



Roberto Pacault, CFA
Responsable de la gestion

INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'HOMA Capital est heureuse de partager son analyse sur les thèmes qui concentrent l'attention des marchés.

Cette approche sélective a pour objet de guider votre lecture en fonction de vos questionnements et des réflexions du moment.

Les concernant, nous vous rappelons notre disponibilité pour tout complément d'information.

Bonne lecture !

SOMMAIRE

1. Donald Trump annonce officiellement des tarifs douaniers « réciproques », puis les repousse de trois mois. Récession ou stagflation : quel scénario est aujourd'hui le plus probable pour l'économie américaine ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

2. Le dollar s'effondre alors que le gouvernement américain cherche à réduire ses déficits et que les taux longs remontent. Que ce mouvement traduit-il et peut-il se prolonger ?

Par Hector Garrigue CFA – Gérant diversifié

3. À environ 65\$ le baril de Brent, le prix du pétrole est au plus bas depuis début 2021. La chute des prix de l'énergie peut-elle neutraliser l'impact négatif de la hausse des droits de douane ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. DONALD TRUMP ANNONCE OFFICIELLEMENT DES TARIFS DOUANIERS « RÉCIPROQUES », PUIS LES REPOUSSE DE TROIS MOIS.

Un peu plus de 7 jours après l'entrée en vigueur de son programme de tarifs douaniers réciproques, Donald Trump a annoncé la suspension de la majorité de ces mesures pour une période de 90 jours. Il a justifié cette décision par l'engagement de plus de 75 pays dans des négociations avec son administration, visant à répondre aux revendications américaines relatives au commerce international.

Néanmoins, plusieurs incertitudes demeurent. Parmi elles figurent la détermination du gouvernement chinois à riposter aux mesures américaines, le maintien d'un tarif douanier de 10% sur la quasi-totalité des importations, ainsi que le caractère temporaire de la suspension annoncée. Par conséquent, malgré le report des droits de douane, les anticipations d'une accélération de l'inflation restent fortes (cf. schéma 1).

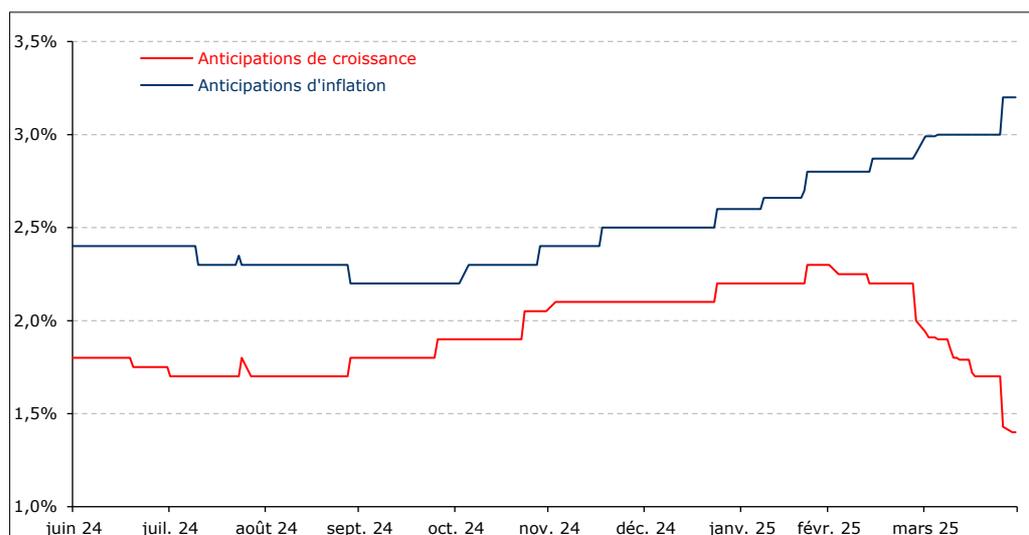


Schéma 1 : Anticipations de variation du PIB réel (en glissement annuel) et d'inflation (en glissement annuel) par les analystes pour 2025, depuis juin 2024.
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Récession ou stagflation : quel scénario est aujourd'hui le plus probable pour l'économie américaine ?

