


UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle - Classes d'actifs et Allocations - d'Apicil AM


Avril 2025






LES FAITS MARQUANTS DU MOIS

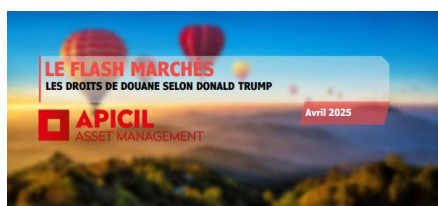
 **Avis de tempête : l'ensemble des marchés est en pleine turbulence.**

 **Le scénario de récession reprend des couleurs et fait tanguer les dettes des entreprises.**

 **Les plans de relance allemands et européens avaient pourtant suscité de l'optimisme.**

 **Le dollar baisse face aux autres monnaies. La devise de l'Euroland est reine.**

Retrouvez notre analyse globale dans notre
Flash du 08 avril 2025
disponible en  [cliquant ici](#) 



DONALD TRUMP - UN CALENDRIER COHÉRENT ?



Bien mieux celui qui peut être dans le titre de Donald Trump, pourtant un calendrier peut paraître clair. La majorité républicaine étant fine au Congrès, les élections de mi-mandat (qui renouvelleront un tiers des sièges) dans 18 mois vont arriver vite et seront décisives. Le bilan du premier semestre pourra être partiellement corrigé à la précédente administration. Dans le calendrier imaginé et dans l'équation, il nous paraît clair que les éléments heureux du programme pro-business de D. Trump se seraient portés au Congrès qu'au fin d'année.

Dans la balance, les nouvelles baisses d'impôt aux ménages (prestations sociales, heures supplémentaires, pourboires...) et aux entreprises (taux de base d'imposition) pour 3 500 Mds sur 10 ans ne peuvent être financées qu'au prix d'efforts budgétaires et de nouvelles rentrées.

Le DOGE et Elon Musk prévoient 1000 Mds de coupes, ce qui semble une bonne très haute, vu les dépenses « incompressibles » des Etats fédéraux.

Les droits de douane sont donc nécessaires pour équilibrer la balance (+3000 Mds au niveau actuel).

 www.apicil-asset-management.com

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

L'Europe sortait à peine de sa torpeur budgétaire que le **Liberation Day de Donald Trump a inversé la vapeur sur les marchés de taux**. Après un mois de tensions nourries par les annonces allemandes (fonds spécial de 500 milliards d'euros, contournement du frein à l'endettement, sanctuarisation des dépenses militaires), les taux longs européens s'étaient envolés. Le Bund à 10 ans signalait début mars son plus fort mouvement haussier depuis 1990 (avec un maximum à 2,9% pour le 10 ans allemand) et les courbes s'étaient redressées dans toute la zone euro. La BCE, prise de court, avait commencé à moduler son discours, admettant une politique désormais « significativement moins restrictive ».

