

# Perspectives 2025-2026

## Trump : la clé de voûte des perspectives

### Points clés

- La croissance mondiale devrait se poursuivre au rythme de 3,2% en 2025, avant de ralentir à 2,9% en 2026.
- Les perspectives économiques des Etats-Unis seront déterminées par les décisions de politique économique que prendra Donald Trump. Celles-ci restent incertaines pour l'instant, mais devraient peser sur la croissance en 2026. La Chine aura probablement besoin d'un soutien budgétaire continu pour limiter la baisse de sa croissance. L'activité de la zone euro devrait s'accélérer, mais les tensions commerciales avec les Etats-Unis constituent un risque. Les marchés émergents seront également vulnérables.
- L'inflation sera probablement influencée par les mesures de politique économique américaines, ce qui limitera la marge de manœuvre de la Fed en matière d'assouplissement. La désinflation dans le monde et plus particulièrement dans les économies émergentes devrait ralentir, freinant ainsi l'assouplissement monétaire. L'inflation européenne devrait continuer à baisser et nous prévoyons une baisse des taux de la BCE en dessous du seuil de neutralité l'an prochain.
- Plus largement, des risques entoureront les développements géopolitiques, notamment en Ukraine, au Moyen-Orient et avec la Chine.

Par l'équipe de  
Recherche Macroéconomique

Avec la contribution de :

**Gilles Moec** – Chef Economiste du Groupe AXA  
et Responsable de la Recherche AXA IM

**Chris Iggo** – AXA IM Core Investments CIO

**David Page** – Responsable  
de la Recherche Macroéconomique AXA IM

## Table des matières

---

<b>Prévisions macroéconomique – Divergence</b> Par Gilles Moëc	<b>3</b>
<b>Stratégie d'investissement – Modification de l'équilibre risque/rendement</b> Par Chris Iggo	<b>6</b>
<b>Résumé – Trump : la clé de voûte des perspectives</b> Par David Page	<b>9</b>
<b>Résumé des prévisions</b>	<b>12</b>
<b>Calendrier des évènements 2025-26</b>	<b>13</b>

## Prévisions macroéconomique – Divergence



**Gilles Moec**  
Chef Economiste du Groupe AXA  
& Directeur de la Recherche AXA IM

### Points clés

- La croissance sous-jacente, la politique monétaire et la politique budgétaire divergent entre les principales régions économiques.
- L'intensité de la mise en œuvre du programme de D. Trump sera la clé.

### Trois sources de divergences

L'année 2025 pourrait être caractérisée par des divergences marquées entre les principales régions économiques du monde, autour de trois dimensions : la croissance sous-jacente, la politique budgétaire et la politique monétaire.

Commençons par la croissance. Nous prévoyons que le PIB des Etats-Unis augmentera de 2,3% l'année prochaine, au-dessus du consensus. Nous serions tentés de dire que cela dépasse également le potentiel – souvent estimé à environ 1,75% – mais la résilience de l'économie américaine reflète probablement également une augmentation du potentiel de croissance du pays. Les choix d'investissement réussis des entreprises américaines il y a dix ans – l'accélération des dépenses en logiciels et en R&D – peuvent expliquer l'accélération de la productivité. Les taux de participation ont rebondi, atteignant leur niveau le plus élevé depuis le début des années 2010, ce qui, combiné à une forte immigration, a fait augmenter l'offre de travail.

Le fort momentum des Etats-Unis contraste avec les difficultés de la Chine qui traverse une correction importante dans le secteur immobilier. Les différentes expériences à travers le monde suggèrent que les ralentissements dans l'investissement résidentiel durent des années. Étant donné les perspectives démographiques défavorables de la Chine et le fait que le rattrapage en termes de qualité de logement a été largement achevé, compter sur une reprise dans un futur proche semble illusoire. Les investissements résidentiels ont représenté jusqu'à près d'un cinquième de la croissance chinoise. Avec ce moteur éteint, il est difficile de voir comment la Chine pourrait atteindre l'objectif officiel de croissance du PIB « autour » de 5% cette année (nous prévoyons 4,5% l'année prochaine). Plus fondamentalement, nous pensons que la Chine a atteint les limites de son modèle de croissance intensif en capital. Diriger une plus grande part des gains de productivité vers les salaires

réels, plutôt que vers les bénéfices des entreprises et la compétitivité, contribuerait grandement à faire évoluer le pays vers un modèle basé sur la consommation, vers lequel toutes les économies matures ont, à un moment donné de leur développement, effectué une transition. Pourtant, pour l'instant, Pékin continue de se concentrer sur sa stratégie de « qualité productive », qui repose sur l'allocation de plus de capital vers les secteurs stratégiques dépendants des exportations, tels que l'automobile, à un moment où le protectionnisme est une tentation croissante au niveau mondial. Le ralentissement chinois est pour nous structurel, et non cyclique.

La zone euro est susceptible de maintenir un rythme de croissance médiocre en 2025. Nous prévoyons des gains de PIB de 1,0%, en dessous du consensus. Bien que les salaires nominaux continuent de surperformer l'inflation, les gains réels qui en résultent – contrairement aux Etats-Unis – tendent à être épargnés plutôt qu'à être consommés. Une incertitude généralisée explique probablement ce schéma. L'instabilité politique joue un rôle à cet égard en France. En Allemagne, la faiblesse générale reflète en grande partie des lacunes structurelles. Bien que le gros de la crise des prix de l'énergie soit derrière nous, l'industrie allemande a encore du mal à se normaliser, avec des signes de délocalisation d'activités et une difficulté à s'adapter à de nouveaux modèles de demande, par exemple dans l'industrie automobile. Les cas de surperformance ne peuvent pas être facilement reproduits : l'Espagne continue de bien performer, mais cela est dû à une nette amélioration des conditions d'offres, avec d'importants flux migratoires, notamment en provenance d'Amérique latine. Dans l'ensemble de la zone euro, la productivité continue de stagner, ce qui, combiné à une croissance médiocre de l'offre de travail – en dehors de l'Espagne – et à des investissements d'entreprise hésitants, suggère que la croissance potentielle doit probablement être révisée à la baisse par rapport à son estimation habituelle d'environ 1,2%.