Concernant la dynamique intérieure, les investissements privés se contractaient au quatrième trimestre 2024, un signal historiquement annonciateur d'un ralentissement économique au cours des trimestres suivants. Le risque de stagflation serait exacerbé si les autorités américaines optaient pour des mesures de relance en direction des ménages en cas de ralentissement économique. Une loi budgétaire (baisse des taxes pour les entreprises) devrait être adoptée cette année aux États-Unis ; néanmoins, son ampleur ne devrait pas être suffisante pour soutenir de manière significative la consommation des ménages. Par conséquent, son impact sur la croissance s'annonce limité.

Du côté des entreprises, un environnement d'incertitude prolongée, même sur quelques mois, devrait peser sur l'investissement et ralentir les créations d'emplois, avec des effets perceptibles à l'horizon d'un à deux trimestres.

Bien que certains obstacles commerciaux aient été temporairement levés, les tensions entre les États-Unis et la Chine ont atteint un niveau sans précédent. Il serait imprudent de supposer que les chocs sont désormais derrière nous, ou que la confiance des consommateurs, des entreprises et des investisseurs étrangers à l'égard des actifs américains se restaurera rapidement et durablement.

La durée des négociations commerciales représente le facteur déterminant dans l'évaluation des perspectives économiques. Si ces négociations devaient se prolonger de manière significative, l'hypothèse d'une récession ne saurait être écartée.

2. LE DOLLAR S'EFFONDRE ALORS QUE LE GOUVERNEMENT AMÉRICAIN CHERCHE À RÉDUIRE SES DÉFICITS ET QUE LES TAUX LONGS REMONTENT.

Depuis la fin du mois de mars, le dollar a reculé de plus de 5% face à l'euro. Ce mouvement est surprenant à plusieurs égards. En premier lieu car il a été déclenché par l'annonce de mesures visant à réduire les déficits commerciaux américains avec le reste du monde, un facteur fondamentalement haussier pour le billet vert. Mais ce mouvement s'est également produit dans un moment de forte aversion au risque (généralement haussier pour le dollar en raison de son statut d'actif refuge), par ailleurs caractérisé par une remontée des taux américains relativement au reste des taux mondiaux.

Le schéma 2 ci-dessous montre les variations mensuelles de la paire USD/EUR face aux variations mensuelles du différentiel de taux à 10 ans entre l'Allemagne et les États-Unis depuis le début des années 2000. Sur 304 mois, seuls 9 ont été témoins d'une baisse du dollar concomitante à une hausse du différentiel de taux supérieure à 20 pb. Parmi ceux-ci seuls 4 ont vu la monnaie américaine baisser de plus de 2% et c'est la première fois que la baisse dépasse -5%.

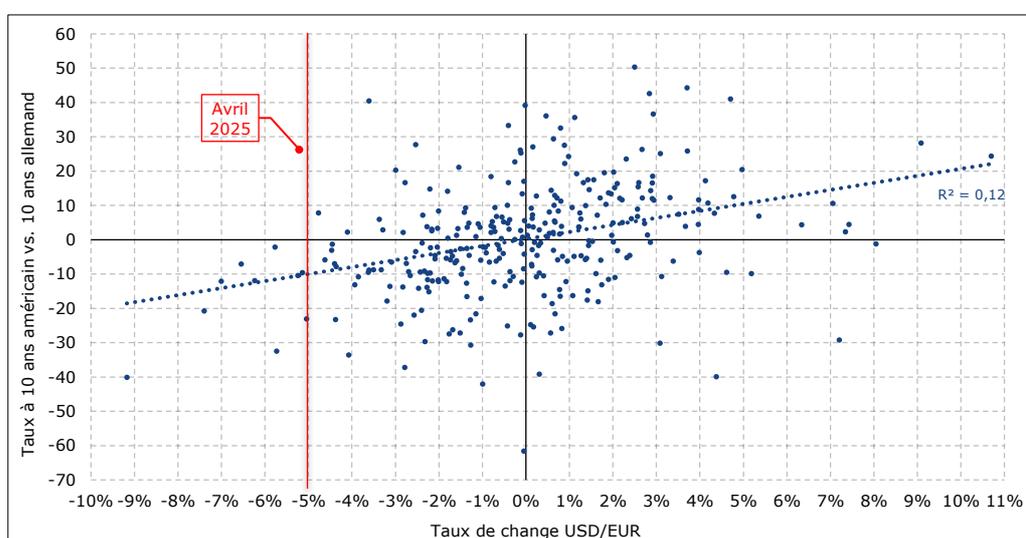


Schéma 2 : Variation mensuelle relative du taux à 10 ans américain vs. allemand et évolution mensuelle de la paire USD/EUR depuis janvier 2000.
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Que ce mouvement traduit-il et peut-il se prolonger ?

