

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Déraison et forces de rappel

On s'attendait à une politique « pro-marchés financiers » et on a droit à ce qui ressemble à un krach boursier délibéré. En amont, on s'attendait à une impulsion budgétaire, avec de larges baisses d'impôts, et on a droit à des coupes budgétaires et surtout à de vives hausses de taxes à l'importation. Nous savions, de sa première mandature, que les prévisions avec D. Trump à la Maison Blanche, qu'il s'agisse de politique, de relations internationales, d'économie ou de finance, étaient un exercice particulièrement hasardeux, mais là, les choses ont pris une tournure particulièrement grave.

Malgré l'évaluation sévère faite des mesures protectionnistes adoptées lors du premier mandat, un relèvement des barrières douanières était attendu, mais pas avec une telle amplitude, que ce soit en termes de secteurs concernés ou de pays visés ou encore de taux de taxation. Et si on anticipait un relèvement, on anticipait surtout une menace de relèvement. D. Trump allait utiliser ce moyen de pression pour obtenir telle ou telle contrepartie, notamment des engagements d'investissements manufacturiers sur le territoire américain. Les gains d'un tel chantage étaient clairs : se montrer excellent négociateur et participer à la réindustrialisation du pays, avec, à la clef, des jobs bien payés dans des Etats ayant eu à pâtir du déclin de l'activité manufacturière, tout en évitant l'effet inflationniste de taxes à l'importation à large échelle. Incidemment, les contreparties auraient pu ne pas être qu'industrielles, et prendre une dimension politique, du genre « *vous vous rangez derrière la vision américaine, ou vous serez assujettis à des taxes élevées* », voire, car malheureusement, il faut aussi songer à cela, avoir un véritable caractère d'extorsion pour servir les intérêts de l'Oncle Sam ou, pire encore, servir des intérêts particuliers (« *Investissez dans mes cryptoactifs, sinon ...* »).

Dans la seconde partie de la présente édition de notre Spotlight mensuel, les effets potentiels de la politique américaine en matière de commerce international sont analysés plus en détail. Ci-après, nous nous posons une question plus prospective : à l'heure où la conjoncture et, avec effet d'amplification, les bourses, aux Etats-Unis d'abord mais aussi à l'étranger, souffrent des annonces, des décisions et des volte-face de l'administration Trump, qu'est-ce qui pourrait ramener la sagesse économique dans l'action politique américaine ? Quelles pourraient être ces « forces de rappel » potentielles ?

### Infléchissements nécessaires

L'économie américaine a tellement surperformé celle de l'Europe ces derniers temps que l'on pourrait avoir du mal à se demander pourquoi tant d'Américains, en votant comme ils l'ont fait, ont soutenu celui qui leur apparaissait comme allant « *renverser la table* ». S'ils l'ont fait, c'est pour des raisons multiples de mécontentement dont certaines se comprennent, notamment dans la sphère socio-économique.

Oui, il y a des raisons pour nombre d'Américains de se plaindre de la globalisation. Dans les manuels d'économie, la

globalisation permet d'augmenter la taille du gâteau, donc ce qu'il faut faire, c'est globaliser et s'assurer que tout le monde soit mieux servi. Or, faute de redistribution, certains y ont perdu, notamment dans les villes industrielles.

Oui, il y a des raisons de penser que le dollar est trop cher. La théorie de la parité de pouvoir d'achat repose sur l'idée que le taux de change normal entre deux zones monétaires est celui qui fait qu'un même panier de biens échangeables coûte la même chose dans les deux endroits. Et selon cette théorie, le dollar est nettement surévalué, notamment vis-à-vis de l'euro.

Oui, il y a des raisons de penser que l'Europe a profité du parapluie américain et n'a pas assez investi dans sa sécurité, qu'il s'agisse de dépenses militaires, d'autonomie énergétique ou de maîtrise technologique, notamment en matière de satellites.

Oui, il y a des raisons de penser que l'efficacité des dépenses publiques se doit d'être améliorée, car aucune inefficacité n'est jamais à souhaiter et car l'état des finances publiques américaines est préoccupant.

Et encore oui, il y a des raisons de considérer que la politique monétaire se doit de s'articuler avec la politique budgétaire, une thèse défendue, par exemple, par Mario Draghi, et donc que l'indépendance des banques centrales doit pouvoir être interrogée.