### Un stimulus budgétaire mal réparti

Les Etats-Unis n'ont pas besoin d'un nouveau stimulus budgétaire. Au-delà de sa puissance structurelle, sa position conjoncturelle reste solide. L'augmentation du taux de chômage – maintenant conforme à la « règle de Sahm », selon laquelle une hausse de plus de 0,5 point de pourcentage par rapport au creux des douze mois précédents prédit de manière fiable une récession – est bien sûr une préoccupation, mais « cette fois, cela peut être différent ». En effet, la croissance de l'emploi reste décente, ce qui constitue une différence marquée par rapport aux précédents cas où le « point de Sahm » avait été atteint. L'augmentation du taux de chômage

reflète principalement de meilleures conditions d'offre de travail.

Cependant, le programme de Donald Trump est cohérent avec une nouvelle dérive du déficit budgétaire de 2 points du PIB dans les années à venir, à partir d'une base déjà problématique d'environ 6% du PIB. Certaines de ses mesures ne modifieraient pas nécessairement beaucoup les dynamiques de croissance à court terme. Prise de façon isolée, la prolongation des réductions d'impôts de 2017 maintiendrait simplement la position budgétaire inchangée. La réduction du taux d'imposition des sociétés de 21% à 15% aurait probablement un effet immédiat limité sur les dépenses des entreprises. Cependant, l'exemption des pensions de la « social security » de l'impôt sur le revenu pourrait libérer un revenu équivalent à environ 0,4% du PIB pour certains ménages ayant une forte propension à dépenser. Combiné à la déréglementation – notamment dans le domaine des investissements énergétiques – cela pourrait continuer à alimenter un « sentiment général positif » faisant monter les prix des actions, soutenant indirectement les dépenses de consommation (effet richesse).

À l'inverse, en Europe, la position budgétaire devient restrictive. D'après les plans budgétaires des trois plus grandes économies de la zone euro, 2025 serait la plus forte contraction nette des finances publiques depuis 2012, à près de 1% du PIB. Cela ajoutera à la faiblesse générale de la demande agrégée. Certes, les difficultés politiques en France pourraient tempérer les plans d'ajustement initiaux, mais nous pensons qu'une dérive significative serait « punie » par un élargissement supplémentaire de l'écart de rendement souverain. L'Allemagne pourrait et devrait utiliser sa capacité budgétaire pour s'attaquer à certains de ses problèmes structurels. Ce débat semble vouloir évoluer mais nous n'en sommes qu'à l'ébauche. Le leader du Centre-Droit (CDU) – qui, selon les sondages, est susceptible de devenir le prochain Chancelier après les élections anticipées prévues pour fin février 2025 – a exprimé son ouverture à une certaine réforme du « frein à la dette » mais il devra d'abord former une coalition puis atteindre la majorité des deux tiers au parlement nécessaire pour modifier ces règles constitutionnelles. Nous ne nous attendons pas à un assouplissement significatif de la politique budgétaire allemande avant la seconde moitié de l'année prochaine, si tant est que cela se produise.

La Chine semble envisager un recours plus large aux politiques stimulantes, mais la marge de manœuvre est étroite : la dette publique en Chine dépasse déjà 100% du PIB. Les mesures visant à renforcer la stabilité financière ne doivent pas être confondues avec un stimulus au sens strict. L'émission supplémentaire d'obligations autorisée aux autorités locales à l'automne 2024 est une manière de formaliser la dette « cachée » existante – l'exposition au secteur immobilier via les

véhicules spéciaux des gouvernements locaux – mais ne peut être assimilé à des dépenses publiques classiques.

## Divergence de politique monétaire

La politique monétaire, comme souvent, sera la « variable d'ajustement » qui équilibrera ces forces contradictoires. Pour la Fed, nous prévoyons que le processus actuel de « normalisation de la phase de restriction » sera stoppé net au début de 2025 (la Fed ne baissant les taux qu'une seule fois en 2025 pour ensuite s'arrêter à 4,25%) en raison d'une nouvelle pression inflationniste. En plus de l'impact habituel d'un stimulus budgétaire sur les prix, la Fed devra prendre en compte la hausse des droits de douane évoquée par la nouvelle administration. La répression annoncée sur l'immigration – avec même des renvois massifs d'immigrés déjà présents dans la main-d'œuvre américaine – relancerait probablement la pression sur les salaires. Même si nous ne prévoyons pas que l'augmentation des droits de douane ou les actions sur l'immigration soient aussi radicales que ce qui a été présenté durant la campagne, même une version modérée empêcherait probablement une convergence supplémentaire vers l'objectif d'inflation de la banque centrale, dans un contexte de pression endogène encore persistante (l'inflation dans les services ne s'est toujours pas normalisée).

De manière symétrique, nous pensons que la BCE va devoir accélérer vers une politique monétaire plus accommodante compte tenu des conditions économiques faibles – exacerbées par l'impact des droits de douane américains sur les exportations européennes et dans un contexte de resserrement budgétaire net. Nous prévoyons que le niveau terminal du taux de dépôt atteindra 1,5%, soit 50 points de base en dessous de l'estimation consensuelle du taux neutre dans la zone euro. L'élargissement de l'écart de politique monétaire entre l'Atlantique alimenterait une nouvelle baisse de l'euro vers la parité, ce qui compenserait une partie de l'impact des droits de douane américains.

Malgré des signaux clairs que la déflation est un risque majeur en Chine, la PBOC est souvent hésitante à prendre des décisions radicales. La détérioration de la marge d'intérêt des banques chinoises dans un contexte de d'assouplissement monétaire est une source de préoccupation pour la banque centrale, car cela nuit à la profitabilité qui peut aider à absorber l'augmentation du nombre de prêts non performants. Une voie d'ajustement naturelle pourrait néanmoins consister à permettre une dépréciation significative du renminbi. Bien qu'une dépréciation de 60% pour compenser les droits de douane américains entraînerait un degré de dépréciation qui pourrait probablement déclencher des risques de stabilité financière pour la Chine elle-même, permettre au renminbi de s'affaiblir par rapport à l'euro et à d'autres devises clés « non dollar » pourrait aider les exportateurs chinois à remplacer

leurs parts de marché perdues aux Etats-Unis par de nouvelles parts dans le reste du monde.

