

Le Mensuel

Mai 2025 - n°49

Le "douane man show"

Depuis le début de l'année, Donald Trump s'est érigé au rang de « personnage principal » et impose un narratif que le monde entier suit en tant que spectateur. Le mois d'avril fut en particulier le théâtre de multiples rebondissements. De l'annonce choc des droits de douane réciproques au moratoire de 90 jours, jusqu'aux supposées négociations dans les coulisses.... Les yeux du monde sont tournés vers la Maison Blanche. Mais voilà le hic : l'incertitude s'est installée et l'inconsistance du projet présidentiel engendre de la crispation. De ces éléments, découlent (au moins) deux craintes. La possibilité d'une récession aux États-Unis et celle d'une érosion de l'hégémonie du dollar dans les échanges internationaux.

En zone Euro, les données d'activité se sont montrées plutôt résilientes. En particulier, la croissance du PIB pour le 1^{er} trimestre est ressortie à 0,4%, contre 0,2% anticipé. Pour les trimestres à venir et en dépit d'une révision à la baisse de nos prévisions, le vieux continent pourrait constituer une poche de résilience dans le marasme actuel. La BCE a par ailleurs baissé ses taux directeurs et devrait poursuivre le mouvement lors de sa prochaine réunion. Aux États-Unis, les chiffres d'inflation publiés en avril ne portent que peu de stigmates des droits de douane promulgués par D. Trump. Ainsi, la désinflation s'est poursuivie, mais cette image paraît déjà obsolète. A contrario, la croissance s'est légèrement contractée au 1^{er} trimestre, en raison d'une forte hausse des importations. Les entreprises ont, en effet, augmenté leurs stocks de produits importés par anticipation de la mise en place des tarifs douaniers. Le solde commercial net (exportations – importations) a donc contribué (très) négativement à la croissance du PIB américain. La consommation des ménages a ralenti sans pour autant s'effondrer, mais le moral des ménages américains est en berne depuis plusieurs mois.

L'environnement imprévisible et incertain imposé par la politique de D. Trump semble pour le moment irréversible et ses canaux de transmission sont pernicieux. Les ménages américains sont moins confiants sur leur avenir et plus précautionneux dans leurs achats. Ils anticipent également une forte augmentation de l'inflation. S'il se prolonge, ce « ressenti » négatif devrait se traduire par un ralentissement plus conséquent de la consommation des ménages (~70% du PIB américain) dans les trimestres à venir, qui devrait par ailleurs être amplifié par la perte de pouvoir d'achat découlant des droits de douane promulgués – même en tenant compte de la pause de 90 jours.

Dès lors, une récession est-elle inévitable ? Pas nécessairement. La consommation des ménages dépend de ses variations passées et du revenu disponible des ménages.

Pour le moment, la situation financière des ménages est plutôt saine, notamment en raison de la santé du marché de l'emploi. Les ménages américains continuent de voir leurs revenus réels augmenter, phénomène par ailleurs accentué par la baisse des cours du pétrole. Mais pour combien de temps ? C'est bien là tout l'enjeu. Selon nous, la variable d'ajustement sera l'issue des négociations avec la Chine. Plus généralement, de toute volonté de l'Administration Trump à tendre vers un peu plus de visibilité sur les discussions en cours. Les chiffres d'inflation à paraître pourraient précipiter les décisions. Toutefois, plus la situation se prolonge et s'enlise, plus le risque de récession s'accroît. Le mécanisme identifié est le suivant : augmentation des droits de douane → choc d'offre négatif → hausse de l'inflation → baisse du pouvoir d'achat → baisse de la demande agrégée → réduction des intentions d'embauche → licenciements → hausse du taux de chômage → récession au sens du NBER*. A chaque embranchement, l'intensité de la relation est accentuée par l'incertitude. La hausse du taux de chômage pourrait être limitée et ne pas aboutir à une récession, dans le cas où (i) la visibilité s'améliore/ (ii) les droits de douane moyens appliqués aux partenaires commerciaux des États-Unis diminue/ (iii en lien avec ii) l'incidence de ces mesures sur l'inflation est plus faible qu'escomptée.

