

TENSIONS COMMERCIALES ET TAUX LONGS : UN ÉQUILIBRE PRÉCAIRE POUR LES MARCHÉS

MARCHÉS & GESTION | MAI 2025 by



NOTRE VISION

Après l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine qui a vu une remontée des droits de douane à des niveaux ubuesques, l'administration Trump a joué une phase d'apaisement en mai. Les droits de douane que les deux pays s'imposaient mutuellement ont été réduits de 115 % pour une durée de 90 jours, portant les droits de douane additionnels américains sur la Chine à 30%, et ceux de Pékin sur Washington à 10%. Cette phase des négociations pourrait se durcir encore dans le futur, comme l'ont rappelé le doublement des droits de douane sur l'acier et la menace de taxation de l'UE à hauteur de 50% en cas d'échec des négociations, mais cet apaisement coïncide avec un contexte de marchés difficilement soutenable pour les finances publiques à long terme. Les taux américains à 10 ans ont poursuivi leur remontée en atteignant plus de 4,60% en cours de mois, contraignant l'administration à mettre de l'eau dans son vin pour éviter une fuite trop importante des

capitaux étrangers. L'adoption par la chambre des Représentants du projet budgétaire de D. Trump, qui devrait détériorer des finances publiques déjà mal orientées, accroît en effet les risques budgétaires du pays. La Federal Reserve ne pouvant baisser ses taux directeurs dans l'immédiat du fait des risques inflationnistes liés aux droits de douane, le Président Trump doit donc composer entre son envie de rééquilibrer le commerce des USA avec le reste du monde, et ne pas repousser trop vite les investisseurs étrangers au risque d'une chute des actifs financiers américains (baisse du Dollar, sous-performance des actions, hausse des taux). Toute nouvelle tension (commerciale, budgétaire) pourrait envenimer davantage les pressions haussières sur les taux longs américains. En cas de hausse des taux à 10 ans vers les 5%, les marchés actions seraient vulnérables à des conditions financières restrictives dans un moment de ralentissement de la croissance et de niveaux de valorisation qui ont retrouvé des sommets.

La hausse des taux longs n'ait pas l'apanage des États-Unis. Au Japon, une inflation plus forte et les anticipations de poursuite de remontée des taux directeurs ont créé une forte tension sur les taux longs, notamment après une enchère avec peu de demande de la part des investisseurs. Ce phénomène pourrait entretenir les risques sur la dette des autres zones, notamment américaine, les investisseurs japonais y étant très présents. Dans ce contexte, les actifs financiers de la zone Euro gagnent en attractivité. La croissance est encore faible et la guerre commerciale aura un impact, mais certains vents contraires devraient devenir porteurs, comme celui de la fin de l'orthodoxie budgétaire allemande. En outre, le processus de désinflation est sur de bons rails, ce qui permet à la Banque Centrale de poursuivre son assouplissement monétaire. La sur-performance des actions de la zone Euro depuis le début de l'année, notamment de secteurs moins touchés par la guerre commerciale comme le secteur bancaire, pourrait perdurer.

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

Les données d'activité américaines publiées au cours des dernières semaines ne portent pas encore les stigmates de la guerre commerciale initiée par Donald Trump. L'emploi reste en progression en avril (+177 000 créations de postes), tandis que le taux de chômage se stabilise sur un niveau encore historiquement bas. Si la consommation marque le pas en avril, il est encore difficile d'y distinguer clairement les effets de la hausse, historique, des droits de douane alors que l'inflation conserve, sur la même période, une tendance baissière. La hausse mensuelle des prix à la consommation atteint ainsi 0,2% en avril, après -0,1% en mars. En moyenne sur les trois derniers mois, l'inflation sous-jacente enregistre une progression mensuelle annualisée de 2,1%, soit un rythme compatible avec la cible de la banque centrale américaine. Les hausses de prix consécutives aux mesures

douanières américaines pourraient néanmoins rapidement se faire ressentir. Le géant de la distribution américain, Wal-Mart, a d'ailleurs alerté sur les hausses des prix à venir. Ce climat pèse particulièrement sur la confiance des Américains. Les ménages, interrogés par l'Université du Michigan, anticipent par ailleurs une envolée de l'inflation, qui atteindrait selon eux 6,6% cette année. Enfin, au niveau budgétaire, la Chambre des représentants a finalement adopté le projet de loi budgétaire du Président, surnommée la « One Big Beautiful Bill Act » (OBBBA). Ce texte entérine plusieurs des promesses fiscales de D. Trump, notamment l'extension des baisses d'impôts aux ménages, qui devaient arriver à expiration l'année prochaine. Si ces dispositions pourraient tempérer légèrement les effets récessifs de la politique commerciale de D. Trump, elles contribueront aussi à la détérioration des finances publiques américaines et, par là, au durcissement des

