



Lundi 24 mars 2025

TRUMP 2.0 : UN DÉBUT DE MANDAT FULGURANT AUX RÉPERCUSSIONS ÉCONOMIQUES ET GÉOPOLITIQUES MAJEURES

D. Trump a commencé son second mandat (ou deuxième, l'avenir nous le dira...) sur les chapeaux de roues ! En date du 15 mars, soit 54 jours après sa prise de fonction, il avait déjà signé 92 executive orders, des décrets présidentiels ayant force de loi sans passer par le Congrès. Jamais un président américain n'en avait signé autant en début de mandat depuis 1937 sous la présidence de F.D. Roosevelt, à un moment où les États-Unis souffraient encore des conséquences de la Grande Dépression de 1929. Si le contexte actuel n'est en rien comparable aux années 1930, que penser des premiers jours de D. Trump à la Maison-Blanche et quelles sont les conséquences pour l'économie, la géopolitique mondiale et les marchés financiers ?

1 LES PRINCIPALES DÉCISIONS PRISES PAR D. TRUMP ET SON ÉQUIPE DEPUIS SA PRISE DE FONCTION

Au centre du programme économique du candidat Trump se trouvait le déficit de la balance commerciale américaine. Pendant sa campagne, il affirmait ainsi : *"Notre déficit commercial est une honte pour l'Amérique. Nous allons renégocier nos accords commerciaux pour protéger nos emplois et rétablir l'équilibre."* Force est de constater qu'il met actuellement en œuvre les moyens de cette ambition, essentiellement à travers les droits de douane.

S'il est difficile de suivre les revirements quotidiens de D. Trump à ce sujet, les principaux droits de douane décidés jusqu'ici sont déjà significatifs : 25% sur tous les produits importés du Canada et du Mexique, à l'exception des hydrocarbures canadiens soumis à une taxe de 10 % ; droits de douane sur tous les produits chinois initialement de 10% finalement portés à 20% ; 25% sur l'acier et l'aluminium importés mondialement ; 25% sur les automobiles. L'Union Européenne est également dans le viseur avec des droits de douane de 25% à l'étude sur tous les produits européens. Ces droits de douane cumulés concernent 2 200 milliards de dollars de biens. À 25% en moyenne, et toutes choses égales par ailleurs, ils permettraient de réduire le déficit de la balance commerciale de 550 milliards de dollars, soit l'équivalent de 2% du PIB du pays. Ce n'est évidemment pas si simple, nous y reviendrons.

La politique commerciale de D. Trump ne s'arrête d'ailleurs pas aux taxes douanières et s'inscrit dans une renégociation plus globale des différents accords commerciaux. C'est notamment le cas de l'accord de libre-échange entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA) au travers duquel le président américain souhaite pêle-mêle renforcer la présence de composants produits aux États-Unis dans les véhicules, durcir les règles sur le travail délocalisé dans ces pays et en matière environnementale (!) ou encore limiter les importations agricoles.

Si pendant sa campagne nombreux étaient ceux qui estimaient que la posture de D. Trump s'apparentait à une stratégie de négociation (le fameux « Escalate to de-escalate »), la rapidité de mise en place des droits de douane et les montants en jeu sèment désormais le doute. Tout comme sa politique étrangère.

Car c'est bien là que le président américain et son entourage proche ont le plus surpris. Passons sur sa volonté de prendre possession de Gaza pour en faire la « Côte d'Azur du Moyen-Orient ». Passons également sur son intention d'annexer le Canada pour en faire le 51ème État américain et le Groenland pour des raisons de « sécurité nationale » mais en réalité plus probablement pour ses terres rares. Le principal événement, qui a constitué un choc et qui a profondément modifié les relations internationales, est le clash entre le duo D. Trump / J.D. Vance et le président ukrainien V. Zelensky. C'est un événement qui marquera l'histoire comme actant le moindre soutien militaire américain à l'Europe et qui aura affaibli l'OTAN.

