

Lettre n°145

Les Etats-Unis un an après l'élection de Trump (2) Les tarifs douaniers et les marchés boursiers.

« *La cupidité, faute d'un meilleur mot est une bonne chose* » Michael Douglas dans le film Wall Street.

Telle est la conviction de Trump et il sait en profiter à titre personnel mais pour le succès de l'Amérique, c'est moins évident, comme on peut le voir avec les 4 points ci-dessous :

Sous l'angle politique, les tarifs étaient pour Trump l'arme suprême de son programme. Arme commerciale, arme financière mais aussi arme géopolitique pour exercer des pressions sur des pays. La décision de la Cour suprême, d'invalider une partie substantielle de ces tarifs vient réaffirmer la séparation des pouvoirs, la primauté du droit sur l'arbitraire et stoppe l'extension du pouvoir exécutif au détriment du législatif car « le Congrès, seul, a le pouvoir d'imposer des droits de douane en temps de paix » notent les juges. Cette décision, outre qu'elle constitue un camouflet personnel pour Trump, est susceptible d'avoir un impact majeur sur le déficit budgétaire et d'entraver le financement de toute mesure d'augmentation du pouvoir d'achat d'ici les élections de mi-mandat.

La Cour suprême vise les droits considérés comme réciproques et non les droits spécifiques à des secteurs comme l'aluminium ou l'acier. Plusieurs questions : quel montant d'indemnisation ? quels substituts ?

Sous l'angle tarifaire, la politique de Trump n'a pas été la catastrophe annoncée car Trump a dû multiplier les reculades, les exceptions, les révisions à la baisse des tarifs, les abandons même. Il n'empêche, les tarifs douaniers étaient supposés compenser et permettre la suppression de l'impôt sur le revenu, c'est irréaliste. Les tarifs douaniers devaient permettre de rééquilibrer la balance commerciale, on en est loin car le déficit s'est aggravé de 2% en 2025 à \$1240 milliards. Les tarifs douaniers étaient supposés réduire les importations de biens, elles ont progressé à \$3438 milliards. La dépréciation du \$ souhaitée par Trump et son chef économiste, Miran, devait permettre une forte croissance des exportations, il n'en n'a rien été.

Sous l'angle géopolitique, Trump a beaucoup cassé et peu construit : casser les liens historiques avec les alliés, Canada, Europe, pourtant indispensables face à la montée de la Chine ; peu construit, car on est loin des 8 traités de paix dont il se vante. Loin d'affaiblir l'Europe qu'il exècre, il a réussi à la réveiller. Sur le plan intérieur, l'UE accélère dans l'intégration des marchés des capitaux, de l'énergie et de la défense. Sur le plan international, elle a finalisé un accord avec le Mercosur, un accord avec l'Inde et devrait conclure avec l'Australie, les Emirats et les Philippines. Le Royaume Uni, négligé par les Etats-Unis, a rejoint l'accord transpacifique. Le Canada s'est rapproché de la Corée du Sud et de la Chine et veut s'émanciper des Etats-Unis pour sa politique de défense.

Sous l'angle boursier, le marché américain a connu une volatilité certaine, forte baisse le 2 avril lors du « Libération Day », jour de l'annonce de la politique tarifaire, et puis redressement et nouveaux records au fil des renoncements. Mais, pour la première fois depuis plusieurs années, les grands marchés boursiers étrangers ont eu en 2025 et au début 2026 une meilleure performance que les marchés américains.

Les tarifs sont loin d'apporter les bénéfices attendus :

Selon le BCG, les droits de douane touchent 65% des importations contre 13% début 2025. En 2025, les tarifs, en moyenne 17% sur les importations, soit le plus haut niveau depuis 1932, ont rapporté \$287 milliards, soit 3 fois plus qu'en 2024. Cela reste une goutte d'eau par rapport aux \$2000 milliards de recettes de l'impôt sur le revenu que Trump souhaitait ainsi pouvoir supprimer.

De surcroît, ces tarifs ont été à 90% supportés par les compagnies américaines et les consommateurs américains et non, comme annoncé par Trump, par les firmes étrangères. C'est donc un impôt déguisé sur les Américains et la Cour suprême ne l'a pas accepté.

Enfin, le déficit commercial, loin d'être réduit comme anticipé par Trump, s'est aggravé de 2% en 2025. Les importations de biens, loin de baisser, ont progressé à \$3438 milliards, les exportations de biens ont légèrement augmenté, à \$2197 milliards, mais la dépréciation du \$, souhaitée par Trump n'a pas permis des miracles. Au regard de la force des GAFAM, le solde des échanges de services est plus limité que prévu, \$1235 milliards d'exportations, \$895 milliards d'importations.

