

Communication marketing

Gardons la tête froide dans la tempête !

Dans la nuit, nous pourrions facilement prendre des vessies pour des lanternes.

Nous essaierons, au travers de cette note, de vous donner des **clés de lecture** dans un environnement hautement incertain induit par cette nouvelle guerre commerciale.

Celle-ci prend son origine dans les **lourds déficits que les Etats-Unis ont envers les autres pays**. Le choix de l'administration Trump se porte sur un objectif de **baisse du dollar** pour réduire ces déficits en utilisant les **droits de douane comme outil de négociation**.

Quels sont les différents scénarios envisageables ?

Nous avons évalué l'impact sur la croissance et l'inflation de 3 scénarios alternatifs de « guerre commerciale », **sans prendre en compte les effets inconnus de second tour** (plan de relance, assouplissement quantitatif...) :

- Scénario 1 (négociations) : hausse des droits de douane de 10% pour tous les pays, sauf la Chine qui garde une hausse négociée de 25% ;
- Scénario 2 (« *Liberation day* ») : hausse des droits de douane telle qu'annoncée le 02/04/25, comprenant la réaction chinoise ;
- Scénario 3 (représailles) : scénario 2 avec des représailles de tous les partenaires commerciaux sous forme d'une augmentation des droits de douane identique à celle subie.

Ces estimations sont formulées « **toutes choses égales par ailleurs** », à savoir à **prix du pétrole et à taux de change inchangés**. Le premier scénario correspond à notre scénario central puisque nous pensons que la hausse des droits de douane constitue un outil de négociation, et non une fin en soi. Les mesures annoncées seraient utilisées comme une base de négociation pour exiger une baisse du dollar via les réserves de change des banques centrales des pays concernés.

Tableau 1 : impact sur la croissance de 3 scénarios de "guerre commerciale"

<i>Croissance du PIB</i>	Scénario 1 (négociation)		Scénario 2 (Liberation Day)		Scénario 3 (représailles)	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
États-Unis	-0,7%	0,0%	-1,5%	-1,5%	-3,0%	-2,5%
Chine	0,3%	0,0%	-0,7%	-1,0%	-0,7%	-1,0%
Zone euro	-0,3%	0,0%	-0,7%	-0,8%	-1,5%	-1,5%
France	-0,4%	-0,3%	-0,8%	-0,7%	-1,3%	-1,6%

Tableau 2 : impact sur l'inflation de 3 scénarios de "guerre commerciale"

<i>Inflation annuelle</i>	Scénario 1 (négociation)		Scénario 2 (Liberation Day)		Scénario 3 (représailles)	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
États-Unis	0,2%	0,3%	1,0%	0,8%	1,0%	0,8%
Chine	-0,4%	-0,3%	-1,2%	-1,0%	-1,2%	-1,0%
Zone euro	-0,1%	-0,1%	-0,5%	-0,4%	0,0%	0,1%
France	-0,3%	-0,3%	-0,8%	-0,8%	-0,3%	-0,3%

Source : Groupama Asset Management, 08/04/2025

Nota Bene :

- Le scénario 1 est cohérent avec 2 trimestres de croissance nulle, soit un « trou d'air »
- Le scénario 2 implique 2 trimestres consécutifs de croissance négative, soit une récession
- Le scénario 3 signifie 4 trimestres consécutifs de croissance négative, soit une forte récession

Au-delà du chiffrage, les principaux messages sont les suivants :

- Dans l'hypothèse où les États-Unis maintiendraient la hausse des droits de douane sur les produits chinois, cela se traduirait à terme par un découplage quasi-total entre les États-Unis et la Chine sur le commerce de biens (baisse du commerce bilatéral entre 70 et 80%).
- Cette « guerre commerciale » n'est pas globale puisqu'elle engage les États-Unis contre le reste du monde, mais pas les autres pays entre eux. C'est surtout un « choc asymétrique ». C'est pourquoi, le coût en termes de croissance réelle et d'inflation est surtout supporté par les États-Unis avec une hausse des incertitudes qui pénalise les entreprises et une baisse de la consommation due à l'inflation et à un effet-richeesse négatif¹.
- La Chine réorienterait ses exportations vers le Canada, Mexique, Royaume-Uni et l'UE. L'impact sur la croissance chinoise serait similaire dans les scénarios 2 et 3 puisque nous maintenons la même hypothèse sur les droits de douane.

¹ Effet richesse : impact des variations de la valeur du patrimoine des ménages sur leur consommation

- Pour l'UE, l'impact sur la croissance serait moins fort que pour les autres zones. La baisse des exportations vers les États-Unis serait atténuée par une réorientation vers le Canada et le Mexique. En revanche, l'UE augmenterait ses importations chinoises, creusant davantage le déficit bilatéral. L'impact est probablement plus marqué pour l'Allemagne et ses « bases arrière » (Slovaquie, Hongrie) et pour l'Italie que pour la France.

Quelle stratégie adopter ?

Il nous paraît assez évident que **l'action de D. Trump laissera des traces**. Dit autrement, il sera difficile, à très court terme, de revenir sur les points hauts des marchés d'actifs risqués.

Dans notre **scénario 1** (de négociation des droits de douane), **les marchés d'actions devraient reprendre des couleurs depuis les niveaux actuels mais rester sous les plus hauts**. Les taux longs devraient, dans le même temps, **remonter sur les niveaux proches de ceux avant les droits de douane**.

Dans notre **scénario 2 et 3** (c'est-à-dire une stabilité telle qu'annoncée actuellement ou avec des droits de douane réciproques), l'histoire nous montre qu'une **correction des actions avec une récession est synonyme d'une baisse d'environ -40% des actions vis-à-vis de leurs points hauts** et des taux longs baissant entre 25 et 150 points de base en réaction.

Tableau 3 : évolution des actifs depuis les points hauts

	Scénario 1 (négociations)	Scénario 2 (« Liberation day »)	Scénario 3 (représailles)
Actions Monde	-5%	-35%	-45%
Taux 10 ans	+25 bps	- 25 bps	- 125 bps

Source : Groupama Asset Management, 08/04/2025

Sauf à avoir un véritable changement de politique aux États-Unis, **il nous paraît compliqué**, étant donné les valorisations actuelles, **de revenir massivement sur les actifs risqués**. Progressivement avec une vision long terme oui, massivement non. En attendant, **les taux courts nous semblent intéressants**, de nombreuses opportunités apparaissant.

Nos expertises en quelques mots

Taux

- Monétaire

Nous avons maintenu une WAM² faible sur nos fonds et nous avons fait le choix de rester à l'écart des obligations (au profit des titres de créances négociables) du fait de l'incertitude élevée. Malgré ce contexte, nous notons l'absence d'écartement majeur des primes sur les émetteurs de nos portefeuilles.

- Performance Absolue

Nous avons adopté dès fin mars une approche prudente, qui nous a permis de capter des opportunités sur le marché du crédit. Nous avons par ailleurs profité tactiquement de la brève chute des rendements pour prendre une position vendeuse sur les taux courts allemands, dont nous avons depuis pris les profits.

- Total Return

Les taux se sont montrés résilients au regard du fort écartement des primes sur les actifs risqués. Dans ce contexte, nos fonds ont reculé face à leurs indices de référence, de manière toutefois limitée grâce à des couvertures sur le crédit et une gestion des risques dans un budget limité.

- Crédit de Spécialité

Dettes subordonnées financières : L'écartement des primes de risque qui a découlé de la chute généralisée des valorisations a permis de retrouver des niveaux proches de la moyenne historique, notamment sur les AT1³. Nous restons confiants au regard des fondamentaux du secteur.

Dettes à haut rendement⁴ : Notre approche prudente nous a permis de limiter notre exposition aux principaux écartements de primes de risque (faible exposition aux notations CCC) et à la correction sur les CoCos⁵.

A l'inverse, nous avons été pénalisés sur le secteur automobile, tout en maintenant nos convictions.

Dettes subordonnées d'entreprise : Le fonds a été pénalisé par la baisse des secteurs des télécom et des services aux collectivités auxquels le fonds était surexposé par rapport à l'indice, mais qui nous a toutefois permis de saisir des opportunités à l'achat avec des primes qui retrouvent des niveaux proches de leur moyenne à cinq ans.