Néanmoins, ce clash aura eu un mérite, celui de réveiller l'Europe et en particulier l'Allemagne. C'est en effet au cours des jours suivants que la première économie de la zone euro a décidé de sacrifier sa politique

2 LES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DE SES DÉCISIONS

d'orthodoxie budgétaire et de se réendetter massivement afin d'augmenter ses dépenses militaires mais aussi de moderniser les infrastructures du pays. Les montants de ces différents plans sont significatifs, représentant l'équivalent de 20% du PIB du pays sur 12 ans ! Une politique qui soutiendra bien évidemment la croissance allemande - en berne depuis 2022 - mais aussi la croissance de la zone euro au cours de la décennie à venir. La locomotive européenne est de retour et les économistes anticipent que la croissance de la zone euro sera révisée en hausse de 0,5% en moyenne par an au cours des prochaines années grâce au coup de bazooka allemand.

Outre les décisions de politiques commerciale et étrangère déjà prises, les promesses de campagne du candidat républicain auront des conséquences étendues. Le non moins fameux « *drill baby drill* » a déjà provoqué une baisse des cours du baril, le WTI traitant à 66\$, quasiment un plus bas depuis deux ans. La production pétrolière américaine atteint des sommets et les membres de l'OPEP - au premier rang desquels l'Arabie Saoudite - qui ne souhaitent pas perdre des parts de marché ne réduisent pas leur production. Avec une demande relativement stable et une offre en pleine expansion, le déséquilibre ainsi provoqué pourrait bien être durable.

Enfin, impossible de ne pas citer la création par D. Trump du *Department of Government Efficiency* (DOGE) - qui n'est pas une agence officielle mais un organe consultatif - qui vise, sous la direction du non moins controversé Elon Musk, à rationaliser le fonctionnement du gouvernement en éliminant les redondances et en réduisant les dépenses inutiles. Parmi les actions notables entreprises sous sa direction, la réduction des contrats « superflus » (239 contrats annulés car jugés « inutiles », représentant une valeur totale de 1,7 milliard de dollars) et la restructuration des agences fédérales avec des licenciements à la clé.

Pour conclure, et afin de se projeter sur les prochains chantiers du président, il est nécessaire de revenir aux promesses de campagne du candidat. Prolongation et élargissement des baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises, dérégulation financière (démantèlement partiel de Dodd-Frank) et du secteur énergétique, réduction drastique de l'immigration et expulsions d'immigrés illégaux seront au menu de l'agenda du président dans les semaines à venir. Avec des conséquences à long terme déjà anticipées sur la trajectoire de la dette publique américaine qui pourrait passer, selon les estimations, de 105% à 118% du PIB dans un scénario central. Il y a cependant des impacts économiques à court terme que l'on constate déjà et qui ont pris tout le monde de court. ■

Passée l'euphorie consécutive à son élection, les électeurs américains se réveillent avec la gueule de bois en ce début d'année. À cause des droits de douane et des nombreux revirements de D. Trump à ce sujet, l'incertitude économique est au plus haut. C'est bien simple, il a même réussi à modifier la dynamique de croissance du pays. L'activité dans les services se contracte légèrement en février alors que l'activité dans l'industrie accélère. C'est le reflet de deux dynamiques nouvelles. D'une part, le consommateur se montre désormais plus prudent et augmente son taux d'épargne (cf. graphique) face à une inflation attendue en hausse. L'attentisme du consommateur s'est également matérialisé à travers les publications de résultats des entreprises. Ainsi, Walmart a déçu lors de sa dernière communication financière, tout comme les compagnies aériennes et les croisiéristes. D'autre part, les entreprises constituent des stocks importants avant la mise en œuvre des droits de douane, ce qui aggrave encore plus le déficit de la balance commerciale américaine, exactement l'inverse de ce que souhaitait D. Trump (cf. graphique). Ajoutez à cela des dépenses publiques à l'arrêt, à cause de l'audit des administrations par le DOGE, que certaines sociétés subissent déjà à l'image d'Accenture dont les contrats gouvernementaux représentent environ 8% des revenus du groupe.

