

07 avril 2025

États-Unis : « libérés, délivrés » ?

Mercredi dernier avait lieu le « Liberation Day » (Jour de la Libération) selon les termes de D. Trump.

Les droits de douane réciproques applicables aux différents partenaires commerciaux des États-Unis sont désormais connus, et c'est ainsi que s'achève la phase d'incertitude débutée il y a plus de deux mois. Mais est-ce vraiment terminé ? L'administration Trump nous invite en effet à patienter jusqu'au 9 avril pour leur mise en application. Dans l'intervalle, et même au-delà, tout est donc encore possible. Pour en appréhender les enjeux, il est utile de rappeler la démarche intellectuelle qui sous-tend ces mesures, de se remémorer les conséquences de la guerre commerciale de 2018-2019, mais aussi d'identifier les incidences macroéconomiques potentielles pour 2025.

L'objectif de Donald Trump et de son entourage est simple : redonner ses lettres de noblesse à l'Amérique par la réindustrialisation. C'est notamment de cette manière que s'articule la thèse mise en avant par Stephen Miran, le plus proche conseiller économique de Donald Trump. Les « partenaires » commerciaux sont ainsi perçus comme des belligérants, pratiquant une concurrence déloyale et entretenant un déficit commercial au détriment des États-Unis.

La cure envisagée ? Augmenter les droits de douane pour forcer la relocalisation des entreprises américaines et la production locale. Ces droits de douane seraient un passage un moyen d'encaisser de nouvelles recettes fiscales. Au cœur de ce système, se situe également le rôle du dollar. Selon S. Miran, le billet vert est structurellement surévalué, dans le prolongement des déficits commerciaux trop longtemps considérés comme acquis, ce qui pénalise les exportateurs américains. Les droits de douane ne sont par ailleurs pas vus comme inflationnistes, notamment s'ils permettent d'aboutir à des négociations avec les partenaires visés et si ces mesures s'accompagnent d'une baisse de l'imposition des entreprises.

Bien que certaines de ces affirmations soient contestables et que S. Miran semble par ailleurs changer (selon les jours) son fusil d'épaule s'agissant du dollar, il ne s'agit pas ici d'en faire une critique argumentée, mais plutôt de tenir ce constat pour acquis. La mise en perspective du « logiciel idéologique » de l'administration Trump sert de point de départ à l'élaboration de toute réflexion.

C'est donc à partir de ce corpus théorique qu'ont été dévoilés mercredi dernier les nouveaux droits de douane applicables au reste du monde par les États-Unis. Le « tarif » de base est un taux universel de 10 % (applicable depuis le 5/04), mais la plupart des pays récoltent également un taux personnalisé. Ainsi, en plus de ceux promulgués auparavant, la zone Euro se voit obtenir un taux de 20 %, le Japon hérite de 24 %, le Royaume-Uni de 10 % et la Chine 34 %.

Ces taux reflètent a priori une réponse aux droits de douane appliqués par ces mêmes pays – par réciprocité donc. Pourtant, une manœuvre de rétro-

ingénierie consistant à trouver la formule de calcul à partir des taux envisagés prouve le contraire. Si ces derniers sont appliqués dans leur intégralité, le taux moyen pratiqué par les États-Unis dépasserait ~20 %, contre ~2,5 % juste avant les annonces. Il serait ainsi question de la plus importante hausse de droits de douane depuis 1890 ! Plus élevée encore qu'au moment de la loi Hawley-Smoot* en 1930. Au-delà de la méthode de calcul simpliste et hasardeuse, c'est aussi l'agenda qui interpelle.

Le 9 avril prochain marquera l'entrée en vigueur totale de ces nouveaux droits de douane. On retrouve ici toute la logique trumpienne d'une possible négociation en vue d'obtenir un accord, un « deal ».

Dès lors, à quoi peut-on s'attendre en termes de croissance et d'inflation aux États-Unis ?

Tout d'abord, à un choc d'offre négatif. Autrement dit, à une augmentation des prix sur les produits concernés, le plus souvent des biens manufacturés (automobiles, textile, électronique...) et des pièces d'équipement.

Une estimation « raisonnable » consiste à envisager une hausse de l'inflation comprise entre 1 % et ~1,8 % sur l'ensemble de l'année 2025. Cette hausse devrait être principalement conditionnée par deux éléments. Premièrement, s'il existe des produits de substitution fabriqués localement. Deuxièmement, de la manière dont les entreprises (concernées ou non par les droits de douane) vont répercuter l'élévation des coûts directement auprès du consommateur.