Sur le court terme, les cours des devises sont généralement influencés par les mouvements de taux découlant des différentiels de *momentum* macroéconomique et d'anticipation de politique monétaire. Or, si depuis la fin du mois de mars les anticipations de croissance américaine ont effectivement été révisées à la baisse à un rythme nettement plus élevé que dans le reste du monde, cela ne s'est pas traduit par une baisse des taux plus forte aux États-Unis. C'est même l'inverse qui s'est produit, probablement en raison des craintes inflationnistes engendrées par les nouveaux droits de douane, qui viennent s'ajouter à la montée de la défiance concernant la soutenabilité de la dette souveraine américaine.

Face au mouvement « *risk off* » du début du mois, la dette américaine n'a donc pas pu jouer son rôle d'actif refuge, et les investisseurs internationaux se sont détournés des marchés américains pour revenir sur leurs marchés domestiques, créant par ce biais des flux vendeurs importants sur le dollar qui ont pu le faire dévier de ses fondamentaux sur le court terme.

Ce mouvement paraît assez exceptionnel et il est peu probable qu'il se poursuive en l'absence d'une crise de confiance envers les États-Unis bien plus profonde que celle à laquelle nous assistons et qui semble déjà commencer à s'atténuer.

3. À ENVIRON 65\$ LE BARIL DE BRENT, LE PRIX DU PÉTROLE EST AU PLUS BAS DEPUIS DÉBUT 2021.

À environ 65 dollars le baril (-12 % en \$ et -20% en € depuis le début de l'année 2025), le Brent se situe à son plus bas niveau depuis début 2021 (schéma 3). Cette correction s'explique par plusieurs facteurs concomitants : affaiblissement de la demande chinoise, hausse de la production américaine de +1,2 Mb/j sur un an (source : EIA, avril 2025) et anticipation d'un ralentissement global.

En effet, l'administration américaine a imposé depuis mars 2025 une vague de tarifs douaniers, notamment sur les importations chinoises (électronique, batteries, véhicules électriques). Ces mesures protectionnistes créent un risque de ralentissement des échanges internationaux, diminuant la croissance mondiale, comme le montre la récente mise à jour des prévisions du FMI (+2,8 % attendu pour 2025 en avril contre +3,3 % en janvier).



Schéma 3 : Prix du baril de Brent (future ICE) en dollars du 01/01/20 au 30/04/25.
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

La chute des prix de l'énergie peut-elle neutraliser l'impact négatif de la hausse des droits de douane?

Théoriquement, la baisse du pétrole hors période de crise devrait avoir un impact positif sur la croissance du PIB mondial. Ce soutien agit principalement via trois canaux : augmentation du pouvoir d'achat des ménages (baisse des prix à la pompe, de l'électricité et du chauffage), baisse des coûts de production et de transports pour les entreprises industrielles et de services, désinflation facilitant un assouplissement monétaire.

Cependant, ces effets positifs prennent quelques mois avant de se diffuser tandis que l'instauration de tarifs douaniers a un effet immédiat de renchérissement des coûts à l'importation, de perturbation des chaînes d'approvisionnement et de recul des échanges commerciaux.

À moyen terme, l'effet positif d'un pétrole à bas prix pourrait compenser partiellement l'impact négatif des tarifs douaniers. Toutefois, cette compensation est fragile :

- Si la chute du pétrole reflète une demande mondiale plus faible, alors son effet positif sur la croissance est réduit.
- Les incertitudes géopolitiques (Iran, Russie) pourraient rapidement inverser la tendance baissière des prix de l'énergie.

Ainsi, la dynamique actuelle du pétrole fera office d'amortisseur, mais ne pourra pas à elle seule neutraliser l'impact négatif du retour du protectionnisme américain sur la croissance mondiale.