



Flash spécial

*Réactions des marchés suite aux
droits de douane américains*

**Achevée de rédiger
le 10 / 04 / 2025**

LA FRANÇAISE

Crédit Mutuel Alliance Fédérale

Introduction



François Rimeu

Stratégiste Sénior,
Crédit Mutuel
Asset Management

Le gouvernement américain n'est pas totalement immunisé à ce qui se passe sur les marchés financiers, et c'est finalement peut-être ça le plus rassurant.



Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 09/04/2025

Après avoir finalement mis ses menaces à exécution en appliquant des droits de douane très significatifs sur la grande majorité des économies mondiales, Donald Trump a hier soir annoncé une trêve de 90 jours pour permettre aux négociations d'avoir lieu.

Tous les droits de douane ne sont toutefois pas suspendus puisque 10% subsistent sur la quasi-totalité des importations américaines et que c'est aussi le cas des mesures spécifiques prises auparavant (sur l'automobile notamment).

Le président américain avait pourtant été très explicite quant à son inflexibilité et à la persistance des droits de douane, mais il semblerait que les turbulences des marchés ainsi que l'opposition grandissante au sein de son propre camp l'aient amené à faire preuve de davantage de souplesse. Précision importante, la Chine a le droit à un traitement spécifique puisque non seulement les droits de douane ne sont pas suspendus mais ils sont encore une fois revus à la hausse et s'établissent aujourd'hui à 125 %.

Le rebond de marchés est très significatif au moment d'écrire ces lignes et traduit le soulagement des investisseurs quant au risque de récession à venir. Tout n'est pourtant pas réglé et l'impact sur le cycle économique ne sera de toute façon pas négligeable :

- Une hausse de 10 % des droits de douane est déjà significatif et aura des répercussions négatives. Empiriquement, une hausse de 1 % de droits de douane se traduit par une hausse de 0,1 % de l'inflation et une baisse de 0,1 % de la croissance.
- Les tensions avec la Chine sont toujours aussi vives ;
- Les 90 jours à venir seront probablement encore marqués par des annonces contradictoires, des discours agressifs et, par conséquent, une volatilité persistante. Rappelons ici que l'incertitude est négativement corrélée à l'investissement et à l'emploi.

Nous écrivions dans notre lettre mensuelle écrite jeudi dernier (03/04) qu'il nous semblait que les marchés financiers n'intégreraient pas suffisamment le risque lié à la mise en place des droits de douane par les États-Unis. Nous avons ensuite communiqué en début de semaine que le risque nous semblait plus symétrique après la baisse violente des marchés.

Nous restons aujourd'hui sur un positionnement proche de la neutralité, légèrement défensif sans doute après les quelques prises de profits de la journée. Le rebond des marchés, très significatif, traduit une probabilité de récession à la baisse et confirme que le gouvernement américain n'est pas totalement immunisé à ce qui se passe sur les marchés financiers ; et c'est finalement peut-être ça le plus rassurant.

Il est également utile de rappeler que, si le commerce avec les États-Unis est évidemment important pour la croissance mondiale, il ne semble pas, selon nous, de nature à plonger la zone Euro en récession. Les importations vers les États-Unis représentent 3,7 % du PIB pour la zone Euro, ce qui devrait in fine engendrer un impact négatif sur la croissance plus important pour les États-Unis que pour la zone Euro en cas de guerre tarifaire prolongée. Il est aussi probable que tous les pays disposant de marges budgétaires les mobilisent pour contrebalancer l'effet négatif sur la croissance de la politique américaine : la Corée du Sud, le Japon ou encore la Grande-Bretagne ont déjà formulé des commentaires allant dans ce sens.

Obligataire

Les marchés obligataires réagissent par un repli des actifs risqués et la recherche de valeurs refuges. Les investisseurs anticipent désormais entre 3 et 4 baisses additionnelles des banquiers centraux d'ici la fin de l'année de part et d'autre de l'Atlantique. Les banquiers centraux restent contraints par les impacts inflationnistes de la politique commerciale de D. Trump, ce qui limite leur capacité à baisser les taux. Toutefois, la probabilité accrue d'une entrée en récession de l'économie américaine serait de nature à accélérer l'assouplissement monétaire.