Bien entendu, cela ne veut pas dire que D. Trump a raison sur les remèdes, ni même, en amont, qu'il a raison sur tous les diagnostics, qu'il s'agisse, notamment, de migrations, de protection sociale, de recherche scientifique ou de régulation environnementale.

### L'inflation, premier garde-fou

Faut-il le redire, les citoyens-électeurs n'aiment pas l'inflation, la plupart d'entre eux considérant qu'elle ampute leur pouvoir d'achat. On le sait, l'esprit humain est plus sensible aux mauvaises nouvelles qu'aux bonnes, et on voit davantage les hausses de prix que les baisses, des baisses qui vont jusqu'à 100% si l'on pense aux lampes de poche, aux cartes routières ou aux encyclopédies, fournies à coût additionnel nul avec les téléphones portables ! Quoi qu'il en soit, une reprise de l'inflation, qu'il s'agisse du prix des œufs ou d'autres biens ou services que le consommateur achète régulièrement, serait fort mal perçue, et pourrait influencer le comportement électoral. Or, on revote déjà dans un an et demi, aux élections dite « mid-term ».

Inverser les flux migratoires est prendre un risque en termes d'inflation au travers d'une raréfaction de l'offre de main-d'œuvre et donc de hausse des coûts salariaux. Ajouter à cela des droits de douanes élevés sur une large gamme de produits et services venant des principaux partenaires commerciaux, Chine, Canada, Mexique et Europe confondus, c'est certainement alimenter encore davantage le risque d'inflation.

En regard, la baisse des prix pétroliers, résultant à la fois d'une moindre croissance et de la pression qui sera exercée sur les pays producteur de pétrole pour augmenter la production d'énergie fossile, risque bien d'être insuffisante. Et s'immiscer dans la conduite des affaires monétaires pour tirer les taux d'intérêt vers le bas risque d'être fort mal perçu, et, qui plus est, de pousser l'inflation à la hausse.

Un point à mettre en exergue ici est celui des faibles possibilités de substitution entre production étrangère et production locale. Taxer les importations pour pousser les entreprises à se localiser ou à se relocaliser aux Etats-Unis, cela prend du temps. De plus, de tels mouvements sont freinés par l'inconstance de D. Trump. Ce serait bête de transplanter une usine aux Etats-Unis si demain il y avait un nouveau changement de cap en matière de droits de douane. Enfin, obstacle additionnel, le marché du travail américain tourne déjà à un rythme soutenu. Trouver la main-d'œuvre, qu'il faudra former, ne sera pas chose aisée. Donc, il y a lieu d'anticiper que la hausse des droits d'importation se traduira non dans une augmentation de la production locale mais d'abord dans une hausse des prix à la consommation.

### **Les autres forces de rappel**

La **conjoncture** agit aussi comme force de rappel. Une récession ou une hausse du chômage, voilà qui ne cadrerait pas avec les attentes des électeurs, portées par des promesses d'une autre nature. Que faire face à une décrue de l'activité ?

La première option serait « rien », et faire porter la responsabilité d'un tel creux conjoncturel par J. Biden sera compliqué ! Dans l'environnement du Président, on a certes parlé d'une nécessaire et souhaitable phase de « détox », de désintoxication, à la mode d'Echternach où une récession serait le prix à payer avant « *des lendemains qui chantent* ». Toutefois, jouer un tel jeu est politiquement dangereux. La deuxième option est de revenir sur les relèvements tarifaires, mais un tel changement de cap est rendu encore moins probable par les mesures de rétorsions prises dans le reste du monde. La troisième option est un assouplissement budgétaire et monétaire. Côté budgétaire, on voit poindre le narratif : la Maison Blanche remplace le « Internal Revenue Service », l'agence fédérale qui prélève les impôts, par un « External Revenue Service », où ce serait le reste du monde qui financerait l'Etat américain. C'est évidemment du pipeau, car le contribuable est aussi un consommateur, mais peu importe si la ficelle est grosse.

