Le suspense de l'été économique américain

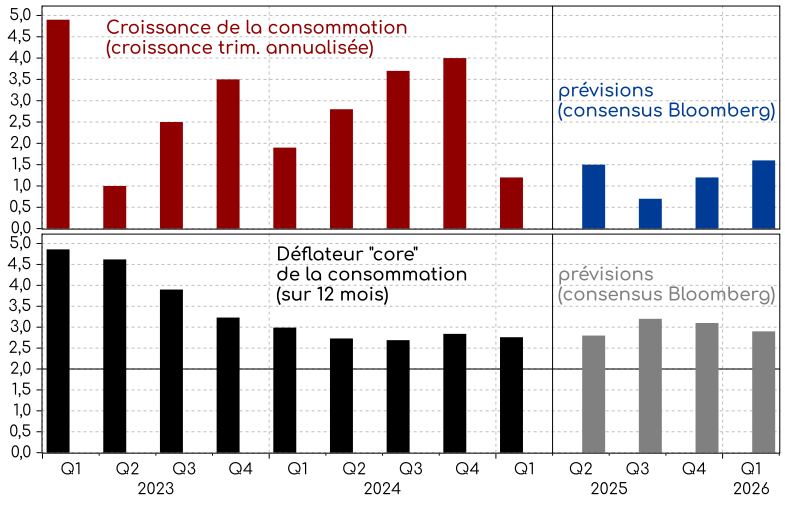
2 juin 2025

Chers clients, chers partenaires,

Les questions commerciales et budgétaires ont pour l'instant relégué les statistiques économiques américaines au second plan des préoccupations. Cela pourrait bientôt changer car l'évolution prochaine du couple croissance/inflation suscite un véritable suspense, avec un fort impact potentiel sur la politique monétaire et sur les marchés financiers.

Tenus en haleine depuis plus de six mois par la manière dont Donald Trump déroule son agenda économique et politique, les investisseurs n'ont pas accordé beaucoup d'attention aux statistiques économiques américaines. Celles-ci vont cependant devenir de plus en plus intéressantes. Découlant logiquement de la hausse des droits de douane, les anticipations du consensus (graphique 1) sont conformes au schéma d'un choc stagflationniste d'ampleur modérée. Les droits de douane agissent comme une taxe qui fait temporairement monter les prix et baisser la consommation. En moyenne les économistes s'attendent à ce que la consommation des ménages ralentisse à environ +1% (annualisé) par trimestre, soit moins de la moitié de la croissance des années 2023 et 2024. Quant à l'inflation « core » (hors inflation et énergie), elle atteindrait 3% au second semestre, soit assez nettement au-dessus de l'objectif stratégique de 2% de la Réserve fédérale américaine.

Le consensus s'attend à une consommation ralentie et à un rebond de l'inflation aux Etats-Unis pour le reste de l'année

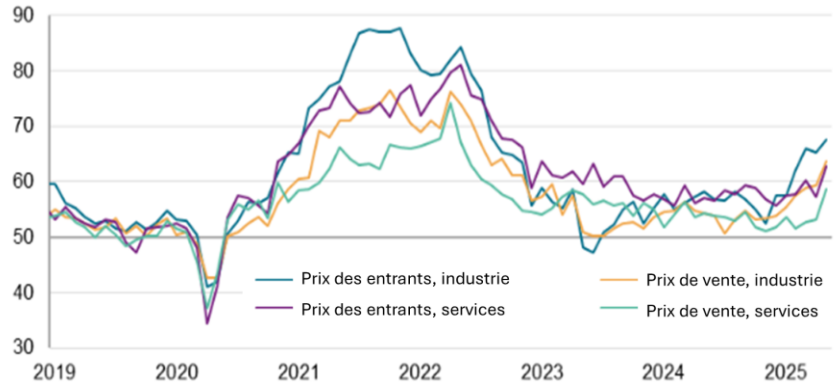


Dorval Asset Management – 30/05/2025 – Source : Macrobond

Par rapport au scénario du consensus, toute déviation significative pourrait soit nous éloigner soit au contraire nous rapprocher d'une baisse des taux de la Fed. Il existe en effet des incertitudes importantes sur l'effet des droits de douane sur les prix à la consommation. La hausse des droits de douane ne se répercute pas de manière complète sur les prix de vente du fait des effets de substitution, les consommateurs pouvant parfois choisir d'autres produits, et des effets d'absorption par compression des marges des entreprises.

A ce jour, les chiffres de dépenses du mois d'avril – premier mois de hausse des droits de douane – suggèrent une économie de la consommation toujours forte, avec une inflation maîtrisée. Au mois de mai, les chiffres hebdomadaires de demandes d'indemnités chômage, ainsi que les ventes dans les grands magasins (indicateur « Johnson Redbook ») ne suggèrent pas encore de rupture avec les mois précédents. La livraison du mois de mai des enquêtes PMI de S&P Global auprès des directeurs d'achat semble cependant laisser planer peu de doute sur la tendance à venir : une hausse des prix est bien dans le tuyau, avec une pression à la fois dans l'industrie et dans les services (graphique 2). A noter que ces données d'enquêtes sont qualitatives, et non quantitatives. Elles ne disent donc rien de précis sur le niveau d'inflation à attendre.

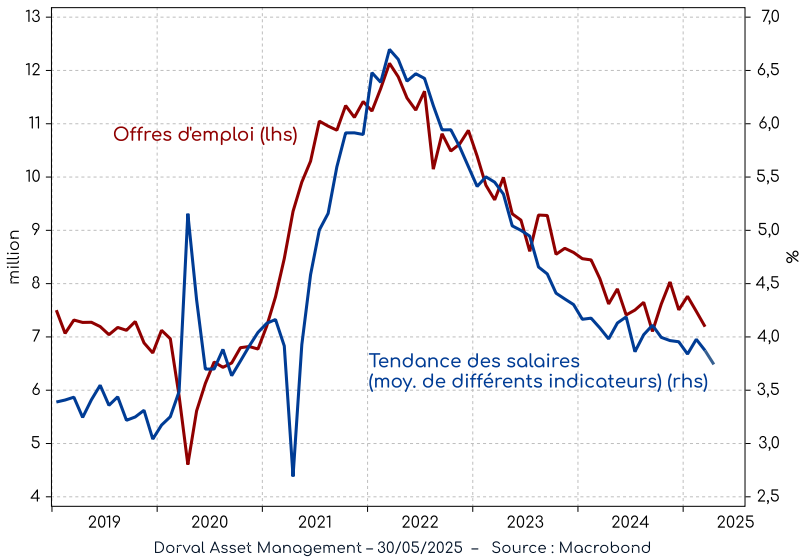
Les enquêtes PMI indiquent une pression haussière sur les prix des entrants et sur les prix de ventes aux Etats-Unis



Data compiled May 22, 2025. Index, sa, >50 = inflation since previous month
Source: S&P Global PMI.

Il existe une autre source importante d'incertitude, cette fois du côté du marché du travail. Contrairement aux années « post-Covid » 2022 et 2023, le marché du travail n'est plus en surchauffe aux Etats-Unis, et les pressions salariales continuent d'ailleurs de diminuer (graphique 3). Un ralentissement de la consommation, ainsi que de possibles pressions sur les marges des entreprises à cause des droits de douane, pourraient prolonger ce phénomène de décélération des salaires, ce qui réduirait à la fois les pressions inflationnistes et les perspectives de croissance. La reprise de la baisse des taux par la Réserve fédérale deviendrait alors plus probable, les risques sur la croissance devenant plus importants que les risques de dérapage inflationniste. C'est peut-être ce que Christopher Waller, un des membres éminents de la Fed, avait récemment en tête lorsqu'il suggérait que la Fed pourrait reprendre sa trajectoire de baisse des taux au second semestre si la hausse des droits de douane demeurait limitée à environ 10%.

La désinflation salariale va-t-elle se poursuivre ?



Dorval Asset Management – 30/05/2025 – Source : Macrobond

Inversement, une économie américaine très résiliente cet été avec des pressions haussières sur les prix, voire une réaccélération des salaires, provoquerait une forte gêne pour la Fed, et sans doute aussi pour des marchés obligataires qui intègrent toujours 50 points de base de baisse des taux d'ici le début de l'année prochaine, et 100 points de base d'ici la fin de 2026. Les enjeux des statistiques économiques des prochaines semaines sont donc importants, au moins pour les marchés obligataires. Quant au marché des actions, il est en général moins volatile quand la Réserve fédérale est en position confortable, et réciproquement.

Dans nos portefeuilles flexibles et diversifiés, nos expositions aux marchés actions restent proches des niveaux neutres, sans variation notable au cours de la semaine écoulée. Notre duration obligataire demeure concentrée sur les obligations souveraines européennes.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 24% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 19%, Panier financières Europe/Japon 2.5%. 2.5% d'exposition en futures sur indice (S&P 500, Euro Stoxx 50 et Topix). 25% en obligations souveraines 2-8 ans. Position en option d'achat sur les Bons du Trésor américain. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 49% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 36%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 6%, Panier financières Europe/Japon 4%. 3% d'exposition en futures sur indice (S&P 500, Euro Stoxx 50 et Topix). 18% en obligations souveraines 2-8 ans. Position en option d'achat sur les Bons du Trésor américain. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 76%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 10%, Financières Europe/Japon 6%.
- **Dorval Convictions** : 60% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 5%, reflation européenne 5%, petites capitalisations 2%. Couvertures en futures en Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 75% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 5%, reflation européenne 5%, petites capitalisations 3%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.

Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 964 968 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
111, boulevard Pereire, 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37
www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. 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 de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.