Concernant la Fed, l'équation à résoudre donne la migraine. Le risque d'un « dérapage » des anticipations d'inflation amenant à des effets de second tour (par le biais de renégociations salariales) n'est pas négligeable. Dès lors, elle pourrait être tentée de laisser ses taux inchangés, voire de les augmenter, dans le but de maintenir sa crédibilité en matière de stabilité des prix. Seulement, le choc d'offre négatif que s'apprêtait à subir les États-Unis ne devrait pas s'accompagner d'un choc de demande positif, comme lors de la pandémie. Il y a donc, selon nous, plus à craindre de l'effet négatif sur l'activité et sur l'emploi. Si le marché du travail se détériore, les pressions inflationnistes observées au même moment seront anachroniques.

Dans le cas où l'incertitude se prolonge et qu'aucune négociation n'aboutit, la Fed fera alors face à un double arbitrage. Un arbitrage classique chômage-inflation et un arbitrage de temporalité. Dans les chocs d'offre négatifs non accompagnés d'un choc de demande, l'évolution de ces deux variables est décalée dans le temps. Une hausse de l'inflation pourrait ainsi mener à une hausse du taux de chômage, qui engendrerait par la suite une baisse de l'inflation. C'est pour cette raison que nous continuons d'anticiper des baisses de taux, dont l'objectif serait de privilégier l'emploi. Dans le même temps, D. Trump et J. Powell semblent vouloir se livrer à un jeu dangereux. L'un ordonne à la Fed de baisser ses taux et l'autre fait la sourde oreille. Cette « bataille » pourrait retarder la décision d'assouplir les taux au moment fatidique...

Dans le prolongement de cette réflexion et de la baisse du dollar enregistrée depuis la multiplication des annonces de D. Trump, une autre question se pose. Est-ce la fin de l'exceptionnalisme américain et par extension de l'hégémonie du dollar ? Cette dernière repose sur quelques paramètres en apparence immuables. Les États-Unis sont la première puissance économique et militaire mondiale ; ses institutions sont solides, stables et indépendantes ; son marché de taux est volumineux et très liquide ; les transactions en dollar sont la norme pour le règlement d'un grand nombre de biens et services. Le remplacement du dollar dans les échanges internationaux ne se fera pas du jour au lendemain, et certainement pas du fait d'un seul homme. L'hégémonie du billet vert devrait néanmoins continuer à faiblir, mais cela reflète davantage le prolongement de tendances évoluant à bas bruit, que le facteur politique vient appuyer et accélérer. Parmi celles-ci, citons tout d'abord la plus grande fragmentation du monde, tout particulièrement depuis la guerre en Ukraine. Ce nouvel environnement géopolitique a poussé certaines banques centrales à diversifier leurs avoirs en devises internationales et par conséquent à réduire leur dépendance au dollar.

Les États et les entreprises des pays développés font par ailleurs preuve d'une volonté de « dérisquage » s'agissant de leurs approvisionnements, en diversifiant leurs partenaires commerciaux et les lieux de production. Les politiques industrielles et les mesures visant à accentuer l'autonomie stratégique viennent aussi s'y greffer.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 30/04/2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Enfin, citons également la montée en puissance de l'euro, du yen ou encore du yuan. Aucune d'entre elles ne représente une menace sérieuse, mais leur utilisation croissante dilue celle du dollar. Au total, il semblerait qu'il faille plutôt voir dans ce « moment Trump », la possibilité d'envisager une forme de rééquilibrage des flux des États-Unis vers d'autres parties du monde, ce qui n'est pas sans conséquence en matière d'allocation d'actifs, mais laissons ce sujet pour une prochaine fois...

* : Le NBER (National Bureau of Economic Research) est un comité chargé de dater les périodes récessions aux États-Unis. Selon le NBER, une récession se manifeste par la détérioration d'un ensemble de variables, telles que le PIB, le revenu réel des ménages, l'emploi, la production industrielle ou la consommation. Cette définition se distingue de celle de la récession dite technique, qui correspond à une contraction du PIB sur deux trimestres consécutifs.