Entre baisse de la consommation, bond des importations et gel de certaines dépenses publiques, le PIB en temps réel, calculé par la FED d'Atlanta, indique une croissance négative au premier trimestre (cf. graphique) alimentant les craintes de récession aux États-Unis. Ces craintes, nous les trouvons néanmoins exagérées. En effet, d'autres indicateurs affichent une résilience insolente à l'image du marché du travail qui continue de créer 200 000 emplois tous les mois avec un taux de chômage stable à 4.1%. La banque centrale américaine fait d'ailleurs le même constat en ayant révisé modestement à la baisse ses perspectives de croissance pour cette année à 1,7% contre 2,1% en décembre ce qu'elle a également fait pour 2026 (1,8% contre 2,0%) et 2027 (1,8% contre 1,9%). Selon la FED, le taux de chômage devrait être légèrement plus élevé cette année, à 4,4% (contre 4,3%), mais la projection reste stable à 4,3% pour 2026 et 2027.

Les droits de douane auront bien évidemment des conséquences sur l'inflation américaine. Selon les estimations de différents économistes, les droits de douane instaurés jusqu'ici pourraient provoquer un rebond de l'inflation de l'ordre de +0,6% en 2025. Dans un scénario du pire, avec droits de douane de 25% sur tous les produits importés et des mesures de ripostes équivalentes des partenaires commerciaux, il faudrait alors tabler sur une progression proche de +2%. Nous n'en sommes pas là et n'oublions pas que D. Trump s'est en partie fait élire pour sa volonté de combattre l'inflation. D'ailleurs la FED ne s'attend pas à un impact significatif et durable de la remontée des droits de douane sur les prix. Ses dernières estimations font état d'un PCE modestement plus élevé en

2025 (2,7% contre 2,5%) et en 2026 (2,2% contre 2,1%), mais la prévision a été maintenue à 2,0% pour 2027. De plus, si l'on se réfère au premier mandat de D. Trump, l'inflation américaine n'avait que peu progressé sous l'effet de droits de douane - certes moins élevés - car des facteurs de compensation existent : la progression du dollar qui permet d'absorber en partie les tarifs, des changements dans les habitudes de consommation ou encore la baisse actuelle des cours du baril qui est de nature à faire baisser l'inflation.

Enfin, les entreprises américaines sont également des victimes collatérales de la guerre commerciale sans même évoquer ici les mesures de riposte des partenaires commerciaux historiques des États-Unis. C'est notamment le cas de Lockheed Martin, qui pâtit des rumeurs de possibles immobilisation de ses F-35 par les États-Unis et dont de nombreux États (Portugal, Canada...) souhaitent revoir les commandes. L'Italie de Giorgia Meloni, pourtant proche d'Elon Musk, est en passe de ne pas choisir Starlink pour les communications sécurisées de l'armée italienne, lui préférant Eutelsat. Autre exemple, la société italienne de défense Leonardo aurait remplacé Bank Of America au profit de Deutsche Bank comme banque conseil pour la constitution d'un champion européen des satellites de communication. Et que dire de l'effondrement des ventes de Tesla ? Le patriotisme économique est de retour, mais pas forcément là où on l'attendait ! ■

3 LES IMPACTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

C'est la douche froide pour les investisseurs en actions américaines. À l'heure où nous écrivons ces lignes, les indices américains sont dans le rouge depuis le début d'année avec un S&P 500 à -3,7% alors que les actions européennes progressent de +11,3% pour l'Euro Stoxx 50 et que les actions chinoises bondissent de près de 23% pour le MSCI China. Un affront pour D. Trump ?

Avec une correction de près de 10% sur le S&P 500, les investisseurs testent actuellement le « put D. Trump », lui qui a récemment affirmé qu'il ne regardait pas les marchés ! La baisse actuelle, sur fond de droits de douane et de craintes quant à la croissance américaine, nous semble intégrer les incertitudes du moment. Des incertitudes qui nous paraissent même disproportionnées sur le second sujet. Il est intéressant de noter que les indicateurs techniques sont passés rapidement d'un excès d'optimisme à l'excès inverse, ce qui pourrait permettre un rebond des indices, d'autant que les valorisations se sont enfin dégonflées, le S&P traitant à 18,6x les résultats 2026 légèrement au-dessus de sa moyenne à 10 ans (18x) pour des bénéfices attendus en hausse de 12%. Mais le rebond ne saurait être durable qu'en cas de levée des incertitudes quant à la guerre commerciale. L'indice VIX, représentant la volatilité du marché action américain, illustre bien les sujets actuels. Il traite depuis le début

d'année structurellement au-dessus de la volatilité européenne. Une situation assez rare pour être notée.