Rien de surprenant à voir une majorité d'Américains opposée à cette politique et, avoué déguisé de l'erreur de cette politique, Trump ne peut ignorer l'impopularité des taxes douanières. L'incidence des tarifs est en partie compensée soit par des aides, soit par une suspension : Trump envisage de moduler, voire supprimer, sa tarification à 50% sur l'acier et l'aluminium car beaucoup de sociétés utilisatrices américaines sont pénalisées dans leur compétitivité. En novembre, il avait déjà dû faire marche arrière en exonérant de taxes le bœuf, le café et les fruits venus d'Amérique Latine. Récemment, des députés républicains ont voté pour annuler les tarifs contre le Canada et, auparavant, Trump avait dû promettre \$12 milliards aux agriculteurs pour compenser les méfaits des tarifs (c'était \$23 milliards durant le 1^{er} mandat). En dépit, de cette aide, des fermiers sont en faillite car si la Chine, en 2024, avait acheté \$12.6 milliards de soja, en septembre 2025, 0.

- *L'erreur d'approche envers l'UE :*

Erreur, car les 2 rives de l'Atlantique sont très imbriquées. Les Etats-Unis reprochent à l'Europe d'être incapable de se défendre sans l'Amérique, de faire obstruction aux GAFAM et d'afficher un excédent commercial de \$220 milliards en 2025 (l'Allemagne a un excédent de \$73 milliards avec les Etats-Unis, l'Italie \$30 milliards, la France \$18 milliards).

Mais, si les relations s'enveniment, l'Union européenne pourrait mettre en œuvre pour la 1^{ère} fois, à la majorité qualifiée, le mécanisme anti-coercition (exclusion des entreprises américaines pour des marchés publics, restriction sur les services où l'UE a un déficit de €150 milliards), des droits de douane sur €93 milliards de produits importés (exemple 25% sur Boeing, le soja, le Bourbon, les voitures, ...) et suspendre la ratification de l'accord sur les tarifs douanier.

Rappelons que les Etats-Unis ont \$3900 milliards d'investissements en Europe et l'Europe \$3600 milliards aux Etats-Unis. L'UE est la 1^{ère} destination des exportations américaines de services, \$294 milliards. Ainsi, par exemple, 5 compagnies américaines contrôlent 83% du marché européen du Cloud (selon IDC).

Les investisseurs européens détiennent \$8000 milliards d'actions et d'obligations américaines selon la Deutsch Bank. L'Europe détient \$3800 milliards de dette américaine, soit 10% de la dette. Si les tensions persistent, une partie pourrait être vendue et réinvestie en Europe.

La part de marché américaine dans l'approvisionnement en gaz liquéfié européen devrait être à 60% en 2026, ce qui représente ¼ de la consommation de gaz européenne. Libérés de la dépendance au gaz russe, les européens s'inquiètent maintenant de cette dépendance au gaz américain et se tournent vers la Norvège, le Qatar et l'Algérie.

- *La difficulté à se passer de la Chine :*

Certes les exportations chinoises vers les Etats-Unis ont baissé de 30% en 2025, certes les importations américaines en provenance de Chine ne représentent plus que 9% du total des importations américaines contre 13% en 2024, certes le déficit américain avec la Chine est passé de \$300 milliards en 2024 à \$202 milliards en 2025 mais les exportations d'Asie du Sud-Est vers les Etats-Unis, souvent réalisées par des filiales

d'entreprises chinoises, ont augmenté de 25% malgré les tarifs de Trump (Cambodge par exemple pour le textile) et le Vietnam affiche un record de l'excédent commercial avec les Etats-Unis sur 11 mois à \$120 milliards.

La Chine se joue également des sanctions puisque 20% de ses approvisionnements proviennent de pays sous sanctions américaines.

- *L'impérialisme en Amérique du Sud :*

En réaffirmant la doctrine de Monroe les Etats-Unis sont intéressés par les matières premières d'Amérique latine car l'Argentine et la Bolivie détiennent 60% des réserves mondiales de lithium, le Chili et le Pérou réalisent 1/3 de la production mondiale de cuivre.