IMPACTS

Nous avons d'abord observé une baisse généralisée des taux sur les marchés obligataires, notamment américains. Les taux se sont ensuite retendus aux Etats Unis, ce qui est inhabituel dans ce type de phases de marché et signe d'une défiance grandissante par rapport à la politique commerciale des Etats Unis. Cela a été accompagné par un mouvement de pentification des courbes de taux, plus particulièrement sur les parties de maturités longues et très longues.

De manière concomitante, les anticipations d'inflation se sont repliées, près de 20 points de base de repli sur les parties de maturité longue, les investisseurs semblant plus préoccupés par les effets récessifs de la guerre commerciale que par les effets inflationnistes.

Les taux des dettes d'États des pays cœur (notamment l'Allemagne) ont eu tendance à surperformer dans ce contexte, les investisseurs privilégiant la recherche de la qualité. Ainsi, le spread France - Allemagne à 10 ans s'est écarté de 10 points de base, tandis que le spread Italie - Allemagne s'est écarté d'environ 20 points de base. Depuis l'annonce d'un délai de grâce de 90 jours, un retracement partiel des écartements a eu lieu.

Enfin, sur le crédit, nous observons à la fois un phénomène d'écartement et de décompression des primes de risque. Cela signifie que les segments crédit à "beta" élevé ont sous performé les segments à "beta" plus faible. Là aussi un retracement partiel des écartements a eu lieu après les annonces de délai de grâce.

POSITIONNEMENT

Dans nos gestions obligataires, nous avons progressivement rajouté de la duration ces derniers mois, ce qui nous permet de profiter de l'effet baissier des taux. Nous avons commencé à réduire la duration ces derniers jours, tout en restant en surexposition. Nous pensons en effet que le potentiel baissier des taux n'est pas épuisé à ce stade. En termes d'allocation géographique nous avons déjà une préférence marquée pour la partie cœur Europe.

Nous conservons ce biais, notamment sur l'Allemagne en raison de son statut de valeur refuge. Sur le crédit nous avons progressivement réduit nos expositions ces dernières semaines, à la fois en raison d'un manque de visibilité sur les perspectives macroéconomiques et de primes de risque crédit qui nous paraissent relativement chères.

Nous conservons ce positionnement prudent pour le moment, a fortiori dans le contexte d'une liquidité réduite sur le crédit, mais pourrions de manière opportuniste renforcer certaines expositions.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 09/04/2025.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

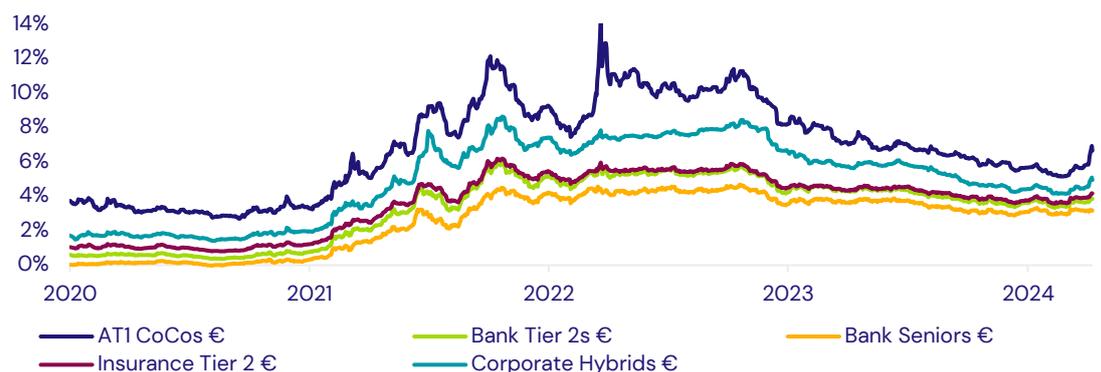
Obligataire – Dettes Subordonnées

De concert avec les marchés actions, les dettes subordonnées ont dû s'ajuster brusquement à la nouvelle donne géopolitique. Si rien ne semble certain pour plus que quelques jours ou heures, le prix de l'incertitude se répercute en partie sur les prix, mais surtout sur la volatilité retrouvée des marchés crédit High Beta, à la hausse comme à la baisse.