Florent Wabont

Economiste



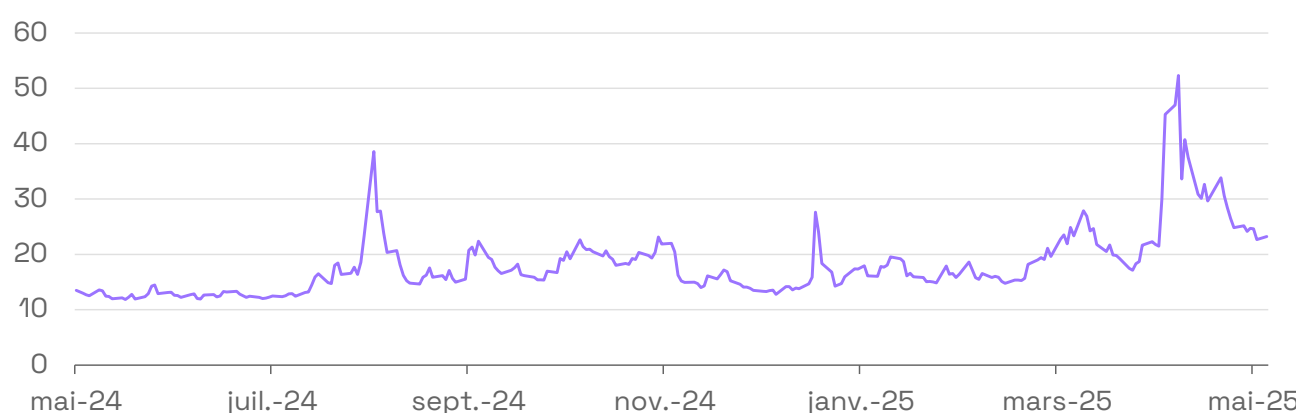
Agenda - Avril

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales	07		20	
Indicateurs				
Inflation	13	19	10	23
Production industrielle	15	15	19	16
Indices PMI	22	22		22
Moral des ménages	16	20		
Moral des entreprises		27	06	22
Moral des PME	13			
Ventes au détail	15	07	19	30
Emploi			19	30
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	30	16	09	21
PIB	29	15		16

Actions

Incertitude accrue pour l'activité économique

L'annonce des droits de douane chahute le marché des actions américaines.



Sources : Bloomberg, indice de volatilité du S&P 500 (Vix)

Indices

	perf. mois
EuroStoxx (€)	0,31% ↗
S&P 500 (\$)	-0,70% ↘
Topix (¥)	0,33% ↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	3,18% ↗
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	-1,37% ↘

Secteurs

	Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	-0,98 ↘	-1,69 ↘
Energie	-15,35 ↘	-13,34 ↘
Industrie	-0,35 ↘	0,31 ↗
Technologie	-0,81 ↘	1,72 ↗
Conso cyclique	-3,82 ↘	0,20 =
Conso. non cyclique	2,26 ↗	1,11 ↗
Santé	-3,23 ↘	-3,69 ↘
Services de communication	1,07 ↗	0,58 ↗
Services aux collectivités	4,64 ↗	0,23 =
Finance	-0,61 ↘	-2,08 ↘
Immobilier	6,55 ↗	-1,43 ↘