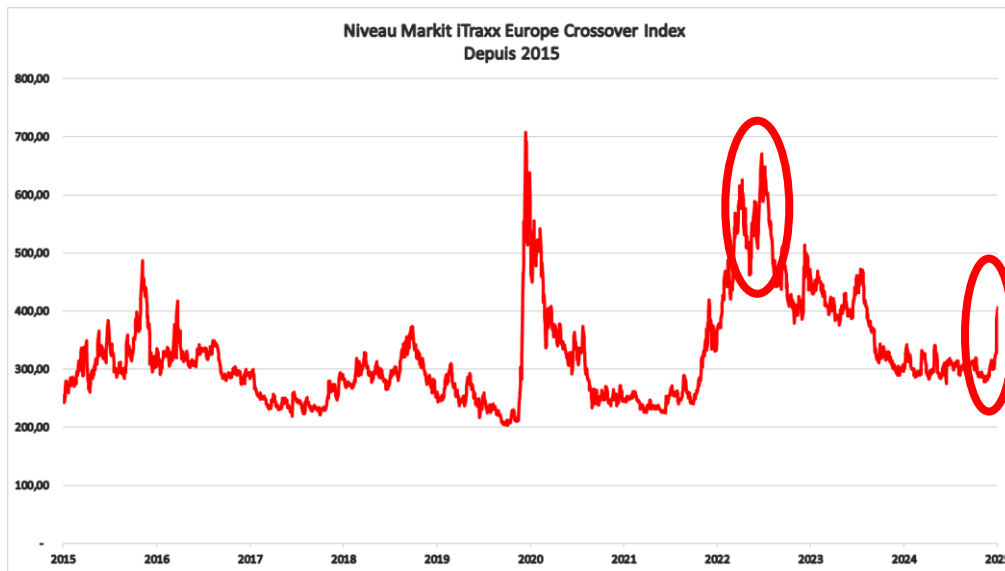
Mais c'était sans compter l'intervention de Trump. **Le 2 avril, les États-Unis ont tiré à boulets rouges sur leurs partenaires commerciaux** : 20 % de droits de douane sur les importations européennes. Ce choc protectionniste massif a fait dérailler les anticipations macroéconomiques. Résultat immédiat : une réévaluation brutale du cycle économique global, un **réajustement massif des positions sur les marchés obligataires et plus globalement des actifs risqués vers les actifs plus sécurisés (« flight to quality »)**.

En effet, les taux longs ont décroché des deux côtés de l'Atlantique. Le Bund à 10 ans a retracé une large partie de sa hausse post-relance, les spreads intra-européens se sont resserrés en faveur des signatures cœur. Aux États-Unis, les Treasuries ont vu leurs rendements fondre, les 10 ans revenant sous 4,30 %, et les anticipations de baisse de la Fed s'intensifient, avec désormais près de 100 bps de détente intégrée d'ici fin 2025.

Du côté du crédit, la tendance s'est rapidement dégradée. L'élargissement des spreads, amorcé timidement en mars, s'est accéléré : le haut rendement souffre le plus, mais, même l'Investment Grade européen montre des signes de tension, malgré des fondamentaux encore solides. Le marché reprise un scénario de ralentissement synchronisé, voire de récession légère, ce qui accroît mécaniquement les exigences de rémunération sur les obligations corporate. Les nouvelles émissions, jusqu'alors absorbées sans friction (primes à l'émission nulles voire négatives), commencent à afficher des primes plus généreuses (autour de 8 points de base selon plusieurs courtiers).

L'indice synthétique de crédit à haut rendement de Markit clôture à 406 points de base (au plus haut depuis 2023) ce lundi 7 avril alors qu'il oscillait autour des 300 lors de notre dernière lettre mensuelle.

Ces niveaux peuvent potentiellement représenter des **points d'entrée intéressants sur le marché du crédit et plus précisément, celui du marché des obligations à haut rendement qui commence à offrir une meilleure prime comparée aux papiers de qualité BBB et plus selon nous.**



Sources : Bloomberg, APICIL AM au 07/04/2025

LES ENTREPRISES QUI FONT LA DIFFERENCE SUR LE MARCHÉ CRÉDIT

Le groupe de transport maritime **CMA CGM** a publié des résultats annuels supérieurs aux attentes, soutenus par le dynamisme de la demande dans le transport maritime. Les taux de fret sont demeurés élevés, portés par les anticipations de relèvement des droits de douane américains. Le chiffre d'affaires pour l'année 2024 s'élève à 55,5 milliards de dollars, en hausse de 18 % par rapport à 2023, tandis que l'EBITDA progresse de 49 % pour atteindre 13,5 milliards de dollars. Les attaques perpétrées par les milices houthis contre les navires traversant la mer Rouge se sont poursuivies, contraignant les transporteurs maritimes à contourner l'Afrique par le Cap de Bonne-Espérance. Cette situation a rallongé les temps de trajet, réduit les capacités disponibles et, in fine, entraîné une forte hausse des taux de fret spot. Cependant, les mesures protectionnistes américaines pourraient peser lourdement sur l'activité en 2025.