IMPACTS

La baisse de prix des gisements de dettes subordonnées a suivi le schéma classique des chocs de volatilité de ces dernières années, à savoir une décompression des spreads défavorisant les segments les plus High Beta (AT1 CoCos et Restricted Tier 1 d'assurance). Au sein des gisements, la baisse a été plutôt indiscriminée, avec toutefois une sous-performance des valeurs allemandes (Deutsche Bank, Commerzbank, Allianz), puis des banques britanniques et irlandaises, au gré des « headlines » tarifaires.

Evolution du rendement au call des gisements de dettes subordonnées



Les spreads et rendements ont brièvement retrouvé leurs niveaux de mi-2024 – après avoir approché leurs niveaux les plus faibles en termes de spreads en février 2025 – et évoluent rapidement au gré des marchés actions. Si les flux vers les segments du marché du crédit semblent toujours sur une tendance favorable en dépit de l'incertitude récente, nous estimons que les dettes subordonnées n'ont conséquemment réagi que tardivement aux mouvements sur les marchés actions, avec des ajustements potentiellement moindres en valeur relative. Les AT1 CoCos ont d'ailleurs en moyenne surperformé le haut rendement (High Yield) européen et américain en termes de spread, ce qui est rare dans de tels chocs de marché.

POSITIONNEMENT

Nous gardons une posture défensive en favorisant (i) les AT1 CoCos à calls courts (2025-2026) ayant déjà été refinancées ou avec une très forte probabilité de refinancement et (ii) les titres subordonnés à coupons élevés (plus de 6% de coupon pour des AT1€ par exemple).

Nous privilégions donc la composante portage des titres via des coupons élevés, au détriment de la convexité des titres à coupons plus faibles. Nous ne craignons pas de risque de marché lié à d'éventuels non-calls (le cas récent du non-call d'une AT1 de Deutsche Bank a prouvé, encore une fois, que ce n'est pas un sujet). Nous privilégions les souches libellées en EUR, qui ont davantage de spreads et moins de sensibilité aux taux souverains. Sur les Corporate Hybrids, nous favorisons les secteurs défensifs, et nous préférons les Tier 2 d'assurance aux Restricted Tier 1.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 09/04/2025.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Obligataire - Haut Rendement

A l'image des autres classes d'actifs, le marché des obligations à haut rendement a été marqué par une volatilité accrue. Les primes de risque (spreads) sur les obligations à haut rendement (HY) ont connu une hausse notable sur une période très courte (3 jours), comparable à des événements de marché exceptionnels (comme la crise du Covid-19 en 2020 ou la faillite des banques régionales en 2023), bien que le contexte économique actuel diffère.

IMPACTS

Les spreads des obligations HY américaines ont augmenté de 161 points de base, tandis que ceux des obligations HY européennes ont augmenté de 130 points de base. La volatilité implicite sur le crédit a également atteint des niveaux élevés, particulièrement aux États-Unis, où elle est au plus haut depuis un an. Des spreads à 460 points de base pour le crédit HY américain sont compatibles avec un régime de croissance faible voire nulle (comprise entre 0 % et 1 %) et un taux de défaut implicite de 4,5 % (en prenant en compte une prime de liquidité prudente de 100 points de base et un taux de récupération de 30 %). La croissance réelle prévue pour les États-Unis fin 2024 était de 3 %, et le taux de défaut de 2,5 %.

En dehors d'un scénario de récession (qui ne constitue pas notre scénario central pour le moment), il est difficile d'envisager une hausse significative des taux de défaut. Bien que les spreads puissent encore s'élargir, le risque devient plus asymétrique : le risque d'un élargissement supplémentaire des spreads semble plus limité qu'un mouvement inverse de resserrement qui pourrait ramener les spreads vers des niveaux compris entre 300 et 350 points de base, en ligne avec une croissance modérée de 1,5 % et un taux de défaut implicite de 3 à 3,5 %.

POSITIONNEMENT

En début d'année, nous étions prudents sur le marché HY américain, car nous estimions que les valorisations étaient peu attractives et que le positionnement des investisseurs était trop agressif. Nous avons donc une préférence pour le crédit euro, en raison de valorisations plus intéressantes.

Cependant, après l'élargissement récent des spreads sur le marché américain (+160 points de base), nous jugeons désormais que le marché US devient plus attractif par rapport au début d'année. Nous prévoyons donc de saisir quelques opportunités sur les émetteurs les moins sensibles aux tensions commerciales et aux cycles macroéconomiques. Il s'agit notamment des secteurs TMT (technologie, médias et télécommunications), de la santé ; des services aux collectivités et de la sécurité, qui sont davantage à l'abri des fluctuations liées aux tarifs douaniers.