## **Jusqu'où la nouvelle administration de D. Trump peut t'elle aller ?**

Une incertitude clé dans notre scénario est la mesure dans laquelle Donald Trump mettra en œuvre son programme fiscal et commercial. La nomination de Scott Bessent – un pragmatiste – au poste de secrétaire au Trésor et le choix par les sénateurs républicains d'un modéré, John Thune, comme leur leader pourraient indiquer qu'un rabais significatif pourrait être appliqué par rapport à la version présentée durant la campagne.

Cependant, même dans une « version modérée », nous prévoyons que la croissance américaine ralentisse en 2026 (1,5%), tombant en dessous du potentiel : les contraintes du côté de l'offre combinées à des conditions monétaires restrictives s'avèreraient finalement trop lourdes à supporter, surtout puisque nous croyons que les conditions financières globales pourraient se resserrer, puisque le marché obligataire réagirait négativement à la dérive budgétaire supplémentaire. Une fois le ralentissement amorcé, la Fed serait en position de reprendre les baisses de taux, ce qui améliorerait les conditions financières pour les pays émergents, mais seulement après avoir traversé une période difficile en 2025, entre une demande chinoise plus faible et des flux de capitaux décevants.

La façon dont les gouvernements s'adaptent et développent leur propre stratégie macroéconomique à cette nouvelle donne sera bien sûr essentielle. L'escalade de la guerre commerciale n'est finalement dans l'intérêt de personne – surtout pas pour des régions comme l'Europe et la Chine qui dépendent davantage de la demande extérieure que les Etats-Unis. Concevoir des stratégies qui favoriseront la croissance potentielle serait une meilleure approche. Pourtant, une autre source d'incertitude réside dans l'interaction entre la position macroéconomique américaine et les risques géopolitiques. L'autonomie énergétique croissante des Etats-Unis incite moins Washington à contrer une escalade supplémentaire au Moyen-Orient tandis que Pékin pourrait réagir aux droits de douane en devenant encore plus insistante envers Taïwan.



# Stratégie d'investissement – Modification de l'équilibre risque/rendement



**Chris Iggo**  
Président d'AXA IM Investment Institute  
et CIO Core Investments d'AXA IM

## Points clés

- La poursuite de la croissance favorise les actions et le crédit
- Il est nécessaire d'évaluer l'impact des politiques menées sur les bénéfices
- Une guerre des tarifs sera difficile pour les exportateurs
- Les valeurs technologiques devraient continuer à mener la danse
- Mais la performance des actions américaines pourrait s'élargir au-delà en cas de déréglementation
- Une trajectoire de taux plus courte aux États-Unis n'est pas mauvaise pour les investisseurs obligataires
- Les meilleurs rendements corrigés du risque restent probablement ceux des stratégies d'investissement axées sur le crédit à durée courte

## Un contexte de marché favorable, mais avec de nouveaux risques

Le programme politique radical du président américain élu Donald Trump a créé une certaine incertitude sur les marchés financiers, en termes de perspectives de rendement des investissements. Néanmoins, nous pensons que les perspectives macroéconomiques centrales restent favorables aux obligations et aux actions. La croissance, l'inflation stable et la baisse des taux d'intérêt devraient soutenir les marchés. Mais les décisions d'investissement doivent tenir compte de la résistance des flux de trésorerie et des valorisations, compte tenu des risques politiques et des sources de préoccupation plus généralement. Pour l'instant, nous ne prévoyons pas de récession en 2025, ce qui devrait permettre d'obtenir des rendements positifs sur les actions, tandis que les marchés du crédit devraient offrir des opportunités de revenus attrayantes.

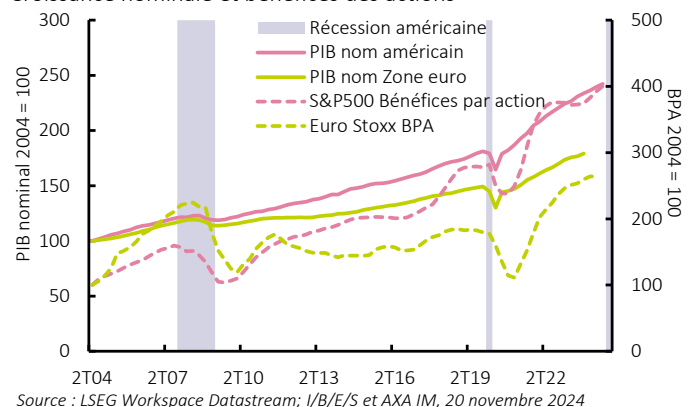
## L'agenda politique américain devrait être favorable aux actions

Le programme de Trump crée un élan de croissance potentiellement positif. La baisse de l'impôt sur les sociétés et la déréglementation devraient soutenir les marchés boursiers. L'extension des réductions antérieures de l'impôt sur le revenu et la croissance positive des revenus réels soutiendront la consommation. Malgré la préférence attendue de la nouvelle

administration pour la production de pétrole et de gaz plutôt que pour les subventions aux énergies renouvelables, les investissements dans la transition verte resteront un thème majeur, du moins en dehors des États-Unis. Les prévisions d'augmentation significative de la consommation d'électricité – tirée par le secteur technologique et la demande d'électricité de la Chine – favoriseront l'intégration des actifs solaires et éoliens dans les réseaux électriques. Les opportunités d'investissement dans des secteurs tels que les composants électriques, l'équipement et la production d'énergie renouvelable continuent d'être une option pour une approche d'actions axée sur le développement durable.