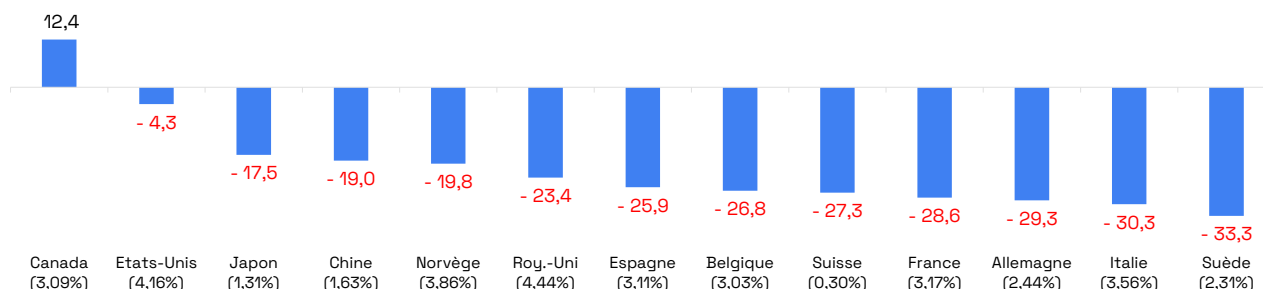
Actualités

Volatilité est le mot pour caractériser les marchés boursiers en avril. De l'annonce choc des droits de douane par D. Trump en début de mois au moratoire de 90 jours, les risques d'un ralentissement de l'activité mondiale se sont accrus. Dans ce climat d'inquiétude, la baisse des taux des deux côtés de l'atlantique a bénéficié aux défensives (utilities, biens de consommation durable, télécoms...). Le résultat en termes de performance est étonnamment assez stable sur le mois avec les actions de la zone Euro en hausse de 0,2% contre un recul de 0,7% pour celles des États-Unis.

Un mois de détente pour les taux

Marché des taux : effet Trump

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

La baisse sensible des taux souverains a permis de contrebalancer le mouvement marqué d'élargissement des marges de crédit.

La seconde partie du mois a été plus favorable et les spreads de crédit ont retracé en partie l'écartement initial.

Les obligations privées enregistrent une performance positive tant pour le segment de qualité investissement que celui de qualité spéculative.

En dépit des turbulences et des incertitudes, le marché primaire demeure animé.

Obligations

	Var. mois	Taux 10 ans
Souverains Euro (Euro)	-0,29%	2,44%
Souverains US (\$)	-0,04%	4,16%
	Perf. mois	perf. YTD
Crédit IG (Euro)	0,91% ↗	1,07%
High yield (Euro)	0,29% ↗	0,94%
Convertibles (Euro)	1,35% ↗	9,19%

Convertibles

Sur le mois, les marchés ont été ballotés au gré des annonces de tarif par l'administration Trump vis-à-vis du reste du monde. Cette phase initiale a percuté l'ensemble des classes d'actifs avant un rebond salvateur à la suite d'un moratoire temporaire et d'amendements sectoriels.

Le marché des obligations convertibles a bien absorbé ces chocs avec un gain sur le mois de 1,35% (Eurozone) favorisé par les valeurs Equity Sensitive (+11,44%) notamment des secteurs de la défense, "pharma" et "utilities", alors que les valeurs Credit/Rate Sensitive baissent de 0,24% (Balanced +0,63%). Schneider Electric contribue négativement. Le déséquilibre offre/demande continue de soutenir le marché.

Devises

	Perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	4,73% ↗	9,41%
Euro/Yen	-0,12% ↘	-0,47%
Euro/Livre sterling	1,53% ↗	2,73%

Actualités

L'annonce choc de droits de douane réciproques par les Etats-Unis au reste du monde début avril, modérée ensuite par un moratoire de 90 jours et l'engagement de multiples négociations pays par pays a encore bouleversé le paysage financier. Les craintes de ralentissement de l'activité mondiale ont entraîné les taux de rendement à la baisse. Après sa forte hausse de mars, le taux à 10 ans allemand a ainsi reculé de 2,74% à 2,44%. Le taux US s'est un peu moins détendu de 4,21% à 4,16% à cause des craintes de rebond de l'inflation. Les courbes de taux se sont pentifiées par la plus forte baisse des taux court terme. Les écarts de taux France-Allemagne et Italie-Allemagne sont quasiment stables.

Perspectives

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

Actions

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

Les marchés semblent accréder le point de vue d'une résolution progressive des questions de droits de douane mais la saison de publication des résultats du premier trimestre 2025 permet de mesurer le degré d'incertitude des managers à propos des perspectives des trimestres à venir.