Les **taux d'intérêt** peuvent également avoir ce rôle de force de rappel. Des pays qui s'étaient lancés dans des politiques fantaisistes ont été rappelés à l'ordre par la hausse des taux d'intérêt. Des taux plus élevés, cela pénalise les ménages endettés, cela réduit la consommation, cela freine l'investissement, cela entrave l'accès au logement, cela crée un effet boule de neige pour les pouvoirs publics endettés et cela

plombe le patrimoine, tant mobilier qu'immobilier. Mais est-ce que cela va jouer ici ? Pas sûr, et pour deux raisons. Il y a d'abord que la politique commerciale de D. Trump joue ici en deux sens opposés. A conjoncture inchangée, elle stimule l'inflation, ce qui force la Federal Reserve à être plus restrictive, mais, simultanément, elle pénalise l'activité, ce qui incite la banque centrale à être plus accommodante. A en juger par la réaction des marchés, l'effet qui domine aujourd'hui est le second. En effet, les taux à long terme ont baissé. Il y a ensuite que les Etats-Unis pourraient être en position pour forcer un financement à long terme du Trésor américain à taux concessionnel.

Le **taux de change** n'est pas candidat pour être une force de rappel. Nombre de pays, notamment en Asie, en Amérique latine ou en Afrique, ont eu à souffrir de la dépréciation de leur monnaie en raison de choix politiques ne s'inscrivant pas dans l'ordre économique mondial. En effet, qui dit dépréciation, dit que les biens qui doivent continuer à être importés, nourriture et médicaments parmi d'autres catégories, voient leurs prix augmenter, et cela est tout sauf populaire. Aux Etats-Unis, il en irait autrement. Comme indiqué ci-dessus, le dollar apparaît comme cher en termes de parité de pouvoir d'achat et l'économie américaine offre des possibilités de substitution que les pays en développement n'ont pas.

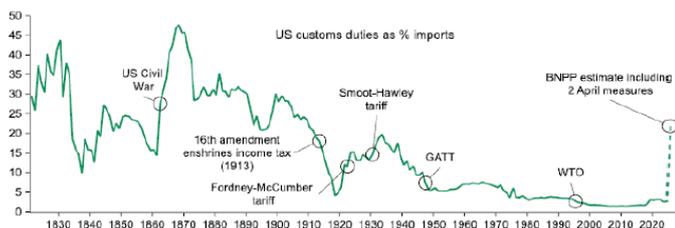
Reste enfin la **bourse** comme force de rappel. D. Trump a beau avoir récemment dit qu'il n'était pas là pour servir Wall Street, on a du mal à l'imaginer insensible à une sanction financière. D'abord, parce qu'il avait dit le contraire, ce qui avait amené d'aucuns à parler de « Trump put », en référence au « Greenspan put », à savoir qu'un filet « anti-krach » était offert par les autorités. Se présenter comme le businessman de génie qui va sauver les Etats-Unis et voir la bourse reculer, cela fait mauvais genre. Ensuite, parce qu'un recul de la bourse affecterait tous ces Américains qui ont leur futur capital pension investi en bourse. Selon la FED 30% du patrimoine des Américains est investi en actions. E. Yardeni indiquait récemment (Quicktakes, dimanche 6 avril 2025) que 62% des adultes américains possèdent des actions. Parmi la classe dite moyenne, aux revenus entre USD 40.000 et USD 100.000, ce pourcentage est de 65%. Enfin, parce que voir chuter le cours de l'action Tesla aurait une portée qui ne serait pas que symbolique. Les amis d'aujourd'hui pourraient devenir des opposants !

Visiblement, le souvenir de 2018 n'a pas suffi, quand, sous la première mandature de Trump, les tensions commerciales avec la Chine avaient déjà lourdement affecté le paysage économique et financier américain. Les enseignements de l'histoire récente n'ont pas été assez dissuasifs et nous avons à connaître une nouvelle salve, plus large et plus violente, aujourd'hui, et cette même histoire nous dit qu'il y a un après. C'est un autre rappel, et il ne manque pas de force !