Ajoutons à cela une troisième voie, plus problématique, si les anticipations d'inflation des ménages américains bifurquent et conduisent à des renégociations salariales. Mentionnons toutefois la baisse des cours du pétrole, cristallisant les craintes d'un ralentissement mondial, qui pourrait compenser une (petite) partie du phénomène.

Ce choc d'offre négatif, induit un choc de demande lui aussi négatif. Les canaux sont ceux d'une perte de pouvoir d'achat pour les ménages (par la hausse de l'inflation), un ralentissement de l'investissement en lien notamment avec la forte incertitude et la volatilité des marchés financiers, ainsi qu'un effet

richesse négatif par le biais de la baisse des marchés d'actions. La croissance économique pourrait dans ce cas de figure être amputée d'un peu plus de 1 %.

Il va donc falloir s'attendre à moins de croissance et plus d'inflation. À moins que les choses ne changent encore d'ici la mise en application pleine et entière, le 9 avril prochain, de ces nouveaux droits de douane. Et c'est bien là tout l'enjeu. Nous avions envisagé – vraisemblablement à tort – que le pragmatisme l'emporterait. Une phase de négociation pourrait toutefois bel et bien amener à une diminution de la facture. Quoiqu'il en soit, cet environnement est en quelque sorte irréversible et le canal de transmission de l'incertitude est pernicieux. Les agents économiques modifient leur comportement et l'imprévisibilité de la politique économique de D. Trump amène à la crispation. La confiance des consommateurs s'étiole et les anticipations d'inflation s'envolent.

Même si l'ampleur des droits de douane fixés est sans commune mesure, le parallèle avec la guerre commerciale de 2018-2019 est éclairant.

Factuellement, l'inflation n'a que peu été affectée durant cette période. Cette observation alimente d'ailleurs le narratif de S. Miran, stipulant qu'une augmentation des droits de douane ne se traduit pas nécessairement par une hausse de l'inflation. Seulement, plusieurs éléments expliquent la relative stabilité de l'inflation sur cette période : (i) l'augmentation des droits de douane n'a finalement été qu'assez modeste ; (ii) la Chine était encore un moteur puissant de désinflation, le monde d'avant Covid était encore synonyme de faible inflation et les entreprises n'avaient pas de réelle fenêtre d'opportunité pour augmenter leurs prix ; (iii) la Fed était dans une phase de relèvement des taux directeurs. Les dégâts économiques ont en revanche été plus perceptibles. Les États-Unis ont subi une « mini-récession » manufacturière, les commandes de biens durables ont chuté et les créations d'emplois dans ces secteurs ont considérablement ralenti.

Quel comportement va devoir adopter la Fed ?

Selon la théorie économique, les banques centrales ne doivent pas toujours répondre aux chocs d'offre négatifs (hausse du prix des matières premières, déséquilibres des chaînes logistiques...), puisque ces derniers sont la plupart du temps considérés comme ponctuels et transitoires. La politique monétaire agit avec un décalage certain et peut donc s'avérer inopérante et inadaptée. Quelques nuances sont cependant à mentionner. Les chocs d'offre négatifs semblent laisser des traces plus durables lorsque le point de départ est une situation où l'inflation est déjà élevée. Dans ces conditions, le risque d'un « dérapage » des anticipations d'inflation amenant à des effets de second tour (par le biais de renégociations salariales) devient plus important. Les banques centrales sont ainsi incitées à augmenter leurs taux directeurs pour maintenir leur crédibilité en matière de stabilité des prix. La séquence 2021-2023 en est un bon exemple.

Toutefois, le choc d'offre négatif induit par l'augmentation des droits de douane ne s'accompagnerait pas d'un choc de demande positif, contrairement à la période post pandémie. Les pressions inflationnistes susceptibles de se former seraient donc de nature acyclique. Dans ce contexte, la Fed ferait donc face à un nouveau dilemme et plusieurs embranchements sont possibles.

1. La Fed remonte ses taux.

Les droits de douane entrent en application et l'inflation augmente mécaniquement. Cette augmentation ne se révèle finalement pas transitoire, puisque les entreprises passent la hausse des coûts dans les prix de vente, les anticipations d'inflation s'apprécient et la crainte d'effets de second tour se fait grandissante. Ce faisant, la Fed décide d'augmenter ses taux directeurs. Il en résulte un ralentissement marqué de l'activité, voire une récession, et une détérioration significative du marché de l'emploi.

2. La Fed maintient ses taux inchangés tout au long de l'année.

L'inflation augmente temporairement, sans toutefois qu'il n'y ait d'effets de second tour à déplorer. La croissance économique ralentit dans un premier temps puis oscille ensuite un peu en dessous de son potentiel. Frappée par l'incertitude, la Fed décide d'adopter un statu quo sur l'ensemble de l'année, considérant par ailleurs que les niveaux de taux actuels sont proches de la « neutralité ».