Nous continuons de privilégier les marchés européens en raison d'un momentum macroéconomique en amélioration, soutenu par des mesures budgétaires et un retard de valorisation important sur les marchés américains.

Obligations souveraines

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

Nous anticipons encore une baisse de taux de -25bp de la part de la BCE en juin 2025, et ne fermons pas la porte à un mouvement supplémentaire à la rentrée.

Après la forte détente du mois d'avril, nous anticipons un taux à 10 ans allemand proche de 2,60% à 6 mois prenant en compte le caractère structurel du plan budgétaire allemand présenté en mars.

Le spread 2/10 allemand resterait élevé, proche des niveaux actuels. L'écart de taux à 10 ans France-Allemagne serait tendu du fait de la situation politique et budgétaire toujours très fragile.

Devises

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

A horizon 6 mois, la baisse du mois d'avril semble exagérée, nous attendons une remontée du dollar vers 1,10, les anticipations dans le marché de baisse des taux FED paraissant trop fortes et il semble que des négociations pourraient aboutir au total à des droits de douane moins élevés qu'annoncé.

Crédit

Investment grade Euro	↗
High yield Euro	=

Nous considérons que les banques centrales continueront à réduire leurs taux directeurs mais à un rythme moins soutenu qu'escompté par le consensus.

Les annonces intempestives du gouvernement Trump génèrent de la nervosité ; c'est, à notre sens, le moment de profiter des périodes de stress pour se positionner.

La conjoncture économique en Europe est favorable aux investissements obligataires : les marges de crédit devraient se contracter et la baisse de la rémunération des fonds monétaires est susceptible de favoriser des allocations en faveur des fonds à dominante crédit.

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

Nos derniers engagements

Nature Action 100+ - Initiative mondiale d'engagement sur la biodiversité

En 2025, Ecofi poursuit son engagement au sein de Nature Action 100+, une initiative mondiale d'engagement collaboratif axée sur la biodiversité, que nous avons rejoint en 2024. Ce groupe d'investisseurs, codirigé par l'IIGCC et Ceres, a défini des attentes vis-à-vis de 100 entreprises issues de secteurs présentant d'importants enjeux en matière de biodiversité. L'objectif est de lutter contre la perte de biodiversité et de promouvoir la préservation de la nature. Ces attentes se déclinent en six domaines clés : ambition, évaluation, objectifs, mise en œuvre, gouvernance et engagement. Ecofi a dialogué avec cinq sociétés investies (Carrefour, Lowe's, Procter & Gamble, Smurfit, Zoetis).

Sfc- Initiative sur les salaires décents

En 2025, Ecofi renforce son engagement en faveur des salaires décents en soutenant une initiative de dialogue menée par EB-SIM, membre allemand de Shareholders for Change. Cette initiative vise à promouvoir des salaires décents en encourageant les entreprises à fixer des objectifs clairs, à évaluer les salaires selon les régions et à intégrer ces pratiques tout au long de leur chaîne de valeur. A travers cette initiative, Ecofi a dialogué avec 3 sociétés investies (Ahold Delhaize, Carrefour, Tesco).

Shareholders for change - Dialogue avec Statkraft

Ecofi a soutenu un dialogue mené par GLS Investment, membre allemand de Shareholders for Change, concernant des allégations envers la société norvégienne Statkraft. Ces allégations portent sur la construction de deux centrales hydroélectriques dans les villes Los Lagos et Osorno au Chili : à Los Lagos, les communautés Mapuche-Williche affirment que Statkraft aurait manipulé le processus de consultation de son projet hydroélectrique ; à Osorno, les communautés autochtones ont déposé une plainte contre Statkraft auprès du Servicio Nacional del Patrimonio Cultural (SERPAT) concernant les déficits de la consultation. Le dialogue vise à améliorer les pratiques de consultation de Statkraft avec les communautés locales impactées par ses projets.



+ 33 (0)1 44 88 39 24

contact@ecofi.fr

www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro
CS 10002
92024 Nanterre Cedex



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.