## La dynamique des bénéfices sera un moteur essentiel

Figure 1 : La croissance nominale devrait soutenir les bénéfices  
Croissance nominale et bénéfices des actions



Les rendements des actions ont toujours été positifs en dehors des périodes de récession aux États-Unis, avec une performance moyenne sur 12 mois d'environ 15 %, contre un rendement moyen de -6 % pendant les récessions (selon le National Bureau for Economic Research). Après une solide croissance des bénéfices en 2024, le consensus prévoit pour 2025 une croissance d'environ 13 % des bénéfices par action pour l'indice S&P 500. Une grande partie de cette croissance continuera d'être tirée par le secteur technologique, et rien n'indique que la demande de technologies liées à l'intelligence artificielle (IA) s'affaiblisse. En 2024, près de la moitié de la croissance des bénéfices par action de l'ensemble du marché proviendra des secteurs des technologies de l'information et des communications aux États-Unis. La politique menée pourrait stimuler une croissance plus forte des bénéfices dans des domaines tels que les services financiers et l'énergie, bien que l'impact des droits de douane potentiels soit inconnu pour d'autres secteurs. Dans l'ensemble, cependant, les actions américaines devraient conserver leur position de leader. Les actions à petite capitalisation pourraient également bénéficier

de la baisse des impôts et des taux d'intérêt, les prévisions de bénéfices ayant déjà été revues à la hausse (Figure 1).

### Perspectives mitigées en dehors des frontières américaines

Ailleurs, les perspectives sont mitigées. La Chine devrait continuer à mettre en œuvre des politiques destinées à stimuler la demande intérieure. Cela devrait être positif pour les actions chinoises, mais toute amélioration doit être évaluée à l'aune de l'impact négatif potentiel sur la croissance des tarifs douaniers américains. Une guerre commerciale mondiale n'est pas favorable aux entreprises qui dépendent des exportations, et les performances des actions nationales et des exportateurs pourraient diverger considérablement. Cette situation pourrait ne pas se limiter à la Chine si Trump va de l'avant en imposant des droits de douane à de nombreux pays. Les actions des marchés émergents pourraient se trouver dans un contexte plus difficile, avec des perspectives de taux d'intérêt américains moins favorables et un dollar plus fort qui constitueraient également des vents contraires.

Les perspectives de croissance de l'Europe sont modérées, même si les actions pourraient être soutenues par la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des revenus réels grâce à la baisse de l'inflation. Les actions européennes bénéficient de valorisations plus attrayantes qu'aux Etats-Unis, et leur rendement en dividendes est plus élevé. Mais la croissance attendue des bénéfices n'est que la moitié environ de celle prévue pour les Etats-Unis. Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt et axés sur la consommation devraient continuer à bien se comporter, avec un certain potentiel de hausse pour les valeurs industrielles – à condition que le cycle industriel mondial montre des signes de reprise et que les pires craintes d'une guerre commerciale ne se matérialisent pas.

### La baisse des taux d'intérêt est bénéfique pour les obligations

Le socle des marchés obligataires à taux fixe est défini par les attentes en matière de taux d'intérêt. Le « policy mix » potentiel des Etats-Unis comporte des risques inflationnistes à la hausse. En outre, l'inflation dans certaines économies s'établit légèrement au-dessus des objectifs des banques centrales. Les attentes du marché concernant les taux finaux (objectifs politiques neutres) ont donc augmenté au cours des derniers mois. Toutefois, cette situation n'est pas mauvaise pour les investisseurs obligataires. Le niveau actuel des rendements sur les marchés obligataires développés constitue la base de rendements solides, qui devraient rester supérieurs à l'inflation.

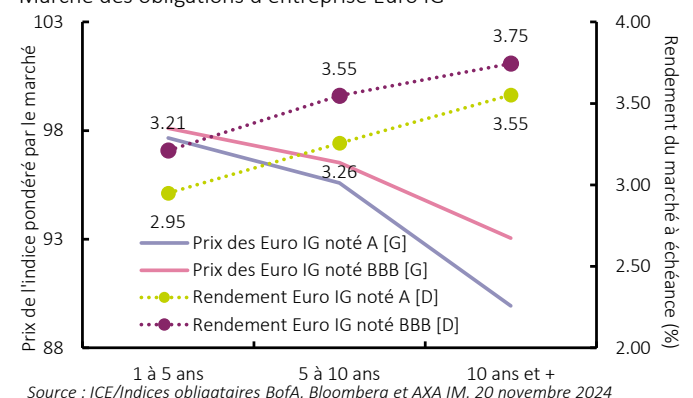
### Les stratégies à duration courte restent attrayantes

L'incertitude politique et le profil de la dette publique dans de nombreux pays font peser des risques sur les taux d'intérêt à long terme. Cela a déjà conduit à une dépréciation des obligations d'État à long terme en valeur relative, par rapport à la courbe des swaps de taux d'intérêt. Pour certains investisseurs, cela pourrait être l'occasion de délaissier la dette d'entreprise à long terme au profit des obligations d'État, en particulier pour les investisseurs institutionnels qui ont pour référence la courbe des swaps de taux d'intérêt.

Toutefois, pour les échéances courtes et intermédiaires, le marché obligataire semble solide. Nous estimons que les rendements sont assez bien évalués compte tenu des perspectives en matière de taux d'intérêt – à tel point que les investisseurs ne devraient pas subir de chocs de durée similaires à ceux observés en 2022 et 2023. Du côté du crédit, malgré le resserrement des spreads, le rendement supplémentaire et la bonne santé des bilans des entreprises soutiennent l'attrait des obligations « investment grade » et « high yield ». Bien sûr, le sentiment des investisseurs à l'égard du crédit sera soumis à l'évolution incertaine des risques politiques et géopolitiques, mais sur la base d'un rendement ajusté au risque, le crédit est attrayant. C'est particulièrement le cas pour les stratégies de duration courte. Nous continuons de penser que les obligations américaines à haut rendement, une classe d'actifs de courte durée, offrent des rendements robustes.