3. La Fed baisse ses taux.

Notre scénario central demeure celui d'une Fed privilégiant l'emploi au détriment de l'inflation, en effectuant quelques baisses dites « tactiques », dans l'optique de démêler la situation et éviter la récession. Comme évoqué plus tôt [ici](#), la qualité du marché de l'emploi s'est récemment dégradée.

La compilation d'un certain nombre d'indicateurs montre que le marché de l'emploi américain est de plus en plus « figé ». Les entreprises ouvrent moins de postes, licencient peu et leurs employés démissionnent de moins en moins, ce qui est symptomatique d'une perte de fluidité. À titre d'exemple, la probabilité qu'un chômeur dont l'âge est compris entre 25 et 54 ans trouve un emploi le mois suivant est plus faible qu'il y a encore quelques mois.

Si la Fed serait, selon nous, tentée de réagir aux premiers signes patents de dégradation de l'emploi, cette stratégie n'est pas sans risque.

Rien n'indique en effet que les manœuvres de D. Trump se prolongeront indéfiniment. La guerre commerciale pourrait être suivie d'une trêve plus tard dans l'année, une fois d'éventuelles concessions obtenues. La politique monétaire pourrait être, à ce moment-là, entrée en territoire de stimulation de l'activité et redonner du souffle aux vents inflationnistes. En outre, l'agenda concernant la baisse d'imposition pour les entreprises et les ménages n'a pas encore été dévoilé. Ces mesures sont susceptibles de soutenir l'activité économique dans le creux qu'elle s'apprête à traverser. Enfin, Jerome Powell (président de la Fed) pourrait marquer son opposition vis-à-vis de la politique économique américaine. Le fameux « clash monétaire » dont nous parlions il y a quelques mois. On se rappelle par exemple des messages postés par D. Trump sur les réseaux sociaux invitant (ordonnant) J. Powell à baisser les taux en 2018-2019.

On le comprend, l'incertitude est donc devenue une certitude.

Quid de la zone Euro ?

Les conséquences immédiates pour la zone Euro sont une baisse de la croissance, nous amenant à amputer nos prévisions (plus optimistes que le consensus jusqu'alors) de ~0,4% pour 2025. Tout n'est pas si sombre pour autant. L'Europe s'est récemment dotée de nouvelles ambitions en matière d'autonomie stratégique, via l'annonce des mesures allemandes notamment (voir notre analyse [ici](#)). La perspective d'un choc de demande positif structurel demeure

selon nous intact, ce qui devrait tempérer l'impact négatif des droits de douane réciproques au-delà de 2025. L'ampleur de la réduction de la demande agrégée mondiale, qui pèsera inévitablement sur l'Europe est cependant difficile à estimer. La hausse de l'inflation devrait quant à elle demeurer plutôt contenue, même en cas de réponse ferme de la Commission européenne.

Concernant la BCE, nous avons jusqu'à présent considéré que la réunion du 17/04 prochain coïnciderait avec la dernière baisse de taux en 2025. Compte tenu des récents événements, une baisse supplémentaire est tout à fait possible. L'équation de la BCE est un peu plus simple à résoudre que celle de la Fed.

L'institution devrait ainsi privilégier un assouplissement monétaire à court terme, dont le but serait d'éviter une baisse trop forte de l'inflation découlant du choc de demande négatif subi. À moyen terme, le tournant pris en matière d'autonomie stratégique invite toujours à se montrer prudent quant à l'ampleur totale des baisses de taux.

./...



**LA HAUSSE DE L'INFLATION
DEVRAIT QUANT À ELLE DEMEURER
PLUTÔT CONTENUE, MÊME EN CAS
DE RÉPONSE FERME
DE LA COMMISSION EUROPÉENNE.**



Florent Wabont, Economiste

Quelle stratégie d'allocation d'actifs dans ce contexte ?

Depuis les annonces faites par D. Trump, les marchés financiers sont en nette baisse. Les actions américaines ont reculé de 10,5 % (en \$) et les actions de la zone Euro de 7,5 % (en €). Depuis le début de l'année, la séquence est en revanche toujours favorable aux marchés européens en relatif (au 04/04/2025).

Notre vue constructive sur les actions de la zone Euro initiée en fin d'année dernière est donc considérablement chahutée, mais elle n'est pas nécessairement perdue toute sa pertinence.

