d'en tester le potentiel, notamment suite au piratage d'Harvest, un leader IT en gestion de patrimoine. En un mois, nous avons développé en interne, à l'aide de l'IA, une solution couvrant l'ensemble de nos besoins : onboarding client, suivi des portefeuilles, référencements produits, avec une attention particulière portée à la scalabilité et aux contraintes réglementaires. Coût évité estimé : 100 à 200 k€ pour une TPE/PME.

L'usage d'agents IA au sein de sociétés de toutes tailles permet d'ores et déjà des gains opérationnels substantiels, et leur accélération se confirme. La marge opérationnelle du S&P 500 se situe à 12 %, l'IA pourrait permettre l'améliorer de 300 bps. A 15 % de marge, le PE du S&P passerait de 22 à 17x, soit un peu au-dessus de sa moyenne historique à 15x. Cette observation, toute chose égale avec la croissance globale, nous semble suffisante à justifier l'actuelle « cherté » du marché.

Afin de continuer à croître, il ne faudra cependant pas décevoir, la moindre faiblesse d'une dynamique de croissance de chiffre d'affaires ou de gains opérationnels se traduira en sanction boursière de plus en plus marquée à mesure que l'effet IA s'estompe. Si les poids lourds US arrivent encore à surprendre, et bien que les incertitudes liées à Trump se réduisent, il faudra de nouveaux relais de croissances, d'une ampleur équivalente à l'IA, afin de justifier la prime continue des US sur le reste du monde.

Une innovation nous semble potentiellement à surveiller, les déclarations ^{2 3} des *magnificent 7* depuis plusieurs mois nous laissant penser que cette technologie arrive au point critique où le concept est validé, et l'accélération vers une industrialisation et utilisation pourrait arriver dans les 5 prochaines années...rappelons que le marché achète des anticipations futures et non des résultats passés.

Exhibit 37: S&P 500 sector P/E valuations relative to history

	Current P/E	Consensus forward 12-month P/E valuation			
		Absolute P/E		P/E vs. S&P 500	
		%ile rank vs. history		%ile rank vs. history	
		10-year	30-year	10-year	30-year
Information Technology	27x	85%	78%	80%	54%
Consumer Discretionary	27	68	89	35	74
Industrials	24	88	96	94	96
Consumer Staples	22	95	89	37	21
S&P 500	22	76	86		
Materials	20	81	88	40	28
Communication Services	19	47	54	13	4
Utilities	18	68	89	56	63
Real Estate	17	34	55	13	20
Financials	16	73	85	25	24
Health Care	16	39	34	7	3
Energy	14	38	57	40	20

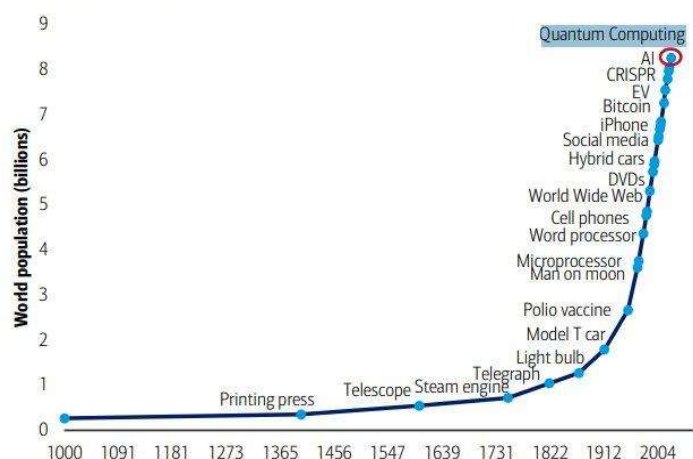
Source: Compustat, FactSet, IBES, Goldman Sachs Global Investment Research

² <https://www.pymnts.com/artificial-intelligence-2/2025/nvidia-ceo-sees-quantum-computing-reaching-inflection-point/>

³ <https://thequantuminsider.com/2025/02/13/practical-quantum-computing-five-to-ten-years-away-google-ceo/>