## ALLOCATION & STRATEGIE

### *Liberation Day : tarifs bien plus élevés qu'anticipés ...*

Maintenant que le « **Liberation Day** », le jour où D. Trump allait annoncer ses tarifs douaniers dits « réciproques », est derrière nous, nous pouvons mieux en cerner les **dommages** potentiels. Et, à première vue, ceux-ci semblent **clairement plus importants** que ce que nous, ainsi que les marchés, avons **anticipé**, et ce sur plusieurs plans. La définition de la réciprocité laissait penser que les pays ayant déjà un accord commercial en place seraient peu affectés. Une supposition complètement erronée, puisqu'un **tarif universel de 10 %** est introduit, même pour Heard Island, une île inhabitée. **En outre, le calcul simpliste des « tarifs équitables » fait bondir** quiconque à la moindre notion du fonctionnement de l'économie internationale. Le calcul est le suivant : on prend le déficit commercial relatifs aux seules marchandises (exportations vers les États-Unis moins importations en provenance des États-Unis) et on le divise par les exportations vers les États-Unis. Comme le président américain est un homme généreux, il applique seulement la moitié de ce résultat comme taux de tarif, mais avec donc un minimum de 10%. Certains biens sont pour l'instant exonérés, dont les produits pharmaceutiques et les semi-conducteurs, mais cela pourrait rapidement changer. Le fait qu'il existe également du commerce en services – abonnements à Netflix et revenus publicitaires de Google, pour ne citer que deux exemples – est simplement mis de côté. Ainsi, vis-à-vis des États-Unis, l'UE a un excédent de 157 milliards de dollars sur les biens, mais aussi un déficit de 109 milliards dans les services. L'idiotie va encore plus loin. Trump s'attend-il vraiment à ce que les Américains fabriquent eux-mêmes leurs chaussures de sport et leurs vêtements s'il impose des droits de douane de plus de 35 % à des pays comme le Bangladesh ou le Vietnam ? Ceux qui acceptent de travailler pour de bas salaires, il souhaite les expulser. Et qu'en est-il du café ou des bananes ? Sur la base d'une moyenne pondérée des importations de biens et des tarifs appliqués, les économistes estiment que **les droits de douane moyens – s'ils restent en l'état – atteindraient entre 20 et 25 %, soit le niveau le plus élevé depuis plus de 100 ans.**



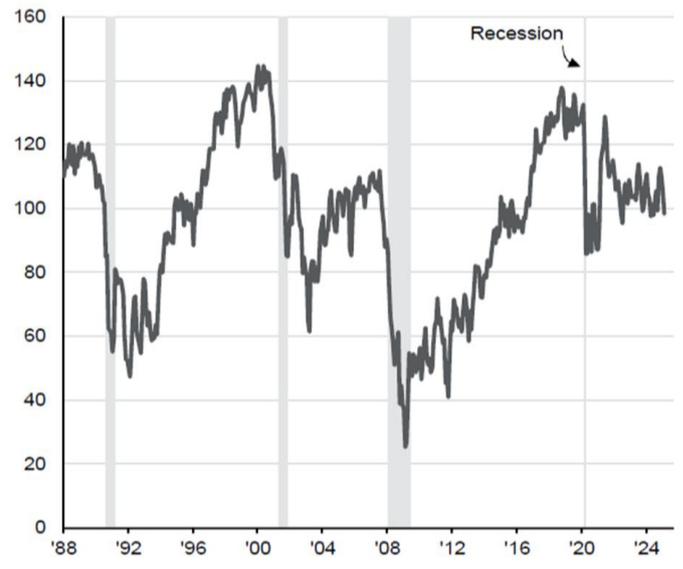
Source: BNP – droits de douane aux États-Unis

Cela pourrait baisser si des négociations ont lieu, ou encore augmenter si des mesures de rétorsion sont prises, comme l'a fait la Chine, avec cette fois une véritable réciprocité de 34 %. Heureusement, plusieurs raisons permettent d'espérer que la réalité sera moins sévère que ce qui est annoncé, comme évoqué dans la partie précédente.

### *... avec un impact à attendre sur la confiance*

Les droits de douane plus élevés sur les importations équivalent, sauf si les entreprises les absorbent entièrement –

ce qui est très improbable –, à une **taxe supplémentaire sur le consommateur américain**. Sur la base d'un taux de 20 à 25 %, sans substitution (souvent difficile, voire impossible) et sans intervention notable des entreprises, cela pourrait **représenter un impact de 2 à 2,2 % du PIB**. Ce **chiffre n'inclut pas les effets de second tour** sur l'activité à redouter, comme un consommateur qui réduirait ses dépenses par crainte d'une récession. La confiance des consommateurs a déjà baissé ces derniers mois, sans pour autant entraîner une baisse de la consommation.