### Europe vs. Etats-Unis

Figure 2 : Opportunités dans le secteur du crédit Euro IG  
Marché des obligations d'entreprise Euro IG



Nous prévoyons un assouplissement monétaire plus important en Europe qu'aux Etats-Unis, reflétant une croissance plus faible. Ainsi, les investisseurs européens en titres à revenu fixe pourraient voir leurs performances stimulées par une certaine baisse des rendements obligataires. De plus, la situation relative devrait continuer à soutenir un dollar fort. Pour les investisseurs non libellés en dollars, une fois intégrée la

couverture de change, les titres à revenu fixe européens semblent plus attrayants, d'autant plus que nous continuons à voir des opportunités sur les marchés du crédit (Figure 2).

## Primes de risque

L'expansion économique mondiale, même si elle devrait s'atténuer en 2025, soutiendra les bénéfices des entreprises et les rendements des marchés des actions et du crédit. Cependant, les valorisations sont préoccupantes. C'est particulièrement le cas aux Etats-Unis, où les multiples d'actions et les écarts de crédit ont réduit les primes de risque. La prime de risque simple des actions américaines est devenue négative selon certaines mesures. Toute indication selon laquelle une politique radicale pourrait perturber les bénéfices des entreprises pourrait avoir un impact sur les multiples des actions américaines et, par conséquent, sur les performances. Compte tenu du niveau des rendements, les obligations devraient compenser quelque peu toute baisse des valorisations des actions.

Cependant, les spreads de crédit sont également serrés. Cela reflète l'appétit pour les actifs de crédit, qui est lui-même une fonction de la solidité des fondamentaux. Mais là encore, toute

menace pesant sur les perspectives macroéconomiques pourrait faire grimper les primes de risque de crédit et réduire les surplus de rendement des obligations d'entreprise.

Les investisseurs devront faire preuve de souplesse en 2025. L'atterrissage en douceur et la baisse des taux ont favorisé les rendements en 2024. Cependant, à la fin de l'année, les risques politiques et géopolitiques sont revenus sur le devant de la scène. Les tarifs douaniers, les inquiétudes concernant l'offre d'obligations d'État et les perturbations du commerce ou des matières premières dues à des événements géopolitiques menacent les flux de trésorerie actualisés et, par conséquent, les valorisations actuelles.

Les rendements des liquidités diminueront encore avec la poursuite des baisses de taux, mais assurer un revenu devrait rester au centre des préoccupations sur les marchés obligataires. La composition des rendements à partir d'une exposition au crédit de durée courte et au haut rendement reste une stratégie privilégiée. L'accent mis sur la croissance américaine dans les actions est également considéré comme essentiel, la hausse provenant de secteurs thématiques tels que l'automatisation, la transition verte et l'investissement fort et continu dans la technologie et l'IA.





# Résumé – Trump : la clé de voûte des perspectives



**David Page**  
 Directeur de la Recherche Macroéconomique  
 AXA IM Macro Research

## Points clés

- L'incertitude politique aux Etats-Unis et en Chine pèse sur les perspectives
- Les politiques de Trump vont ralentir la croissance américaine, mais seulement en 2026, tout en soutenant l'inflation
- L'économie chinoise est fragile. Les barrières tarifaires américaines seraient un coup dur. Le plan de soutien en cours devrait permettre un ralentissement maîtrisé de la croissance
- La croissance de la zone euro devrait reprendre lentement. Mais la faiblesse politique demeure un risque face aux chocs
- Les marchés émergents (EM) devront utiliser judicieusement leurs outils de politique domestique pour naviguer les vents contraires externes
- Les risques géopolitiques sont élevés

## Les perspectives mondiales dépendent de deux incertitudes politiques majeures

Deux grandes incertitudes de politique économique sont au cœur des perspectives mondiales pour 2025 et 2026. La première concerne la mesure avec laquelle le président élu des Etats-Unis, Donald Trump, traduira ses promesses de campagne en actes. Nous pensons qu'il ne réalisera pas entièrement ce qu'il a proposé en matière d'augmentation des droits de douane, d'expulsion des migrants ou d'assouplissement budgétaire. Toutefois, nous prévoyons qu'il en fera suffisamment pour avoir un impact significatif sur la croissance américaine lorsque ces politiques produiront leur plein effet en 2026.

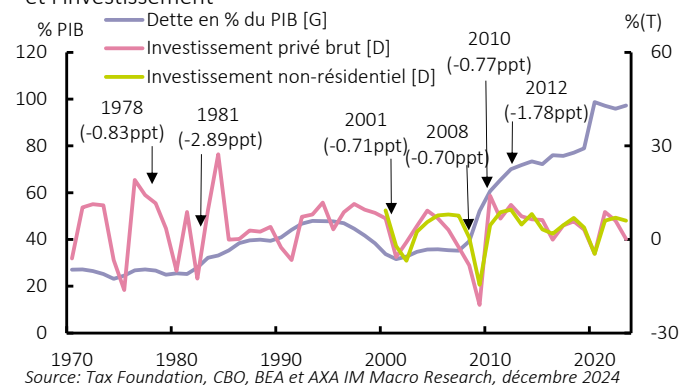
La deuxième question est de savoir si la Chine parviendra à stimuler la demande intérieure, en particulier celle des ménages, alors que l'économie semble au bord d'un piège déflationniste par la dette en raison de l'effondrement de son marché immobilier, qui a des répercussions sur les gouvernements locaux et le système bancaire. Notre hypothèse est celle d'un soutien continu, suffisant pour permettre une décélération maîtrisée de la croissance au cours des deux prochaines années. Ces hypothèses pour les deux plus grandes économies régiront la dynamique du reste de l'économie mondiale, à mesure que les politiques domestiques

s'adapteront pour faire face à ces développements extérieurs incertains, et en grande partie négatifs.