Chart 14: 1000 Years of Technological Disruption

Technological disruption since 1000 AD



Source: BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data

BofA GLOBAL RESEARCH

La physique quantique est la théorie fondamentale qui décrit le comportement de la matière et de l'énergie à l'échelle atomique et subatomique. L'un de ses principes majeurs est la superposition : un atome peut exister simultanément dans plusieurs états différents. Cette propriété est exploitée par l'ordinateur quantique, qui utilise des qubits (bits quantiques). Contrairement aux bits classiques, qui valent soit 0 soit 1, un qubit peut être à la fois 0 et 1 grâce à la superposition. L'accélération de la puissance de calcul est phénoménale : 2^n , n représentant le nombre de bits.

Un ordinateur classique ayant 64 bits, un ordinateur quantique équipé de 64 qubits pourrait être 18 000 milliards de fois plus rapide qu'un ordinateur traditionnel. Bien que cette technologie ne concerne pas les usages du quotidien (streaming, bureautique...), elle pourrait révolutionner la pharmacie, les matériaux, la cybersécurité et tout secteur traitant de données massives. Des ordinateurs quantiques opérationnels, permettant de traiter 32 qubits, sont prévus à horizon 2029.

Cryptomonnaies

Les Etats-Unis ont adopté les 17 juin le « Genius Act » visant à réguler les *stablecoins*, cryptomonnaies adossées au dollar US, afin d'en cadrer les usages et protéger les consommateurs. Des sociétés de premier plan tels Amazon et Walmart ont déclaré introduire des *stablecoins* propriétaires dans leurs écosystèmes, afin de réduire leur dépendance aux acteurs du paiement que sont Visa et Mastercard. La motivation est évidemment tournée sur la réduction des frais d'interchange, donc des économies de coûts à grande échelle, et un signal fort que l'écosystème des paiements est effectivement challengé par ces nouvelles technologies. Si l'engouement autour de ces initiatives est réel, nous rappelons que personne ne pourra payer ses courses en *stablecoins* Walmart, sans qu'un flux monétaire d'une monnaie fiat ait été réalisé au préalable. On pourrait donc imaginer un système proche de l'achat de « carte cadeau », ou encore d'une centralisation sur une *blockchain* d'un modèle du type « *loyalty program* » ; ce qui devrait calmer les ardeurs des plus optimistes...

Le bitcoin quant à lui continue d'évoluer autour des \$110k après avoir fait une incursion sous les \$75k confirmant une nouvelle fois que, toute révolution technologique, il s'agit bien d'un actif risqué, et volatile. Enfin, la fameuse et tant annoncée « *Alt-season* », progression quasi parabolique de toute autre cryptomonnaie, n'a pas eu lieu ; reflet selon nous d'un changement de paradigme : la maturité atteinte par le bitcoin et la *blockchain* en font désormais un actif qui sera certainement de moins en moins volatil, et les investisseurs seront beaucoup plus exigeants quant aux fondamentaux des projets sur lesquels ils considéreront un investissement.

Positionnement sur le marché

Nous restons optimistes sur la dynamique des marchés tant les fondamentaux restent positifs et la dynamique toujours en marche. La récente crise éclair en Israël et l'Iran nous rappelle à quel point les incertitudes sont grandes et plaident pour une bonne diversification, tant en termes de géographies que de styles et facteurs.

Notre préférence en termes de positionnement actions reste pour les US, qui pourraient une nouvelle fois surprendre, bien que les incertitudes soient grandes. La dynamique Européenne est également à surveiller, l'embellie constatée depuis quelques trimestres, soutenue par les enjeux de réindustrialisation/défense et de soutien budgétaire dans un contexte de valorisation déprimé des actions en fait une zone de choix. Notre positionnement sur la Chine et l'Inde ne change pas.

Au niveau obligataire, nous sommes plus à l'aise sur la courbe des taux européennes permettant de naviguer correctement avec les maturités, et restons à nouveau tactiques sur les US, mettant à profit la partie longue de la courbe (>10y) dès lors que les taux dépassent les 4,5%.