Concernant les marchés émergents, notre position reste inchangée : nous restons à l'écart de ce marché. Les valorisations restent extrêmement tendues, et il n'y a aucune justification à investir dans du HY émergent dont les spreads sont actuellement inférieurs à ceux des obligations HY américaines, ce qui ne correspond pas à la logique historique des marchés.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 09/04/2025.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Grandes capitalisations

Les marchés, comme souvent, commencent par prendre le scénario du pire dans des moments de forte incertitude : la volatilité se tend, les corrections sont exagérées et la recherche de la liquidité clé.

IMPACTS

Dans ce contexte, le S&P a connu le vendredi 04/04 une des plus fortes baisses depuis mars 2020 (-5,97 %), et le Nasdaq est entré en "bear market". L'Europe a effacé son rebond depuis le début de l'année, le Stoxx® 600 baissant de 12,43 % par rapport à ses points hauts de mars (entre le 20/03 et le 08/04). Mais le retournement de position de Trump sur les droits de douane (report de 90 jours mais maintien sur la Chine et le niveau minimum initialement évoqué) s'est traduit par de nouveaux records journaliers des bourses américaines : le Nasdaq efface la baisse enclenchée le 02/04 clôturant en hausse de 12,16 %.

Aux États-Unis, le pétrole, les semi-conducteurs et la consommation discrétionnaire corrigent fortement face au rebond de la distribution et de la consommation de base. Du côté de l'Europe, les mouvements sectoriels reflètent également une rotation vers des secteurs plus défensifs (sortie de la Technologie et des Financières pour aller sur les Services aux collectivités, les Télécoms et l'Assurance).

Les impacts des politiques tarifaires de Trump sont encore difficiles à quantifier, compte tenu de la complexité des chaînes de valeur (exemple de l'aéronautique). Les stratégestes évoquent des baisses d'anticipation de croissance, passant à 0 % sur les bénéfiques par action du S&P500 ou en Europe, sans être le scénario central aujourd'hui.

Après le report de 90 jours de la mise en place des tarifs douaniers, le rebond des marchés américains et asiatiques laisse penser qu'un point bas a été touché, rebattant les cartes et les scénarios. La saison des résultats trimestriels va débuter, avec en première ligne les banques américaines, qui donneront le là sur l'amplitude des révisions de bénéfiques à venir.

Du côté de l'Europe, seuls 4 secteurs, tous défensifs, sont en territoire positif depuis le début de l'année : Assurances, Banques, Télécoms, et les Services aux collectivités, avec un Stoxx® 600 à -7,43 % au 09/04/2025. Au niveau géographique, seule la Bourse espagnole est toujours positive (+1,32 %) depuis le début de l'année, tous les autres pays sont passés dans le rouge. Cela recrée des opportunités pour les fonds ayant généré de la trésorerie en amont de cette correction.

POSITIONNEMENT

Le contexte d'instabilité généré par les annonces de D. Trump a en effet conduit les portefeuilles à se désensibiliser en partie (baisse de la consommation discrétionnaire et des valeurs technologiques) pour privilégier des valeurs dites défensives et de rendement et ainsi conserver une position de trésorerie (entre 3 et 8 % selon les portefeuilles) pour renforcer de manière opportuniste certaines expositions dans des phases d'excès. La rapidité du rebond amplifié dans ces phases de forte volatilité nous conduit à prendre du recul et privilégier les diversifications de portefeuille, que ce soit d'un point de vue géographique ou sectoriel.