## Le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et en Chine dominera

La réélection de Trump a remplacé l'incertitude politique par l'incertitude de politique économique. Les marchés ont réagi comme si cette réélection était positive pour la croissance, mais nous estimons que les mesures budgétaires seront probablement coûteuses, et qu'elles ne donneront que peu d'impulsion (Figure 3). La déréglementation pourrait donner un coup de pouce notable à la production de combustibles fossiles, mais il est probable que ses fruits soient moins évidents pour d'autres secteurs, au mieux retardant les regains d'efficacité attendus de l'administration publique. Nous pensons qu'il est complaisant de supposer une mise en œuvre limitée des chocs d'offre, à savoir les politiques d'immigration et de tarifs douaniers. Trump a pour mandat de mettre en œuvre ces politiques et les choix des ministres suggèrent une mise en œuvre plus déterminée que lors de son premier mandat. Nous prévoyons une croissance solide en 2025, à 2,3% (contre 2,8% attendus cette année), mais un ralentissement à 1,5% en 2026, chiffre inférieur au consensus, tandis que l'inflation devrait rester à 3,2% en 2026, ce qui réduira la marge de manœuvre de la Fed pour assouplir sa politique.

Figure 3 : Les politiques américaines freineront à la croissance  
 USA - Réductions d'impôts antérieures et impact sur la dette et l'investissement



Au-delà de la politique économique, nous mettons en avant les risques géopolitiques. La nouvelle administration américaine a suggéré une résolution de la guerre en Ukraine, que nous interprétons comme un règlement forcé avec la Russie ; un retour à une « pression maximale » sur l'Iran, qui pourrait avoir un impact sur les alliances au Moyen-Orient ; et une augmentation de la pression commerciale sur la Chine. Ces éléments risquent de faire disparaître les fondements du fragile

équilibre géopolitique actuel, et d'entraîner le passage vers un nouvel équilibre. Nous ne savons pas à quoi ressemblera ce nouvel équilibre, mais nous nous attendons à ce que l'incertitude associée à la transition ait un impact négatif supplémentaire sur la croissance.

La Chine a été le point de mire de Trump avec des droits de douane de 60%. Mais la Chine est confrontée à ses propres problèmes domestiques. La crise de son marché immobilier – avec des prix en baisse de 15% par rapport au pic de 2021 et de 5 points de pourcentage (pp) pour la seule année 2024 – semble devoir se poursuivre malgré les récentes mesures de soutien. Cette situation pèse sur les dépenses de consommation, car l'immobilier représente la principale source d'investissement des ménages, et sur la relance budgétaire/la création de crédit, car le système bancaire régional et les gouvernements locaux de la Chine, étroitement liés, sont également touchés par le ralentissement du marché immobilier. La Chine est confrontée à des défis importants pour éviter le piège de la dette et de la déflation. Bien que nous ne nous attendions pas à des droits de douane de 60% sur la Chine, nous estimons un impact économique d'environ 0,5ppt. Nous prévoyons une série de mesures, y compris de nouvelles mesures de relance budgétaire et des pressions sur les entreprises d'Etat, pour stimuler la consommation des ménages en 2025. Cela devrait entraîner un ralentissement maîtrisé en Chine – plutôt qu'une grave récession – et nous prévoyons une croissance de 4,5% en 2025 (contre 4,9% cette année) et de 4,1% en 2026. Mais cela dépend des risques de mises en œuvre alors que le gouvernement est confronté à des vents contraires inhabituels provenant des forces du marché ; les risques sont biaisés en faveur d'une issue plus défavorable.

## Nouvelle mise à l'épreuve de la résistance des EM

Tous deux auront des impacts majeurs sur les autres économies du monde. Les EM seront les plus touchés, en particulier ceux d'Asie et d'Amérique latine. Nombreux sont les EM fortement exposés à la Chine, et ses activités de production domestique et d'exportation se répercuteront sur la demande de matières premières et de biens intermédiaires. Cependant, là où beaucoup ont bénéficié de la diversification des exportations des Etats-Unis vers la Chine, un nouveau régime Trump pourrait être plus concentré sur la hausse des surplus commerciaux associés et, plus spécifiquement, cibler davantage de pays.

Les EM devront adapter judicieusement leurs politiques pour gérer la demande intérieure face aux vents contraires externes. La politique monétaire reste disponible pour un assouplissement supplémentaire, avec des taux réels encore élevés dans plusieurs EM. Cependant, les politiques qui maintiennent les taux américains et le dollar plus élevés réduisent la marge de manœuvre pour un assouplissement

dans les EM. De plus, l'espace budgétaire EM reste contraint avec des déficits primaires en augmentation en 2024 par rapport aux niveaux pré-pandémiques. La politique sera la plus efficace là où les politiques monétaires et budgétaires pourront travailler de concert. Les EM devraient faire preuve de résilience, mais peu seront susceptibles d'augmenter leur croissance à long terme avec des réformes structurelles.

Les pays ayant une économie domestique relativement importante, notamment l'Inde et l'Indonésie, semblent être les mieux placés pour offrir une expansion solide – cette dernière étant l'une des rares à disposer d'espace budgétaire si les conditions devaient se détériorer. Ceux qui ont corrigés leurs déséquilibres macroéconomiques devraient rattraper leur retard d'ici 2026, notamment la Turquie, l'Argentine et la Colombie. L'Afrique du Sud, l'Egypte et le Nigéria semblent bien placés pour bénéficier de réformes structurelles. Cependant, le Brésil a vu des inquiétudes concernant la soutenabilité de sa dette déclencher une réaction de politique monétaire indésirable. Le Mexique pourrait également rencontrer des difficultés avec l'austérité budgétaire à un moment où les réformes constitutionnelles et le protectionnisme commercial américain assombrissent déjà les perspectives.