La dynamique des marchés actions européens reste en effet favorable et les bénéfices sont et seront encore révisés à la hausse avec les plans de relance. L'écart de valorisation avec les marchés américains devrait continuer de se réduire et les flux se renforcer sur la zone. À 13,5x les résultats 2026, le STOXX 600 européen traite sous sa moyenne à 10 ans (14x) pour des bénéfices attendus en progression de 9%.

Quant aux marchés émergents, la Chine retient l'attention et les flux des investisseurs cette année, notamment depuis l'arrivée de DeepSeek qui aura tout changé pour les actions du pays. Les bénéfices des sociétés technologiques chinoises sont révisés à la hausse et leur valorisation retrouve des niveaux plus en ligne avec des valorisations de valeurs de croissance.

Du côté des taux d'intérêt, le taux à 10 ans américain, que le consensus anticipait fortement progresser sous Trump est au contraire passé de 4,57% à 4,23% à cause des craintes sur la croissance du pays. À l'inverse, les taux européens, sous l'effet du plan de relance allemand, ont eux fortement progressé. Le taux à 10 ans allemand est ainsi passé de 2,36% en début d'année à 2,75% entraînant avec lui tous les taux souverains de la zone euro. Notons enfin la résilience des spreads de crédit qui varient peu malgré cette période d'incertitude. L'ITraxx Main et le Crossover européens sont quasiment stables depuis le début d'année. Aux États-Unis, les spreads de crédit sur le haut rendement se sont écartés de 35 bps depuis leur point bas mais restent sur des niveaux n'indiquant pas de récession.

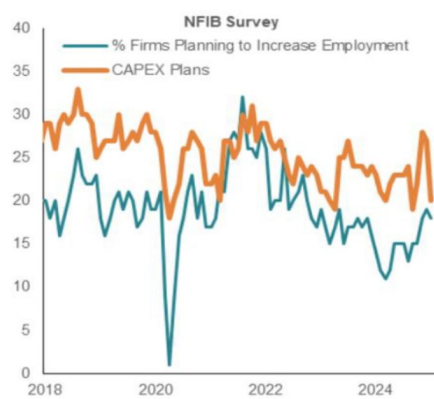
Après un début d'année mouvementé, que nous réservent les neuf prochains mois ? Même s'il est imprévisible, nous doutons que D. Trump adopte une approche extrême sur la question des droits de douane et la visibilité à ce sujet devrait s'améliorer dans les semaines à venir. D'autant que les élections de mi-mandat arrivent vite (novembre 2026) et qu'il sera nécessaire pour le président d'afficher un bilan favorable. En revanche, la prime de risque sur les marchés actions américains sera structurellement plus élevée en 2025 du fait des incertitudes quant aux conséquences des droits de douane sur la croissance et l'inflation. Des conséquences qui prendront du temps à être intégrées. Entre temps, les investisseurs américains pourraient se tourner vers les autres zones géographiques disposant d'une meilleure visibilité. On constate d'ailleurs que les flux reviennent sur la zone euro, des flux qui avaient délaissé la zone depuis le début de la guerre en Ukraine en 2022. De quoi prolonger les tendances récentes en termes de performance tout au long de l'année ? Probablement. ■

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



Source : Exane

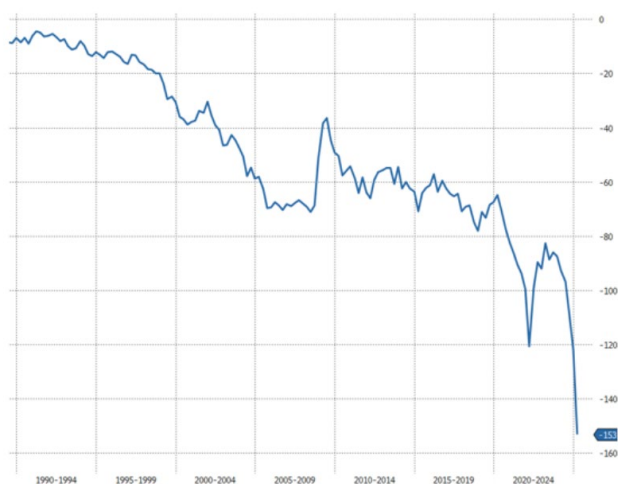
PLANS D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES DE TAILLE MOYENNE