Sources : Groupe La Française, Bloomberg.
Données au 09/04/2025

Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Conclusion



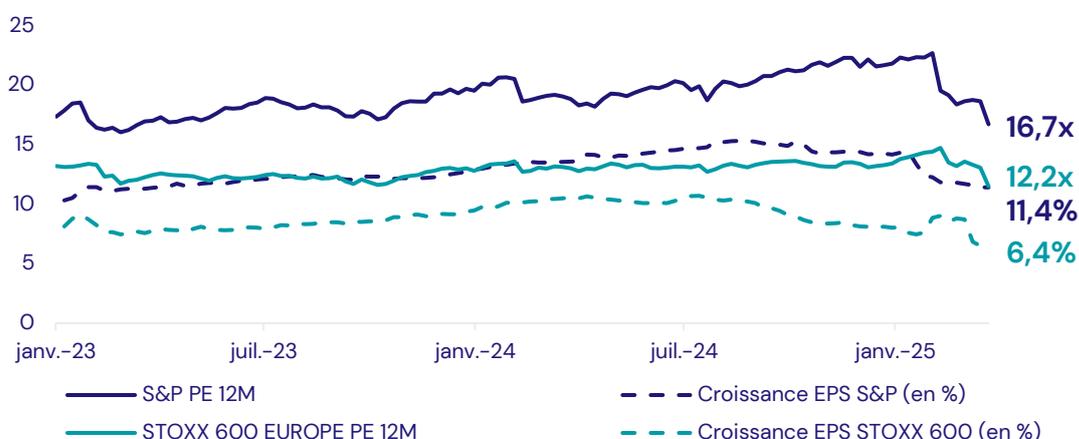
Jean-Louis DELHAY

CIO – Crédit Mutuel
Asset Management

Nous avons décidé suite à l'annonce du «Liberation Day» le jeudi 03 avril, de diminuer d'un cran l'exposition actions dans notre allocation d'actifs à une position neutre à légèrement sous-pondérée.

Nous avons ainsi réduit jeudi dernier le poids des actions américaines, déstabilisées par les décisions du gouvernement Trump. Nous avons également pris des bénéfices sur les actions des pays émergents, dont les économies risquent d'être pénalisées par ces nouvelles mesures tarifaires. Nous étions aussi prudents sur les actions japonaises et avons une position neutre sur les actions européennes. Nous avons, le mois précédent, coupé le risque et réduit également les expositions aux obligations High Yield et Investment Grade au profit des Emprunts d'Etat, car les marges de crédit des obligations d'entreprises nous semblaient peu attractives. Dans ce contexte plus incertain, les ratios de valorisation des marchés actions ont logiquement baissé sensiblement en termes de Price Earning Ratio* à 16,7x pour l'indice S&P500 (croissance des BPA** 2025 estimée à 11,4%) et à 12,2x pour l'indice des actions européennes Stoxx® 600 (croissance des BPA 2025 estimée à 6,4%).

Valorisation des indices et croissance attendue des bénéficiés



Source : Groupe La Française au 09/04/2025

*PER : *Price Earning Ratio*, il correspond au rapport entre la valeur en bourse d'une entreprise et ses profits

**EPS : *Earnings per share* ou BPA pour bénéfice par action

Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

A ce stade, ces ratios de valorisation rapportés à la croissance sont stables à 1,5x pour le S&P500 et 2x pour l'indice Stoxx® 600.

Selon les propos récents de Christine Lagarde, une majoration de 10 % des droits de douane américains aurait un impact négatif de 0,5 % sur le PIB de la zone Euro. Avec 20 %, l'effet négatif serait donc au pire 1 % de moins, soit une stabilité du PIB de la zone cette année, mais pas de récession. En outre, il faut tenir compte de potentiels éléments positifs tels que le plan d'investissement allemand massif de mille milliards d'euros dans les infrastructures et la défense, et d'une baisse plus rapide des taux directeurs de la BCE, pour soutenir l'activité.

Compte tenu de la visibilité limitée à court terme, nous conservons à ce stade une exposition globalement neutre sur les marchés d'actions. Après la baisse récente, les valorisations peuvent sembler déjà attractives dans la mesure où la récession serait évitée aux États-Unis. Un rebond est donc possible à moyen terme si un compromis plus favorable sur les tarifs douaniers est finalement trouvé entre les États-Unis et ses principaux partenaires commerciaux.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com

Éditée par Groupe La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

Crédit Mutuel Asset Management : 128, boulevard Raspail 75006 Paris. Société de gestion d'actifs agréée par l'AMF sous le numéro GP 97 138. Société Anonyme au capital de 3 871 680 euros immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 388 555 021 Code APE 6630Z. TVA Intracommunautaire : FR 70 3 88 555 021. Crédit Mutuel Asset Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

La Française Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 (www.acpr.banque-france.fr) et enregistrée à l'ORIAS (www.orias.fr) sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org