Pour le moment et au vu de l'estimation des impacts économiques à court terme, les États-Unis sont les grands perdants. L'Europe est affectée négativement, mais elle pourrait tirer son épingle du jeu, car des leviers de négociation existent. Les fondamentaux économiques de moyen terme, dans le sillage des grands plans annoncés, demeurent un facteur de soutien. Même s'il n'en est pas l'unique facteur explicatif, l'appréciation de l'euro face au dollar en est par ailleurs probablement le reflet.

La « tragédie des horizons » s'avère néanmoins plus forte.

Les participants de marché cherchent pour le moment à estimer l'incidence de la politique commerciale sur les bénéfices anticipés des entreprises cotées. Pour ce faire, de multiples variables sont à prendre en considération, comme les droits de douane spécifiques à certains secteurs et les exemptions consenties (jusqu'ici) pour d'autres. Au-delà de ces éléments, d'autres questions restent en suspens à l'instar de l'ampleur du ralentissement du commerce mondial. Tout dépend également de savoir si les États-Unis entreront ou non en récession et si des négociations aboutissent à une diminution des droits de douane effectifs.

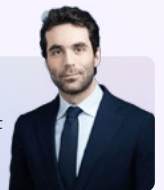
De manière plus subtile, une interrogation subsiste quant à la tolérance de l'administration Trump vis-à-vis de la baisse des marchés d'actions. Jusqu'à présent et contrairement à ce qui était pressenti par le consensus en début d'année, D. Trump s'est montré relativement insensible aux fluctuations des marchés d'actions, préférant scruter l'évolution des taux longs américains et les cours du pétrole. Quelques minutes après la fin du discours de D. Trump, le 2 avril dernier, Scott Bessent (son secrétaire au Trésor) a par ailleurs indiqué « *The Nasdaq peaked on DeepSeek day so that's a Mag 7 problem, not a MAGA problem* », sous-entendant qu'il ne s'agissait que d'une baisse localisée sur quelques valeurs américaines de la technologie (les fameuses 7 magnifiques**). Maintenant que la baisse s'est généralisée à l'ensemble de la cote, les lignes vont-elles bouger ? Mentionnons par ailleurs les enquêtes d'opinion, montrant un sentiment de moins en moins positif à l'égard de la présidence Trump. Le monde des affaires semble également monter au créneau pour tenter de faire infléchir le cours des événements. D'aucuns pourraient aussi argumenter qu'il s'agit en fait d'une stratégie bien plus complexe et qu'un agenda caché existe, en lien avec le commentaire « *short term pain for long term gain* » du président américain. D. Trump rebrousse-t-il chemin ou s'entêtera-t-il au risque d'engendrer de lourds dégâts pour l'économie américaine ? Quid de la réaction de Jerome Powell (le fameux *Fed put*) ? Dans l'intervalle, le manque de visibilité criant incite à la prudence sur la classe d'actifs.

Selon l'adage « *Don't try to catch a falling knife* » (n'essayez pas d'attraper un couteau qui tombe), il conviendra d'attendre une désescalade dans les mesures de rétorsions (on attend notamment la réponse de l'UE),

voire l'aboutissement de possibles négociations, avant d'entériner un re-bond des marchés actions. Néanmoins, sauf à imaginer une mobilisation forte des entreprises américaines en réaction à la politique économique menée, il ne faut pas tabler sur une volte-face radicale et à un retour à la situation antérieure. Le meilleur scénario consisterait à envisager une convergence vers des droits de douane universels de l'ordre de 10%, mais cela reste conditionné à des accords bilatéraux, ce qui pourrait prendre du temps et prolonger l'incertitude. Cette période n'est d'ailleurs pas propice à inciter les entreprises à communiquer sur leurs investissements et leurs perspectives d'activité.

A contrario, le segment des dettes d'État a enregistré des performances positives dans le prolongement de la baisse (modérée) des rendements souverains. Le taux à 10 ans allemand est ainsi passé de 2,69 % le 01/04 à 2,58 % le 04/04. Le taux à 10 ans américain de 4,17 % à 3,99 %. Les obligations souveraines ont donc joué leur rôle de valeur refuge et de protection dans une allocation diversifiée, mais pas nécessairement autant qu'habituellement. Les obligations d'entreprises les mieux notées résistent également dans ce contexte. À court terme, ce mouvement pourrait se prolonger. En particulier, si les anticipations de baisses de taux des banques centrales s'accroissent...