Source: JP Morgan AM – US consumer confidence

### *On peut oublier le scénario positif précédent*

Notre **scénario économique précédent**, où le consommateur continuait de dépenser car son revenu augmentait plus vite que l'inflation, que son ratio d'endettement par rapport à ses actifs était au plus bas depuis 50 ans et que des emplois étaient créés en masse, **doit maintenant être réévalué**. La **baisse du marché boursier** risque de provoquer un **malaise**, d'autant plus qu'environ **30 % des actifs des ménages sont constitués d'actions** – un niveau record.



Source: FRED – poids des actions dans les actifs totaux des ménages E.U.

Le **choc inflationniste** provoqué par les tarifs **empêchera les salaires de croître en termes réels**, au contraire. Un **consommateur plus prudent** qui dépense moins, combiné à une incertitude poussant les **entreprises à reporter leurs investissements**, ne jouera pas en faveur de la demande de **main-d'œuvre**.



Source: FRED – Economic Policy uncertainty index.

La **forte création d'emplois** observée depuis le début de l'année, confirmée par la hausse bien plus importante que prévu en mars (228 000 emplois contre 135 000 attendus), **risque de s'arrêter, voire de s'inverser**.

#### Probabilité d'une récession fortement accrue

La combinaison de tous ces éléments rend **probable** que nous ne soyons pas face à un simple ralentissement de mi-cycle au **second semestre**, mais bien à une **récession**. Même si une partie importante des tarifs était annulée, rien que l'incertitude ainsi générée pèsera sur la croissance.

#### ... aussi en Asie ...

L'économie américaine ne sera pas la seule à en souffrir. Des pays comme la Malaisie, Taiwan, la Thaïlande ou le Vietnam, où les exportations vers les États-Unis représentent plus de 10 % du PIB (jusqu'à 25 % pour le Vietnam), seront frappés de plein fouet. Pour les géants asiatiques comme l'Inde et la Chine, l'impact sera plus limité, les exportations vers les États-Unis représentant 2 à 3 % de leur PIB. Mais pour la Chine, il s'agit d'un fardeau supplémentaire s'ajoutant aux problèmes déjà existants.

#### ... et en Europe

Les chiffres sont comparables pour l'UE (3 %). Ce n'est pas dramatique en soi, mais cela **pourrait inverser la tendance positive dans les données macroéconomiques** observées ces derniers mois.



Source: Bloomberg – Citi economic surprise index eurozone

Le changement de mentalité en Allemagne, généralement si rigide sur le plan budgétaire, concernant la « **Schuldenbremse** » ne changera rien à court terme. Ne nous méprenez pas : le plan de dépenser environ 1 000 milliards d'euros en défense et en infrastructures est colossal et

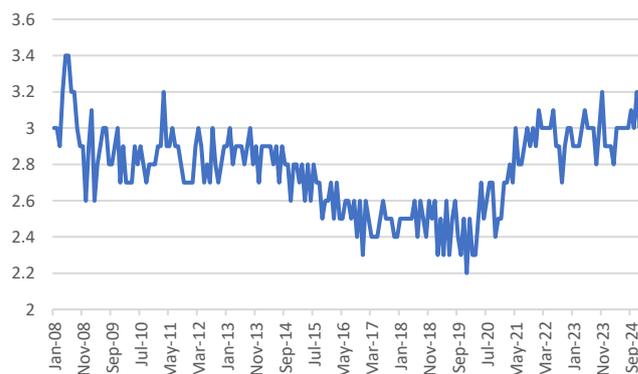
constitue un stimulant **clairement positif** pour l'économie. **Mais leur effet ne se fera sentir que progressivement, et il y a de fortes chances que l'Europe retombe dans le marais de la faible croissance.**