Source : Exane

BALANCE COMMERCIALE DES

PRODUITS EN MDS DE USD

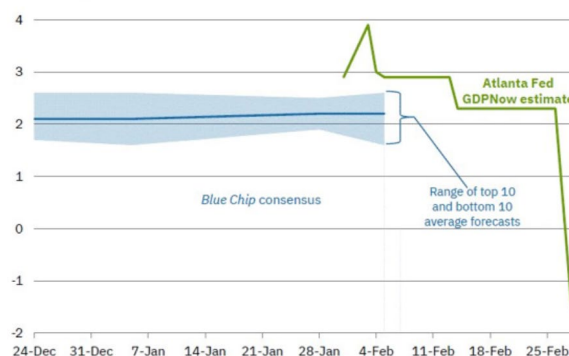


Source : Bloomberg

ESTIMATION EN TEMPS

RÉEL DU PIB DU T1

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q1 Quarterly percent change (SAAR)



Source : FED d'Atlanta

4 UN FONDS PERMETTANT DE S'EXPOSER DE MANIÈRE AGILE AUX ACTIONS AMÉRICAINES

Avec plus de trois ans de track record, Auris – Gravity US Equity Fund a démontré la robustesse de son modèle de rotation sectorielle (modèle dont le backtest est également probant depuis 2006), et ce, dans différentes configurations de marchés avec une volatilité similaire à celle de l'indice et une capacité à amortir les drawdowns (avec un très bon time to recovery).

Noté 5 étoiles par Quantalys, il est premier quartile sur toutes les périodes d'évaluation. Il se classe notamment 5ème sur 440 fonds actions US (classement Quantalys au 31 janvier 2025).

Depuis la création du fonds, les secteurs sélectionnés ont surperformé le S&P 500 TR dans 84% des cas. Cette statistique est en ligne avec celle issue du backtest (depuis 2006).

Le fonds Auris – Gravity US Equity Fund connaît un beau parcours depuis 3 ans avec une performance de 44,51% nette de frais contre 36,65% pour l'indice S&P 500 TR (données sur 3 ans arrêtées au 13 mars 2025 sur la catégorie de parts R libellées en dollars – code ISIN : LU2309368897). Il existe également une catégorie de parts R EUR avec couverture de change référencée chez les assureurs et dont le code ISIN est LU2309368624 (cette dernière aura bientôt 3 ans d'existence).

PERFORMANCES

	DEPUIS 3ANS*	2022**	2023	2024
FONDS	44,51%	-9,12%	14,65%	30,32%
INDICE	36,65%	-18,51%	22,70%	22,47%

*Performance de la part R USD arrêtée au 13/03/2025

**Performance de la part Euro Hedgé ayant été créée en novembre 2022, les performances prises en compte de janvier 2022 à novembre 2022 sont celles de la part I USD pour le fonds et de l'indice S&P 500 Net Return USD pour le benchmark. Après cette date, les performances sont celles de la part R Euro Hedgé et du S&P 500 Net Return Hedged. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs.

Notation Quantalys ☆☆☆☆☆

MORNINGSTAR ★★★★★

AURIS GRAVITY US EQUITY FUND

INDICATEUR DE RISQUE (SRI)***



*** Cet indicateur permet de mesurer le niveau de risque de l'OPCVM et donc le risque auquel votre capital est exposé. Les données historiques, telles que celles utilisées pour calculer cet indicateur synthétique, pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur de l'OPCVM. L'OPCVM a un niveau de risque de 4 de compte tenu de la nature discrétionnaire de la gestion mise en place et des différents risques auxquels pourra être exposé l'OPCVM, notamment l'exposition aux marchés des large caps américaines. La catégorie de risque associé à cet OPCVM n'est pas garantie et pourra évoluer.