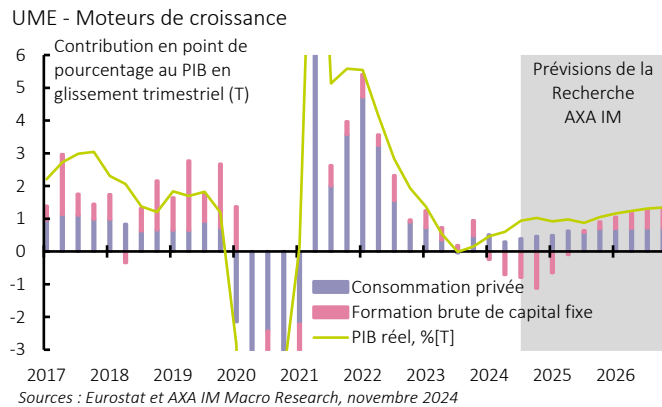
## Europe : stabilité économique, défis politiques

Pour la zone euro, la récente faiblesse devrait lentement s'inverser, malgré les risques posés par l'environnement extérieur. Le retour de l'inflation à l'objectif a soutenu la croissance du revenu disponible réel, favorisant une accélération des dépenses de consommation, malgré une forte hausse des taux d'épargne des ménages. Cela devrait se poursuivre. Nous restons sceptiques quant à une reprise significative des investissements (Figure 4). Cependant, l'évolution des vents contraires à la croissance, passant de contraintes d'approvisionnement à une insuffisance de la demande, a accru la possibilité pour la BCE de stimuler l'activité, dont la baisse des taux devrait se poursuivre jusqu'à attendre 1,5% d'ici fin 2025. Cela devrait soutenir la croissance, que nous estimons à 1,0% en 2025 (après 0,8%) et à 1,3% en 2026 à mesure que l'investissement commencera à réagir à la baisse des taux. Cette perspective reste vulnérable à une guerre commerciale plus généralisée.

Pourtant, des gouvernements fragiles représentent un risque potentiel. En Allemagne, des élections auront lieu en février au lieu de septembre. Même le retour probable d'une grande coalition semble peu susceptible d'entraîner un changement majeur dans la politique budgétaire, malgré le besoin substantiel d'investissements à long terme. La France pourrait connaître une incertitude politique supplémentaire, son gouvernement étant susceptible de faire face à de nouveaux défis l'année prochaine. Des élections en Espagne ne sont pas non plus à exclure. Des gouvernements faibles risquent

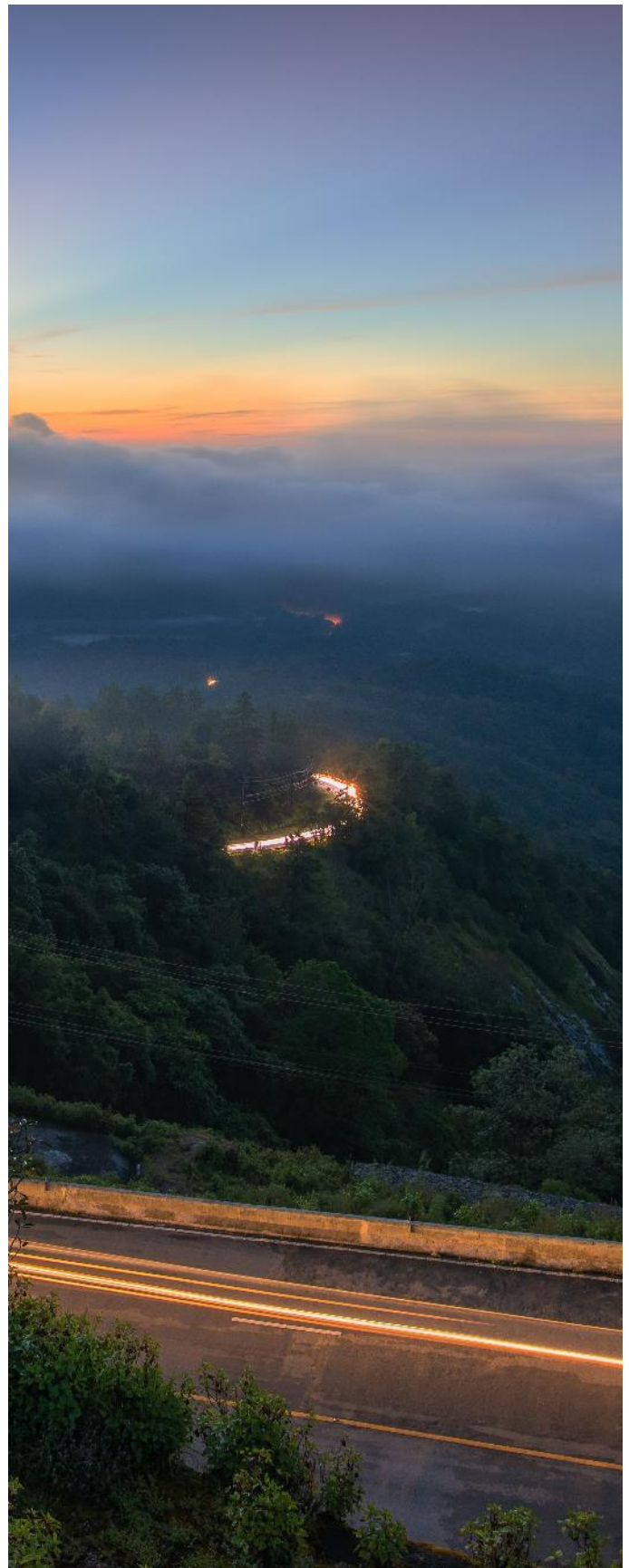
d'entraîner un relâchement par rapport au resserrement budgétaire relativement marqué prévu pour l'année prochaine. Ils entraveront la réponse de l'UE à d'éventuels barrières tarifaires américaines et compliqueraient la réaction à toute évolution géopolitique impliquant l'Ukraine ou au-delà.

Figure 4 : Reprise de la demande domestique en zone euro malgré les risques



Le Royaume-Uni devrait être politiquement plus stable et crédible qu'au cours des dernières années. Nous prévoyons une accélération de la croissance à 1,5% en 2025 (après 0,9%) et 1,4% en 2026. Cela devrait refléter la croissance continue du revenu disponible réel des ménages et un assouplissement de la politique budgétaire l'année prochaine, bien que ce dernier s'estompera en 2026. Après un budget audacieux, les finances publiques britanniques risquent à nouveau de se détériorer si la croissance n'atteint pas les attentes ambitieuses, nécessitant des augmentations d'impôts, des coupes dans les dépenses et/ou des hausses d'emprunts. La stabilité politique pourrait commencer à attirer des capitaux étrangers, un effet suggéré par la devise cette année. Mais en tant qu'économie ouverte, le Royaume-Uni partage les risques de l'Europe en cas de guerre commerciale plus vaste et de développements géopolitiques.