#### L'ECB a de la marge pour intervenir

Sauf si l'Europe réagit très fermement en relevant fortement ses tarifs sur les importations américaines, la **baisse de croissance pèsera davantage sur l'inflation dans la zone euro**. Avant le « Liberation Day », l'inflation avait déjà reculé : l'inflation core n'est plus que de 2,4 %, proche de l'objectif de la BCE, et l'inflation dans les services a nettement baissé à 3,4 %. **Cela lève le principal frein à une intervention de la BCE** pour soutenir l'économie et atténuer les effets négatifs de la baisse de la demande. **Toutefois, la baisse du prix du pétrole et la dépréciation du dollar pourraient tempérer le choc inflationniste en Europe.**

#### La FED se trouve dans une situation bien plus difficile

La banque centrale américaine (FED), quant à elle, se trouve dans une situation bien moins favorable. Elle a un **double mandat**. L'**objectif de l'emploi** ne nécessite pas encore de baisse de taux, mais cela pourrait changer avec la guerre commerciale. L'**objectif d'inflation ne permet actuellement pas de baisse** : l'inflation core est à 3,1 %, et celle des services atteint 4,1 %. Avant le « Liberation Day », les attentes d'inflation des consommateurs américains avaient déjà nettement augmenté.



Source: Un. Michigan – Consumer survey – Median expected inflation 5y

Comme les consommateurs surestiment structurellement l'inflation, le niveau absolu importe moins que la hausse – elle indique un **risque de désancrage des anticipations**. L'augmentation inattendue des tarifs n'aide en rien : l'inflation pourrait grimper de 2 à 2,5 % à très court terme (quelques semaines), avant même les effets de second tour. **Cela rend plus difficile pour la FED d'abaisser les taux pour soutenir l'économie**. Powell voudra à tout prix éviter de tomber deux fois dans le même piège et d'alimenter un nouvel épisode inflationniste.

#### Flight to quality ...

Sur le plan obligataire, notre position prudente de ces derniers temps s'avère payante. On observe une **fuite claire vers la qualité, au profit des obligations d'État**. Le taux allemand à 10 ans est repassé de près de 3 % à environ 2,5 %. Aux États-Unis aussi, les taux baissent nettement. En parallèle, **les spreads sur les obligations d'entreprises, notamment dans le segment plus risqué, le haut rendement, s'élargissent**. Néanmoins,

nous restons peu enthousiastes à l'égard de ces obligations, car le rapport rendement-risque reste insuffisamment attrayant.

### *Des opportunités se créent en actions*

En revanche, la correction brutale des marchés actions a clairement **amélioré** ce même **rapport rendement-risque**. Certes, **le risque accru de récession** exercera une pression sur les bénéfices des entreprises, mais cela est **déjà en bonne partie reflété dans les cours**. Historiquement, l'indice S&P 500 perd en moyenne un peu plus de 10 % lors de ralentissements économiques et environ 25 % en période de récession. Le pic de l'indice boursier américain était de 6 140 points. La clôture du vendredi 4 avril était de 5 074 points. Le niveau qui intégrerait pleinement la moyenne des récession (4 600 points) se rapproche donc rapidement.

En outre, **plusieurs indicateurs dits « contrarian » signalent un possible point d'achat** : trois quarts des entreprises du S&P 500 cotent en-dessous de leur moyenne mobile à 200 jours – un signe de ventes impulsives. Nous observons également une forte hausse de l'indice VIX (volatilité), indiquant un climat de panique sur les marchés. Dans le passé, ces niveaux se sont souvent révélés être de bons points d'entrée pour les investisseurs à horizon moyen terme.



Source: Bloomberg – Vix index

Le principal contre-argument reste la valorisation du marché actions américain, qui était clairement au-dessus de la moyenne avant la correction. La baisse corrige partiellement cela, mais il ne faut pas oublier que les bénéfices seront sous pression en cas de récession. Ce contre-argument ne s'applique pas aux marchés actions européens et asiatiques, qui n'étaient globalement pas surévalués. **Il semble donc que la correction actuelle offre des opportunités aux investisseurs à long terme** pour renforcer leurs positions en actions. Bien que certains titres aient été plus sévèrement sanctionnés que d'autres, nous recommandons une **approche progressive et largement diversifiée, étant donné l'impossibilité de prévoir quels pays accepteront ou non de négocier, et comment ces négociations se concluront.**

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto:gunter.vanrossem@orcadia.eu)

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.