Les Américains veulent également contrer la Chine qui a beaucoup développé les échanges avec l'Amérique latine, \$500 milliards en 2024, dont 40% avec le Brésil, contre \$300 milliards avec l'Afrique. Mais le Brésil n'hésite pas à afficher son indépendance.

Une performance boursière en demi-teinte :

2025 a été la 3^{ème} année consécutive d'une appréciation de la bourse supérieure à 10% mais la performance, surtout exprimée en Euros, a été inférieure à celle des autres grands marchés.

Certes, sur 3 ans, la hausse cumulée a été supérieure à 80% mais celle des bénéfices du S&P500 de 20%. En 2025, néanmoins, la hausse de l'indice reflète à peu près la croissance des bénéfices. Il y a donc eu peu de revalorisation des PER.

La hausse des bénéfices a été particulièrement forte pour les grandes valeurs de la technologie. En 2025, les Magnificent 7 représentaient 33% de l'indice S&P500 et 42% de l'appréciation boursière. Mais, pour la première fois depuis 2021, ce groupe a représenté moins de la moitié de l'appréciation de la bourse. Certes la hausse de Nvidia a contribué pour 2.7 points dans l'appréciation de l'indice S&P500, certes Alphabet s'est apprécié de 65%, mais les 5 autres ont eu un parcours heurté.

Sur les 500 valeurs, seulement 320 ont enregistré une performance positive en 2025 et seulement 30% des titres ont affiché une performance supérieure à celle de l'indice. Cette tendance, déjà observé en 2023 et 2024, souligne une concentration des performances jamais vu depuis 1999, veille de l'éclatement de la bulle tech.

Les petites valeurs, voir l'indice S&P SmallCap 600, ont affiché un recul de 10% des bénéfices ces 3 dernières années. Néanmoins, une croissance des bénéfices supérieurs à 10% est attendue cette année pour ces petites valeurs et leur PER, 14.5x, est attractif.

En 2025, Le Dow Jones n'a augmenté que de 15% en dollars contre 35% en 2017, la première année du premier mandat de Trump. Les bénéfices ont augmenté en moyenne de près de 13% et les attentes sont similaires pour l'année 2026 mais la faveur des 7 Magnifiques tourne.

A ce jour, en 2026, le S&P500 est stable, le Nasdaq en recul de 1.8% alors que les grands indices mondiaux, les marchés asiatiques, Corée du Sud +37%, Taïwan +16%, notamment, sont en hausse.

Conclusion : « Acheter est bien plus américain que penser »

Sous l'angle commercial, les droits de douane, aussi longtemps que les Etats-Unis vivront avec un déficit budgétaire supérieur à 6% du PIB, une consommation aussi élevée et une épargne aussi faible, ne permettront jamais de gommer le déficit commercial, ni même de le réduire. Warhol avait raison.

Les droits de douane, variables selon les pays, empêchent les compagnies américaines d'optimiser leurs chaînes d'approvisionnement et représentent un impôt de \$287 milliards en 2025, non soumis à l'approbation du Congrès. Autant de raisons qui ont incité la Cour suprême à invalider cette politique.

Sous l'angle financier, entre \$130 milliards et \$174 milliards (selon Wharton) de droits de douane indûment perçus devraient être remboursés mais cela pourrait prendre des années avec des recours devant les tribunaux. Pour l'heure, plus de 1000 sociétés ont demandé un remboursement et quelque 300 000 importateurs sont concernés. Trump veut compenser avec une taxe de 15% sur toutes les importations en accord avec la section 122 du Trade Act de 1974 qui permet d'imposer pendant 150 jours des pays en situation d'excédent commercial avec les Etats-Unis.

Sous l'angle boursier, cette année, le marché boursier et la croissance vont être favorisés par la dérégulation dans le secteur bancaire, les remboursements d'impôts prévu par le BBB Act, 2 à 3 baisses de taux d'intérêt, la poursuite d'investissements inédits dans l'intelligence artificielle, les gains de productivité issus de l'IA, la faiblesse du \$. La croissance du PIB pourrait ainsi atteindre 2.4% mais au-delà de ces effets d'aubaine, de cette surchauffe potentielle, rien ne garantit la pérennité de cette croissance.

Le marché boursier, à 22 fois les bénéfices escomptés, n'a été à ce niveau que 2 fois depuis le milieu des années 1990, une première fois lors de la bulle technologique en l'an 2000, une 2^{ème} fois lors du rallye boursier de 2021 après la COVID.

Genève, le 20 février 2026

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay, #12-01 Hong Leong Building,
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre,
248 Queen's Road East, Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.