Un article de Bloomberg rapporte qu'**OpenAI**, l'entreprise d'intelligence artificielle à l'origine de ChatGPT, devrait finaliser un tour de financement de 40 milliards de dollars, conduit par le japonais **SoftBank Group**. Cette levée de fonds, la plus importante jamais réalisée, valoriserait OpenAI à environ 300 milliards de dollars. SoftBank devrait investir 30 milliards de dollars en deux tranches, aux côtés d'un consortium d'investisseurs qui apporterait 10 milliards de dollars. Selon Bloomberg, les logiciels d'intelligence artificielle développés par OpenAI devraient permettre de tripler le chiffre d'affaires, atteignant 12,7 milliards de dollars en 2025. Il convient toutefois de noter que les analystes n'anticipent pas de flux de trésorerie positifs avant 2029, lorsque les revenus atteindraient environ 125 milliards de dollars.

Résumé du mois de mars

En février et début mars, les marchés européens ont connu un fort rebond, porté par une conjoncture économique en amélioration, des résultats d'entreprises solides et des annonces politiques majeures, notamment en Allemagne. Les plans d'investissement massifs – 500 milliards d'euros pour les infrastructures et 100 milliards par an pour la défense – ainsi que le programme européen ReArm Europe de 800 milliards ont alimenté l'optimisme. Le Stoxx 600 a ainsi atteint un record historique début mars, bénéficiant de huit semaines consécutives de hausse. Cependant, cet élan s'est essoufflé. Après l'intégration de ces annonces dans les prix, les marchés ont manqué de nouveaux catalyseurs. L'indice allemand a chuté de 4,7 % en trois jours, amorçant une phase de correction et de prises de bénéfices. En parallèle, les inquiétudes se sont déplacées vers les États-Unis, où la confiance des investisseurs, des entreprises et des consommateurs s'est nettement détériorée. Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse et les craintes d'une récession ont ressurgi. Les investisseurs se sont donc détournés des actions américaines au profit de l'Europe, du Royaume-Uni et des marchés émergents. La prudence reste de mise face aux incertitudes liées à la politique commerciale de Trump et aux potentielles hausses de droits de douane, notamment vis-à-vis de la Chine et de l'Europe.

En mars, le Stoxx 600 a reculé de 4,18 %, avec une baisse marquée dans les secteurs cycliques comme le voyage ou l'automobile. À l'inverse, les valeurs défensives, notamment dans la défense et les utilities, ont fortement progressé.

Du côté des secteurs

Aux États-Unis, l'actualité industrielle est marquée par une série de tensions commerciales et de bouleversements dans des secteurs clés. General Motors subit les effets des nouvelles barrières douanières décidées par l'ancien président américain, avec des droits de 25 % sur les véhicules produits à l'étranger, ce qui a entraîné une chute de son action. Plusieurs grandes compagnies du transport, comme FedEx, UPS et Delta Air Lines, ont publié des avertissements sur leurs résultats, invoquant une demande en repli et des tensions croissantes sur le commerce international.

En Europe, l'industrie de la défense connaît une envolée boursière remarquable à la suite de l'annonce par l'Allemagne d'un fonds d'investissement massif en faveur de la production d'armements, ce qui a profité à des groupes comme BAE Systems, Dassault Aviation ou Rheinmetall. Dans un contexte de compétition internationale accrue, Airbus, Dassault Systèmes et plusieurs PME ont lancé un appel à l'Union européenne pour la création d'un fonds souverain européen, destiné à soutenir l'investissement industriel dans les domaines stratégiques. Le secteur du luxe continue quant à lui sa réorganisation interne : LVMH a procédé à plusieurs nominations majeures à la tête de ses maisons phares comme Louis Vuitton, Loewe ou Dior, consolidant l'influence de la famille Arnault. En parallèle, L'Oréal et d'autres grands noms de la cosmétique ont demandé à Bruxelles de ne pas inclure leurs produits dans les potentielles représailles commerciales envers les États-Unis.