conditions de crédit. La dette publique du pays pourrait ainsi atteindre plus de 130% du PIB à horizon 2034 (contre 100% actuellement). En Zone euro, la détérioration de la confiance pèse sur l'économie, alors que l'indice PMI décrit une contraction de l'activité du secteur privé en mai pour la première fois depuis cinq mois. En parallèle, l'inflation se stabilise en avril pour atteindre 2,2% sur un an. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation augmente pour atteindre 2,7%, un niveau encore élevé. Les perspectives d'inflation à court terme demeurent baissières. La guerre commerciale a déjà provoqué une baisse des prix du pétrole ainsi qu'une appréciation de l'euro, réduisant le prix des biens importés. En parallèle, l'escalade commerciale sino-américaine pourrait pousser Pékin à rediriger ses importantes surcapacités vers l'UE, entraînant ainsi des pressions désinflationnistes supplémentaires. Enfin, la dynamique domestique, encore morose, ne s'oppose pas à une

poursuite du ralentissement des salaires, attendus à 3% (hors prime et bonus) à fin 2025 sur selon la BCE. Autant d'éléments qui devraient conforter la BCE dans la poursuite de la baisse de ses taux directeurs. **En Chine, la demande interne ralentit en avril, après un premier trimestre plus dynamique porté par le commerce extérieur et les mesures de soutien budgétaire déployées depuis la mi-2024. Les ventes au détail se modèrent ainsi légèrement en avril.** Du côté du commerce extérieur, les exportations ralentissent en avril mais demeurent dynamiques, après un début d'année exceptionnel marqué par les anticipations des droits de douane américains. Bien que la trêve sino-américaine éclaircisse un peu l'horizon économique, la Chine devrait tout de même connaître un coup de frein au cours des mois à venir, d'autant que le pays fait toujours face à une consommation en berne et à un secteur immobilier en difficulté, comme en témoigne la baisse continue des prix immobiliers et à la consommation. **Dans un contexte de faiblesse de la demande interne, les secteurs exportateurs constituent un relai de croissance qui devrait être mis à mal par la guerre commerciale.** Malgré la trêve, les droits de douane américains à l'encontre de la Chine pourraient être plus élevés que les 30% actuels. **Dans ce contexte, les autorités ont procédé à un nouvel assouplissement de la politique monétaire, à travers la réduction de nombreux taux d'intérêt et des facilités de financement.**



MARCHÉS MONÉTAIRES ET OBLIGATAIRES

Les rendements obligataires s'inscrivent en forte hausse au terme d'un mois encore agité, où les investisseurs ont été ballotés entre les espoirs d'une désescalade commerciale, les inquiétudes sur la dette américaine et les interrogations sur la politique monétaire. En début de