Ainsi, alors qu'il semblerait que le pire soit derrière nous, c'est en ce début de période estivale que nous restons extrêmement attentifs aux forces de rappel pouvant être clé : négociations et vote du « *Big Beautiful Bill* », fin de la trêve commerciale à partir du 9 juillet, chiffres de l'inflation aux US reflétant les tarifs, négociations EU/US tendues, Moyen-Orient... Nous le rappelons : la volatilité des marchés au mois d'Août peut souvent être amplifiée par le nombre d'opérateurs réduit sur le marché...

Dans ce cadre très volatil, nous avons mis à profit les fortes baisses des indices pour nous réexposer au marché action entre les 9 et 14 avril en renforçant les indices de larges caps : MSCI World, S&P 500, Stoxx 600 et MSCI China, reflétant notre relatif optimisme. Si nous estimons que l'essentiel du risque est derrière nous, nous souhaitons une confirmation que l'environnement ne se dégradera pas avant d'envisager un renforcement des poches les moins liquides (eg : small caps, notamment Europe).

Un bon équilibre entre les différents style (*growth vs value* et *cyclical vs defensive*) ainsi qu'entre les géographies, nous a permis de subir une baisse maximale de -11,16 % vs -17 % pour le S&P 500. La performance des grands indices sur la période est de 5,07% pour le MSCI World, 5,19 % pour le S&P500 (en dollars) et 7,85 % pour le Stoxx 600.

A noter enfin l'exposition faible (environ 10 %) au dollar, nous ayant négativement impacté.

Sur le portefeuille obligataire, la duration relativement faible (environ 5 ans), reflet de notre réserve sur le long terme US, nous a permis de peu subir la volatilité sur les taux longs US tout en captant de la performance sur le portage. Les taux longs européen n'ont quant à eux pas réussi à se remettre de leur envolée suite au plan de défense.

A noter que l'exposition au *corporate* et au *high yield* (environ 25 %) a dégagé une performance moyenne satisfaisante de 3,6 % sur la période.

Les cryptomonnaies restent très volatiles, bien qu'en forte reprise sur le second trimestre (+15 % vs -30 % au premier trimestre). Les équilibres changent radicalement par rapport aux autres « cycles », le bitcoin surperformant largement les autres tokens.

Performances	Actions	Obligations	Crypto	Cash
2023	20,2%	10,3%	122,0%	3,5%
2024	20,6%	7,1%	90,0%	3,9%
YTD 2025	5,2%	1,8%	-18,7%	1,3%
Annualisé	18,4%	7,6%	63,7%	3,5%

Conclusion

Si les investisseurs étaient déjà habitués et préparés à son imprévisibilité, Donald Trump a malgré tout surpris par la force de son début de partie. Au-delà de son agressivité, c'est aussi l'ampleur de son programme, sa précision, sa lisibilité ou encore son ambition qui impressionnent. Bien que son pari soit risqué, le jeu n'en vaut-il pas la chandelle ?

Il l'a rappelé lors de la résolution express du conflit Israël-Iran en détruisant avec une précision remarquable⁴, des installations nucléaires menaçant la sécurité mondiale. Outre cette réaction, c'est surtout la rapidité de l'exécution d'une mission d'une telle ampleur (chaque B-2 spirit valant plus de \$10bn + la coordination de la 6^{ème} flotte) qui interpelle.

De la diplomatie à la politique économique, en passant par des négociations commerciales ardues, Trump se place au centre du plateau de jeu à l'échelle mondiale et dirigera sa partie en fonction des intérêts américains, et c'est très clair. Si les marchés financiers évoluent de manière très rapide, une approche réfléchie, stratégique et pragmatique reste la meilleure arme d'un investisseur, ou telle une partie de Monopoly, il faudra jouer avec des adversaires de tailles et motivations différentes.

Nous espérons vos parties familiales estivales moins animées que celles se déroulant dans les coulisses de la diplomatie mondiale, et vous souhaitons un bel été !

Bertil Aubrun

Achevé de rédiger le 01/07/2025

⁴ Source : La Maison blanche