Classe d'actifs (en USD)	Performances mars 2025	Performances 2025 YTD
Géographies		
MSCI World	-4,6%	-2,1%
MSCI Europe (en EUR)	-4,4%	5,3%
MSCI North America	-5,8%	-4,6%
MSCI Asia Pacific	-0,7%	0,2%
Styles		
MSCI World Value	-1,6%	4,2%
MSCI World Growth	-7,6%	-7,9%
Capitalisations		
MSCI World Large	-4,7%	-2,1%
MSCI World Mid	-3,0%	-0,3%
MSCI World Small	-3,8%	-3,7%
MSCI World Micro	-1,6%	-1,7%
Secteurs		
Consumer Discretionary	-8,2%	-10,5%
Consumer Staples	-1,1%	5,5%
Energy	4,4%	9,2%
Financials	-2,7%	5,5%
Health Care	-2,6%	4,6%
Industrials	-2,1%	2,0%
Information Technology	-8,9%	-12,0%
Materials	-2,4%	3,2%
Communication Services	-7,5%	-4,6%
Utilities	2,4%	6,6%

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 31/03/2025

Le secteur technologique reste très dynamique, mais fait face à des vents contraires liés à des incertitudes macroéconomiques, à des réglementations croissantes et à une concurrence accrue, notamment dans le domaine de l'intelligence artificielle. Plusieurs grandes entreprises comme Adobe, Oracle ou Dell ont publié des résultats mitigés, souvent plombés par des prévisions prudentes ou des chiffres d'affaires en dessous des attentes, malgré des bénéfices parfois supérieurs. D'autres, comme Nvidia, Broadcom ou Micron, continuent de bénéficier de l'essor de l'IA, avec des performances solides et des prévisions optimistes, même si les tensions commerciales, notamment avec la Chine, menacent ce dynamisme.

Les investissements dans l'IA se multiplient, avec des levées de fonds spectaculaires pour OpenAI ou Anthropic, tandis que Google et Meta intensifient leurs efforts pour développer des solutions open source ou collaborer sur de nouvelles puces. Toutefois, la montée en puissance de ces technologies entraîne aussi des interrogations réglementaires, comme en témoignent les affaires antitrust impliquant Google ou Qualcomm. Par ailleurs, des entreprises comme Intel tentent de regagner du terrain sur le marché des semi-conducteurs via de nouveaux partenariats et une restructuration de leur direction.

Le secteur reste sous pression avec plusieurs "warnings" de groupes comme NetApp ou HP, qui évoquent une réduction des dépenses IT des entreprises dans un contexte d'inflation et de prudence budgétaire.

Enfin, les résultats de certaines entreprises, comme Microsoft, Dell ou HP, reflètent les difficultés persistantes sur les segments liés au hardware, notamment les PC grand public, contrastant avec la solidité des offres cloud ou IA.

EURO / DOLLAR



En mars 2025, l'euro s'est apprécié de 4,25% face au dollar américain, porté par une conjoncture économique et politique plus favorable en zone euro qu'aux États-Unis. Outre-Atlantique, les nouvelles tensions commerciales ont pesé lourdement sur la confiance des marchés. L'annonce de nouveaux droits de douane début mars, visant la Chine, le Mexique et le Canada, puis celle du 2 avril à l'occasion du « Liberation Day », ont ravivé les craintes d'un ralentissement économique, voire d'une récession. Ces inquiétudes ont renforcé les anticipations d'assouplissement monétaire de la part de la Réserve fédérale, exerçant une pression baissière sur les taux souverains américains et affaiblissant le dollar.

À l'inverse, l'Europe a bénéficié d'un regain d'optimisme grâce au lancement d'un plan de relance massif de 500 milliards d'euros par le chancelier allemand Friedrich Merz, ainsi qu'à l'annonce du programme « Rearm Europe » présenté par la Commission européenne. Ces initiatives ont non seulement dopé les perspectives économiques de la région, mais aussi provoqué un net rebond des taux souverains européens, attirant les capitaux vers les actifs libellés en euro, soutenant ainsi la monnaie unique.

L'appréciation de la devise unique après les annonces de relance budgétaire en Europe a été rapide, réduisant le potentiel de hausse supplémentaire. Nous estimons que la parité se stabilisera autour de 1,10 à court terme.

**RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS = / 6 MOIS +)**

EURO / LIVRE STERLING



Au cours du mois, l'euro a enregistré une progression de 1,49% par rapport à la livre sterling, soutenu par des dynamiques économiques contrastées entre la zone euro et le Royaume-Uni. En Europe, l'annonce conjointe du programme « Rearm Europe » par la Commission européenne (800 Mds€) et du plan de relance 500Mds€ initié par le chancelier allemand Friedrich Merz a renforcé l'optimisme des investisseurs, attirant ainsi des capitaux vers la monnaie unique. En revanche, le Royaume-Uni a continué de faire face à des défis économiques persistants, notamment un déficit public croissant et des perspectives de croissance décevantes. L'inflation élevée a contraint la Banque d'Angleterre à maintenir des taux d'intérêt élevés, freinant ainsi la consommation et l'investissement. De plus, les tensions commerciales internationales, ont alimenté un climat d'incertitude ce qui a affaibli davantage la livre sterling.

Dans ce contexte, les marchés ont privilégié l'euro, perçu comme plus stable à court terme, entraînant ainsi une hausse notable de la monnaie européenne par rapport à la devise britannique.

La livre sterling devrait suivre une trajectoire baissière en raison d'un assouplissement monétaire plus marqué à long terme de la Banque d'Angleterre, comparé à celui de la BCE.

**RECOMMANDATION LIVRE STERLING
(1 MOIS = / 6 MOIS -)**

EURO / YEN



La devise japonaise s'est repliée de 3,8% face à l'euro au cours du mois. Ce recul s'explique principalement par l'annonce de plans de relance ambitieux en zone euro, en particulier en Allemagne, qui ont favorisé un afflux de capitaux vers les actifs libellés en euro. Le fort rebond des taux souverains européens a également renforcé l'attractivité de la monnaie unique. Sur l'archipel, la Banque du Japon a adopté une approche prudente face à la montée des tensions commerciales, engendrées par les politiques protectionnistes de Donald Trump. Elle a ainsi décidé à l'unanimité de maintenir son principal taux directeur inchangé, soulignant les risques qu'une escalade des tensions pourrait faire peser sur une reprise économique encore fragile. Ces inquiétudes se sont intensifiées le 2 avril, à l'occasion du « Liberation Day ». Les États-Unis ont imposé un droit de douane de 24 % sur les importations en provenance du Japon, malgré leurs relations historiques de long terme. Jusqu'alors, la majorité des produits japonais (hormis les secteurs déjà visés tels que l'automobile, les pièces détachées, l'acier et l'aluminium) bénéficiaient d'un accès relativement libre au marché américain. Dans ce contexte, les anticipations de politique monétaire ont été revues : aucune hausse de taux n'est désormais envisagée pour 2025, contre une hausse encore attendue fin mars, ce qui a accru la pression baissière sur le yen.

Nous adoptons une position neutre sur la parité EUR/JPY à court terme. La Banque du Japon devant faire preuve de prudence en raison de la guerre commerciale et de ses répercussions sur les perspectives économiques et inflationnistes de la région. À plus long terme, nous estimons que le yen demeure attractif à ces niveaux (EUR/JPY à 160), en anticipation d'une normalisation de la politique monétaire.

**RECOMMANDATION YEN
(1 MOIS = / 6 MOIS +)**

À court terme (au moins jusqu'à l'été si l'on en croit le calendrier proposé), il semble bien trop hasardeux de se positionner sur les actifs risqués, à la hausse comme à la baisse, ce qui reviendrait à jeter une pièce en l'air.

Nous pouvons lire des éléments clairs dans la stratégie de l'administration Trump, mais l'escalade des tensions et les réponses des pays sont hors de contrôle, notamment avec la Chine. Bien plus qu'un combat pour des rentrées fiscales, nous entrons dans un affrontement idéologique avec la Chine, avec la volonté de barrer leur progression commerciale, intellectuelle, culturelle...