mois, le rallye boursier consécutif à la trêve commerciale sino-américaine a pénalisé les marchés obligataires souverains, qui avaient auparavant profité d'arbitrages favorables dans un contexte d'aversion pour le risque. Le taux à 10 ans américain (qui évolue inversement aux prix des obligations) a ainsi bondi. Par la suite, les doutes des investisseurs vis-à-vis de la signature américaine ont repoussé les taux à la hausse. L'agence de notation Moody's a en effet dégradé la note souveraine des Etats-Unis, qui perd ainsi son triple AAA auprès des trois grandes agences de notation (S&P et Fitch ayant déjà diminué la note auparavant). Ces inquiétudes ont été renforcées par l'adoption, par la Chambre des représentants du projet de loi budgétaire de D. Trump, qui devrait détériorer davantage une situation budgétaire déjà critique. Dans ce contexte, le taux à 30 ans est repassé brièvement au-dessus des 5%, au plus haut depuis 2007. De son côté, le taux à 10 ans progresse de 24 pb sur le mois, à 4,4%. Enfin, la hausse des rendements obligataires a également reflété un ajustement des anticipations de politique monétaire de la Réserve fédérale. Les investisseurs tablent désormais sur une baisse plus progressive et moins ample des taux directeurs (2 baisses de taux de 25 pb cette année, pour un total de 4 à 5 d'ici à 2026), alors que le rebond attendu de l'inflation complique la tâche de la banque centrale américaine. Les membres de la Fed font d'ailleurs preuve d'une grande prudence dans leurs déclarations, surveillant de près les anticipations d'inflation des marchés à long terme. De son côté, Jerome Powell a eu, lors de la réunion de politique monétaire, un mot d'ordre « Wait and See ». Les craintes sur la trajectoire budgétaire des Etats-Unis ont provoqué une réaction généralisée des marchés obligataires. Au Japon, ces inquiétudes ont été renforcées par l'accélération de l'inflation nipponne (3,6% en avril, au-dessus de 2% depuis 3 ans), qui pousse la Banque du Japon à normaliser sa politique monétaire, tant au niveau des taux d'intérêt qu'en termes de politique bilanciale. Dans ce contexte, le taux à 10 ans japonais a progressé de 17 pb sur le mois, au plus haut depuis 2008. Enfin, en Europe, les rendements souverains évoluent en ordre dispersé. Le taux à 10 ans allemand progresse (+6 pb), tandis que les taux des pays dits périphériques (Italie et Espagne) se replient. Du côté de la BCE, le processus de baisse des taux devrait prochainement arriver à son terme selon les marchés, qui

attendent encore deux baisses de 25 pb du taux de dépôt cette année.

MARCHÉS ACTIONS

Les marchés boursiers s'inscrivent en nette hausse en mai, les investisseurs saluant l'annonce d'une trêve commerciale entre la Chine et les Etats-Unis. Les indices boursiers américains progressent nettement (+6,2% pour le S&P 500 et +9,6% pour le Nasdaq Composite), effaçant ainsi les pertes consécutives au « Liberation day » (le 2 avril dernier). Le S&P 500 repasse même en territoire positif depuis le début de l'année (+0,5%). Les indices européens progressent moins fortement en mai (+4% pour l'Eurostoxx 50), mais surperforment encore nettement les indices américains depuis le début de l'année (+10% environ pour l'Eurostoxx 50). Si l'optimisme semble donc de mise sur les marchés, il convient tout de même de garder à l'esprit que, même avec les revirements de l'administration Trump, la politique commerciale américaine reste un élément de rupture. Le niveau de valorisation élevé des indices américains demeure par ailleurs un élément de fragilité.

MARCHÉS DES CHANGES

Le dollar reste stable face à un panier de devises (-0,1% pour l'indice DXY), malgré la trêve commerciale sino-américaine et l'espoir d'une désescalade de la guerre commerciale. Le billet vert reste ainsi pénalisé, en net retrait depuis le début de l'année (-8% environ), alors que la politique commerciale de Donald Trump semble nuire au statut de valeur de réserve du dollar.

ENERGIE ET MATIÈRES PREMIÈRES

Du côté des matières premières, le prix du pétrole reste stable. Le léger rebond consécutif à l'apaisement, apparent, des tensions commerciales, a été largement limité par la perspective d'une hausse de la production de plusieurs pays de l'Opep+ et de l'Iran. D. Trump a annoncé être en passe d'obtenir un accord avec l'Iran, avec une potentielle levée des sanctions en échange d'un accord sur le nucléaire. Cet accord pourrait entériner une hausse de la production pétrolière du pays. Au final, le baril de Brent s'échange autour de 65\$, en baisse de 14% depuis le début de l'année alors que huit membres de l'Opep+ ont annoncé une hausse de leur production et que la guerre commerciale détériore les perspectives d'activité.



Les informations contenues dans cette présentation ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Ce document synthétique est établi uniquement dans un but d'information. Il est confidentiel, à usage strictement privé et destiné uniquement à l'information de la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'Arkéa Asset Management. Les destinataires du présent document sont invités à établir leur propre opinion quant à l'intérêt des informations présentées dans ce document. Arkéa Asset Management ne saurait être tenu responsable des éventuelles conséquences dommageables résultant de l'utilisation de ce document et de son contenu. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

ARKEA ASSET MANAGEMENT, SA à Directoire et Conseil de Surveillance. Siège social : 1, allée Louis Lichou 29480 LE RELECQ-KERHUON. Siren 438 414 377 RCS Brest. Agrément de l'Autorité des Marchés Financiers - n° GP 01-036 - TVA : FR 64 438 414 377.