Auris Gravity US Equity Fund

déploie une stratégie de rotation sectorielle systématique macro sur les actions US listées qui composent l'indice S&P 500. Cette stratégie consiste à identifier les trois secteurs les plus à même de bénéficier de l'environnement de marché. Chaque mois, le fonds investit dans les actions qui composent les trois secteurs sélectionnés (parmi 10 secteurs de la classification GICS 1, hors secteur de l'immobilier).

Auris Gestion (société de gestion du fonds) bénéficie des conseils en investissements fournis par Orion Financial Partners (conseiller du fonds).



UNE STRATÉGIE DE
ROTATION SECTORIELLE
SYSTÉMATIQUE MACRO
SUR LES LARGE CAPS US



ILLUSTRATION DE LA PERTINENCE DE NOTRE MODÈLE DE

ROTATION SECTORIELLE AVEC LES REBALANCEMENTS DE

JANVIER ET FÉVRIER 2025 :

Au titre du rebalancement de fin janvier 2025, le modèle a intégré les Financières dans les trois secteurs retenus (au détriment de la Consommation Discrétionnaire survalorisée selon le modèle).

Puis, au titre du rebalancement subséquent de fin février 2025, après avoir purgé sa survalorisation, la Consommation Discrétionnaire a été réintégrée (au détriment des Financières).

Le positionnement temporaire sur les Financières a permis d'amortir la baisse du S&P 500.

RAPPEL DES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DE

L'ALLOCATION DU FONDS DEPUIS 2024 :

En 2024 :

- Environnement de marché stable, caractérisé par un niveau d'aversion au risque faible et un cycle macroéconomique global stable autour de son point mort.
- Environnement donc globalement favorable aux secteurs offensifs, le cycle macro n'ayant que peu d'impact sur les performances relatives des secteurs.
- Allocation essentiellement orientée sur les secteurs du NASDAQ toute l'année :
 - Consommation discrétionnaire : sous-valorisation relative (d'après notre modèle macro).
 - Services de télécommunication : positionnement offensif et momentum macro favorable.
 - Technologies de l'information : prime spécifique importante (IA et momentum macro favorable).



JANVIER 2025

L'environnement de marché reste inchangé, allocation sectorielle stable.

FÉVRIER 2025

Le secteur de la Consommation discrétionnaire – ayant largement rattrapé sa sous-valorisation macro (comme attendu) – est sorti de l'allocation au bénéfice des Financières.

Ce mouvement s'est avéré gagnant : en février, les Financières affichent +0.9% contre -11% pour la Consommation discrétionnaire.

MARS 2025

La correction subie par la Consommation discrétionnaire est trop importante et implique à nouveau une sous-valorisation relative, le secteur revient donc dans l'allocation au détriment des Financières.

QUID DE NOTRE STRATÉGIE SI LE S&P 500

DEVAIT ÊTRE DÉCEVANT EN 2025 ?

Pour répondre à cette question, on peut se référer au backtest (qui a une profondeur jusqu'en 2006).

Historiquement, lorsque le S&P 500 affiche une performance comprise entre -5% et +5%, notre stratégie affiche des performances annuelles significatives, bénéficiant de la dispersion des performances sectorielles :

BACKTEST

	2007	2011	2015	2018
S&P 500	4,9%	1,5%	0,7%	-4,9%
STRAT	16,7%	13,1%	7,5%	9,9%

Les performances présentées dans ce tableau sont basées sur des simulations historiques (backtest) et ne constituent pas une garantie des résultats futurs. Les hypothèses utilisées dans ces simulations peuvent ne pas refléter les conditions réelles du marché. Les investisseurs doivent être conscients des risques associés à tout investissement, y compris la possibilité de pertes. Les données utilisées pour ces simulations proviennent de sources jugées fiables, mais leur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties.

QUID EN CAS DE BAISSE PLUS

SIGNIFICATIVE DU S&P 500 ?

La stratégie déployée par Gravity US Equity Fund a démontré sa capacité à se repositionner rapidement sur les secteurs les plus défensifs et à amortir significativement les baisses de marché.

En 2022, dans une année de krach boursier, alors que le S&P 500 TR a perdu -18%, le fonds Gravity US Equity Fund affiche une baisse de seulement -9% (performance nette de frais).

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

**AURIS
GRAVITY US
EQUITY FUND**
VS
S&P 500 TR