Dans cette logique, pour l'heure, nous sommes prudents envers les actions émergentes, qui écopent de tarifs élevés. En Europe, nous privilégions le côté défensif que peuvent représenter les actions anglaises. Les discussions avec Starmer seront plus apaisées qu'avec Bruxelles, perçue comme une menace plus grande aux yeux de Trump. Enfin, bien que chahutées, les actions américaines sont nettement moins chères (sur leur moyenne décennale) et pourraient constituer un point d'entrée pour des investissements de long terme.

Sur le segment obligataire des taux souverains européens « cœur », nous sommes doublement intéressés. La progression trop rapide des taux suite à l'annonce du programme dépensier de l'UE et de l'Allemagne, n'intègre pas à notre sens un déploiement progressif et limité dans l'économie réelle. Enfin, un phénomène certain de « flight to quality » dans l'environnement actuel est bénéfique aux obligations d'Etats.

Les dettes d'entreprises seront sensibles à la conjoncture économique, qui ne nous semble pas être suffisamment atteinte pour tomber en récession. Néanmoins nous restons sélectifs et privilégions le segment « Investment Grade » qui présente un couple rendement risque plus attractif.

Enfin, nous maintenons un biais en faveur de l'or, pour son statut refuge, dans un contexte qui va connaître de nombreux rebondissements. Le baril est naturellement plus vulnérable, bien qu'il intègre à ces niveaux une importante défiance envers l'activité économique mondiale.

ALLOCATION PATRIMONIALE (MAX 30% ACTIONS / MAX 40% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs	Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois	
Fonds €	Fonds €	5%	=	5%	=	
Monétaires	Fonds monétaires	11%	=	11%	=	
Immobilier	Immobilier non coté	20%	=	20%	=	
Obligations	Obligations d'Etat	12%	↑	43%	=	
	Obligations d'entreprises Investment Grade	25%	↓			
	Obligations High Yield	5%	↓			
	Obligations émergentes	1%	=			
Actions	Géographiques	France	0%	18%	=	
		Europe	3%			=
		Grande-Bretagne	2%			↑
		Etats-Unis	7%			=
		Japon	2%			=
		Actions émergentes	0%			↓
	Thématiques	Technologiques	3%			=
		Small caps	1%			=
Matières premières	Indice global	Diversifiés	3%	=	3%	=

ALLOCATION EQUILIBRE (MAX 60% ACTIONS / MAX 30% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		1%	=	1%	=
Monétaires	Fonds monétaires		14%	=	14%	=
Immobilier	Immobilier non coté		15%	=	15%	=
Obligations	Obligations d'Etat		7%	↑	37%	=
	Obligations d'entreprises Investment Grade		25%	↓		
	Obligations High Yield		3%	↓		
	Obligations émergentes		2%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	29%	=
		Europe	5%	=		
		Grande-Bretagne	5%	↑		
		Etats-Unis	12%	=		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	0%	↓		
	Thématiques	Technologiques	5%	=		
		Small caps	0%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	4%	=	4%	=

ALLOCATION DYNAMIQUE (MAX 100% ACTIONS / MAX 20% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		1%	=	1%	=
Monétaires	Fonds monétaires		20%	=	20%	=
Immobilier	Immobilier non coté		10%	=	10%	=
Obligations	Obligations d'Etat		7%	↑	27%	=
	Obligations d'entreprises Investment Grade		18%	↓		
	Obligations High Yield		2%	↓		
	Obligations émergentes		0%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	36%	=
		Europe	5%	=		
		Grande-Bretagne	6%	↑		
		Etats-Unis	16%	=		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	0%	↓		
	Thématiques	Technologiques	6%	=		
		Small caps	1%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	6%	=	6%	=

Document terminé de rédiger le 11 avril 2025. Sources: Apicil AM, Bloomberg. Performances dividendes réinvestis arrêtées au 31 mars 2025.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel et ne constituant pas une communication à caractère promotionnel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées que Apicil AM considère comme exactes ou fondées au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée au sens de l'article D.321-1 5° du Code monétaire et financier.