Florent Wabont
Economiste

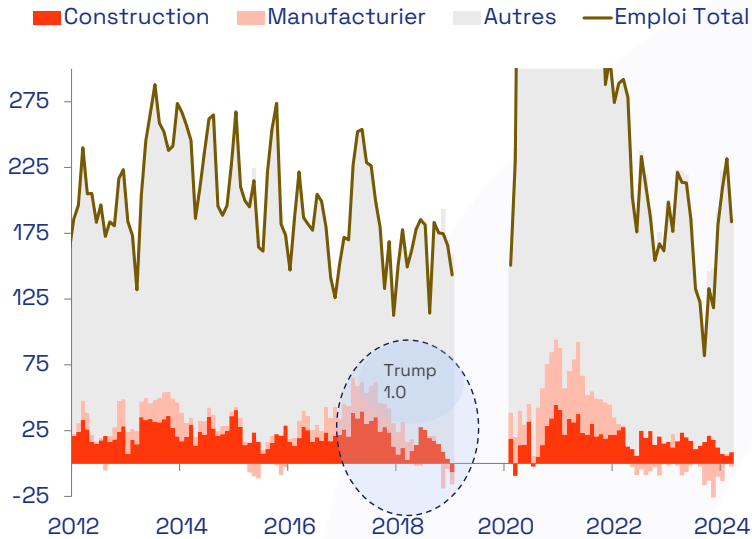


* : la loi Hawley-Smoot est entrée en application aux États-Unis en juin 1930. Cette loi visait à imposer des droits de douane conséquents sur plus de 20 000 produits.

** : les « 7 magnifiques » sont un groupe d'entreprises composé de Tesla, Meta, Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft et Nvidia. Ces entreprises représentaient début 2025 ~ 30% de la capitalisation boursière de l'indice S&P 500 et ~ 20% du MSCI World.

DROITS DE DOUANE : LE GRAPHIQUE À SURVEILLER COMME LE LAIT SUR LE FEU

Évolution de l'emploi dans les secteurs manufacturier et de la construction aux États-Unis



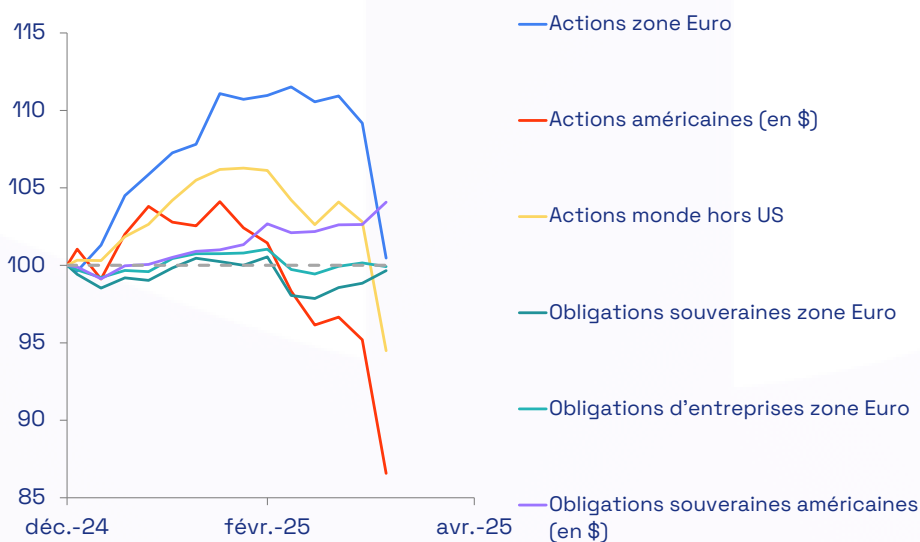
Sources : Ecofi, BLS. Les données sont représentées en milliers de personnes et en variation moyenne sur trois mois. L'année 2020 est volontairement omise. L'échelle est volontairement tronquée. Données de décembre 2012 à mars 2025. Dernières statistiques officielles disponibles en date du 4/04/2025.

← LES AGENTS ÉCONOMIQUES MODIFIENT LEUR COMPORTEMENT ET L'IMPRÉVISIBILITÉ DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE D. TRUMP AMÈNE À LA CRISPATION. →

Florent Wabont, Economiste

UNE BAISSÉ MARQUÉE DES ACTIONS AMÉRICAINES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE

Évolution de la performance de quelques classes d'actifs choisies depuis le début de l'année



Sources : Ecofi, Bloomberg. Les données sont représentées en base 100 du 31/12/2024 au 04/04/2025 sur un pas hebdomadaire.

Source : Ecofi, au 04 avril 2025. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel. Les analyses et les opinions mentionnées ci-dessus représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 04 avril 2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ecofi à partir de sources qu'elle estime fiables. Ecofi se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée.