

Donald Trump face aux marchés obligataires

Vieux remèdes, nouveaux problèmes. En 2025, les marchés auront, une fois encore, les yeux rivés sur les Etats-Unis. L'enjeu: l'évolution des taux au gré de la mise en œuvre de la politique républicaine.



Jean-Eudes Clot,
Stratégiste financier BCV

Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche et la vague républicaine au Congrès peuvent-ils faire basculer l'équilibre entre croissance élevée et fortes pressions inflationnistes qui caractérisent l'ère postpandémie? La question est légitime, car si l'économie a profondément évolué depuis son premier mandat, la proposition politique du désormais président élu est restée inchangée sur le fond. Elle s'articule autour d'une combinaison de baisses d'impôts, de dérégulation et de protectionnisme au sens large, incluant barrières douanières et restriction de l'immigration. Des mesures qui peuvent créer une résurgence de l'inflation.

Un premier constat s'impose, la situation macro-économique est fondamentalement différente de celle de 2016. La croissance est désormais inflationniste, la politique monétaire est restrictive et le déficit fédéral est supérieur à 7% du PIB. Dans ces conditions, les marges de manœuvre, en particulier sur le plan budgétaire, sont fortement restreintes.

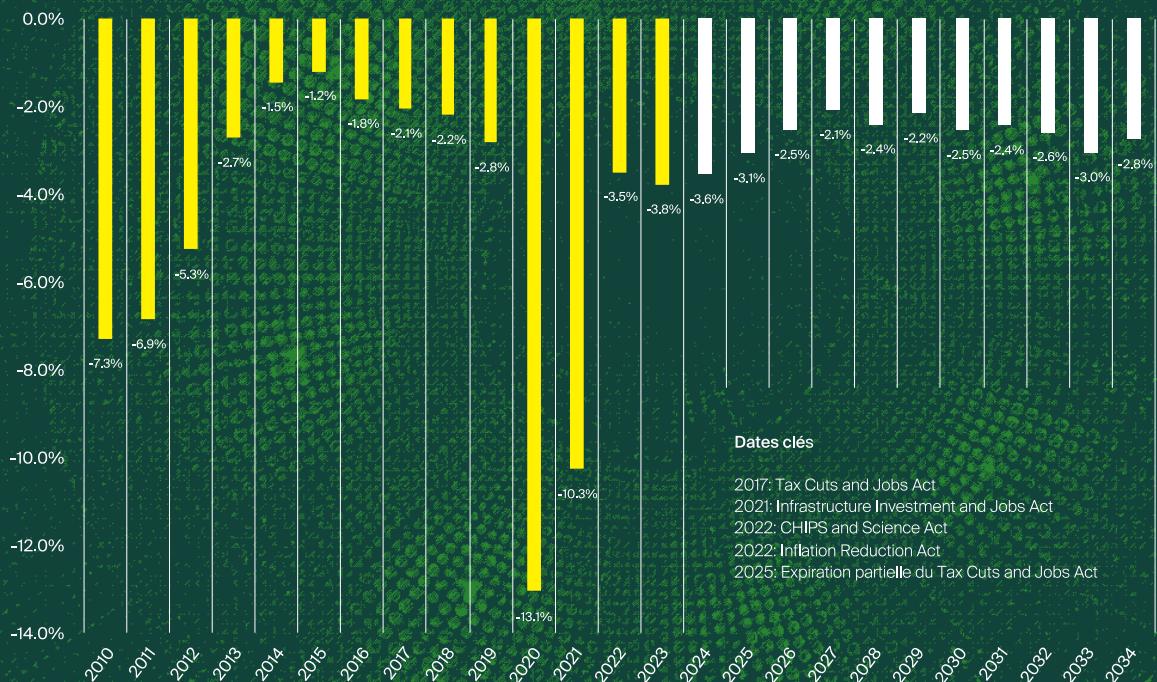
Dans un contexte où l'exécutif dispose de la majorité au sein des deux chambres législatives, le problème du cap budgétaire pour les quatre prochaines années se pose en termes financiers plutôt que politiques. Ce sont les marchés obligataires qui endossent le costume d'arbitre, jouant de facto le rôle de seul véritable contre-pouvoir face à la nouvelle administration.

Calme et vigilance

La question de l'évolution du déficit primaire (c'est-à-dire avant charges d'intérêts) va cristalliser l'attention des marchés. Actuellement à -3,8% du PIB, un niveau record hors période de récession, il devrait selon les projections du CBO (Congressional Budget Office) revenir vers -2% du PIB à l'horizon 2029. Toute remise en question de ce scénario peut susciter une réaction des rendements obligataires, qui craindraient un retour de l'inflation, voire remettraient en question la soutenabilité du déficit. Ainsi, le renouvellement des provisions temporaires du Tax Cuts and Jobs Act de 2017 représente à lui seul plus d'un point de PIB de déficit supplémentaire, ce qui est suffisant pour générer des tensions marquées sur le marché obligataire.

Cela dit, le retour de Donald Trump a été accueilli avec calme. Les taux à dix ans ont certes connu un mouvement de hausse marquée depuis le creux de la mi-septembre, mais une partie au moins s'explique par la dissipation des craintes de ralentissement économique qui étaient apparues pendant l'été. Et surtout, la tendance s'est tassée depuis le résultat de l'élection. Après avoir navigué entre 4,4% et 4,5%, le taux s'est rapproché de 4,3% à la suite de la nomination de Scott Bessent au poste de Secrétaire au Trésor. Tant qu'il reste inférieur à 5%, soit peu ou prou le niveau de croissance nominale, on peut considérer que les marchés accordent le bénéfice du doute à la nouvelle équipe dirigeante. La vigilance demeure cependant de mise tant l'implémentation du nouvel agenda politique soulève des questions.

Déficit primaire américain en % du PIB, avec projections du Congressional Budget Office



Source: Congressional Budget Office, BCV

Les partisans de la future administration avancent que la baisse des charges fiscales et la dérégulation déboucheront sur des gains de productivité à long terme, et que dans l'intervalle les revenus douaniers atténueront les risques sur le déficit. Mais dans la pratique, il semble impossible de mettre en œuvre les propositions purement fiscales sans faire de gros compromis, soit sur les dépenses, soit sur la fiscalité existante. En outre, la rhétorique protectionniste comporte également un risque inflationniste, à la fois par le biais des tarifs et par celle de la politique d'immigration, qui peut raviver les tensions sur le marché du travail.

Politique monétaire: de l'enfer au paradis

Indépendamment de l'historique mouvementé entre Jerome Powell et Donald Trump, l'équation de la politique monétaire a

été perturbée par le résultat de l'élection. Le marché monétaire américain a revu à la baisse ses attentes quant au rythme et à l'ampleur de l'assouplissement monétaire amorcé en septembre dernier, en total contraste avec les autres zones monétaires.

En définitive, le retour de Donald Trump, c'est la continuité dans le changement. Depuis son premier mandat, la politique budgétaire est devenue structurellement procroissance, forçant la Fed à une politique restrictive afin de contenir l'inflation. Une situation qui s'apparente au quatrième cercle de l'Enfer de Dante, où les «avares» (la Fed) et les «déspendieux» (le Trésor) sont condamnés à pousser dans des directions opposées. Une situation qui n'en a pas moins produit un réel dynamisme économique. Jusqu'à présent du moins. ■