- Aggregate

Nos fonds Aggregate ont été pénalisés par l'écartement plus important des titres à fort beta, tels que les obligations AT1, sur lesquels nous étions surexposés. Nos stratégies de couverture,

² Weighted Average Maturity : maturité moyenne pondérée, utilisée pour mesurer la sensibilité du fonds aux mouvements des taux d'intérêts

³ AT1 : Additional Tier1 : instruments de dettes émises par les banques

⁴ Haut Rendement : obligations aux notations les plus faibles

⁵ CoCo : obligations convertibles contingentes : instrument de dette émis par les banques pouvant être convertis en actions selon certains critères

notamment sur l'écartement entre les titres d'Etats allemand et italien nous ont cependant permis de limiter cet impact.

Actions

- Obligations convertibles

En profitant de leur composante obligataire, les obligations convertibles s'inscrivent en forte surperformance par rapport aux actions sur ces derniers jours. Nos fonds ont été cependant pénalisés par l'effet sélection défavorable, notamment dans l'industrie.

- Actions internationales

Nous avons traversé cette phase de volatilité en ligne avec notre indice. Notre allocation sectorielle s'est révélée pertinente, tandis que notre sélection de titres a été un peu plus en retrait, en raison de certaines positions comme Micron, JPMorgan ou Parker Hannifin⁶.

- Actions européennes petites et moyennes capitalisations

Absents des valeurs défensives et investis dans celles exportant leurs produits ou leurs services dans le monde entier, les fonds ont accompagné le mouvement baissier. L'absence de financières, de matériaux et d'immobilier a contribué positivement à la performance relative

- Actions européennes

Ces trois derniers jours, nos fonds ont accompagné leur indice. Ils ont globalement bénéficié d'un positionnement sectoriel favorable (services publics, sous-exposition énergie) mais ont légèrement souffert de leur sélection de titres.

- Actions thématiques

Actions internationales thématiques : Le choc sur les actions a été amorti par l'absence de financières et de certaines « 7 magnifiques ». Les révisions baissières récentes sur la croissance mondiale ont cependant provoqué des replis sur plusieurs de nos convictions dans l'énergie (Baker Hughes), les matériaux (Teck Resources) ou la Technologie (CyberArk, Palo Alto et Cadence Design)⁴.

Actions européennes value : Notre expertise s'est illustrée depuis le début de l'année, en particulier sur les trois derniers jours. Le fonds a tiré parti de son positionnement sectoriel (services publics et télécoms) et, surtout, de sa sélection de titres orientée vers les valeurs défensives.

⁶Ces exemples sont fournis exclusivement à titre illustratif. Ces informations ne constituent ni en partie, ni en totalité un service de conseil en investissement, une offre ou une recommandation personnalisée dans les produits ou services d'investissement présentés. La composition du portefeuille peut faire l'objet de changement.

Annexe :

Rappel des prévisions de croissance et d'inflation (Automne 2024, soit avant les annonces de D. Trump)

Prévisions	Prévisions croissance GAM (automne 2024)		Prévision inflation GAM (automne 2024)	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	2,5%	2,5%	3,0%	2,7%
Chine	4,2%	1,5%	1,2%	1,5%
Zone euro	1,5%	2,4%	2,5%	2,4%
France	1,3%	2,3%	2,3%	2,3%

Source : Groupama Asset Management, Automne 2024

Document rédigé le 08/04/2025

Avertissement

Tout investissement présente un risque de perte en capital

Groupama Asset Management décline toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet. Ce document est destiné aux seules personnes destinataires. Toute modification, utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie est interdite. Groupama Asset Management ne sera responsable de l'utilisation du document par un tiers sans son autorisation préalable écrite.

Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos.

Ce document a été établi sur la base de projections, estimations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses et conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée et suivant l'application d'une méthodologie propre à Groupama AM. Compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, elles ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama AM ou un conseil en investissement personnalisé. Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.

Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses succursales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.

Édité par Groupama Asset Management - Siège social : 25 rue de la ville l'Evêque, 75008 Paris - Site web : www.groupama-am.com