Les perspectives économiques mondiales sont donc suspendues à l'incertitude des évolutions politiques à Washington et à Pékin. Nos prévisions suggèrent que la croissance mondiale restera à 3,2% en 2025, mais s'affaiblira à 2,8% en 2026. L'année prochaine, hors de la Chine, la croissance mondiale sera comparable au rythme d'activité de la période post-crise financière (2012-2019), bien que cela semble ralentir en 2026 avec un ralentissement plus marqué aux Etats-Unis et plus large au sein des marchés émergents. Cependant, il existe un risque que ce ralentissement reflète un nouvel ajustement structurel – notamment en raison des ajustements de l'offre aux Etats-Unis – ce qui signifie, du moins pour l'horizon de prévision, une marge relativement limitée pour un assouplissement de la politique économique et des perspectives de taux d'intérêt à terme relativement élevés.



## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2024*		2025*		2026*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>		<b>3.2</b>		<b>2.9</b>	
<b>Economies avancées</b>	<b>1.6</b>		<b>1.7</b>		<b>1.4</b>	
Etats-Unis	2.8	2.6	2.3	1.8	1.5	2.0
Zone euro	0.8	0.7	1.0	1.2	1.3	1.4
Allemagne	-0.2	0.0	0.3	0.7	1.0	1.3
France	1.1	1.1	0.7	1.0	1.0	1.3
Italie	0.5	0.8	0.4	0.9	0.8	1.0
Espagne	3.1	2.7	2.8	2.0	2.5	1.7
Japon	-0.3	0.0	1.1	0.0	0.9	0.0
Royaume-Uni	0.9	0.0	1.5	0.0	1.4	0.0
Suisse	1.6	1.4	1.5	1.5	1.4	1.6
Canada	1.1	1.1	2.1	1.7	1.7	2.1
<b>Economies émergentes</b>	<b>4.1</b>		<b>4.2</b>		<b>3.9</b>	
Chine	4.9	4.8	4.5	4.4	4.1	4.2
<b>Asie (à l'exclusion de la Chine)</b>	<b>5.4</b>		<b>5.0</b>		<b>4.8</b>	
Inde	6.9	6.8	6.6	6.6	6.5	6.6
Corée du Sud	2.2	2.4	1.7	2.1	1.3	2.2
Indonésie	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	5.1
<b>LatAm</b>	<b>2.0</b>		<b>2.2</b>		<b>2.1</b>	
Brésil	3.0	2.9	1.9	2.0	1.8	2.2
Mexique	1.4	1.5	1.2	1.3	1.0	2.0
<b>Europe émergente</b>	<b>2.9</b>		<b>2.0</b>		<b>2.2</b>	
Russie	3.6	3.5	1.3	1.6	1.2	1.3
Pologne	2.5	3.1	3.1	3.7	2.7	3.5
Turquie	2.4	3.1	2.6	2.7	3.4	3.6
<b>Autre EMs</b>	<b>2.7</b>		<b>4.0</b>		<b>3.8</b>	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 27 novembre 2024

\* Prévisions

Inflation IPC (%)	2024*		2025*		2026*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Economies avancées</b>	<b>2.6</b>		<b>2.4</b>		<b>2.4</b>	
Etats-Unis	2.9	2.9	2.8	2.2	3.2	2.3
EMU	2.4	2.4	1.9	2.0	1.7	2.0
Chine	0.3	0.5	1.0	1.3	1.6	1.6
Japon	2.4	2.5	2.1	2.0	1.8	1.7
Royaume-Uni	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2	0.0
Suisse	1.2	1.2	1.2	1.0	1.4	1.0
Canada	2.4	2.5	1.7	2.1	1.9	2.1

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 27 novembre 2024

\* Prévisions

### Politique des banques centrales

Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)

		Actuel	2024*		2025*		2026*	
			4T-24	1S-25	2S-25	1S-26	2S-26	
<b>Etats-Unis - Fed</b>	Dates	4,75	18 déc	29 janv, 19 mars 7 mai, 18 juin	30 juil, 17 sep, 29 oct, 10 déc	28 janv, 18 mars, 29 avr, 17 juin	29 juil, 16 sept, 28 oct, 9 déc	
	Taux		-0,25 (4,50)	-0,25 (4,25)	0,00 (4,25)	-0,25 (4,00)	-0,5 (3,50)	
<b>Zone euro - BCE</b>	Dates	3,25	12 déc	30 janv, 6 mars, 17 avr, 5 juin	24 juil, 11 sept, 30 oct, 18 déc	5 fév, 19 mars, 30 avr, 11 juin	23 juil, 10 sept, 29 oct, 17 déc	
	Taux		-0,25 (3,00)	-1,00 (2,00)	-0,50 (1,50)	0,00 (1,50)	0,00 (1,50)	
<b>Japon - BoJ</b>	Dates	0,25	19 déc	24 janv, 19 mars, 1 mai, 17 juin	31 juil, 19 sept, 30 oct, 19 déc	janv, mars, mai, juin	juil, sept, oct, déc	
	Taux		+0,25 (0,50)	0,00 (0,50)	+0,25 (0,75)	0,00 (0,75)	0,00 (0,75)	
<b>Royaume-Uni - BoE</b>	Dates	4,75	19 déc	6 fév, 20 mars, 8 mai, 19 juin	7 août, 18 sept, 6 nov, 18 déc	janv, mars, mai, juin	juil, sept, oct, déc	
	Taux		0,00 (4,75)	-0,50 (4,25)	-0,50 (3,75)	-0,25 (3,50)	0,00 (3,50)	
<b>Canada - BoC</b>	Dates	3,75	11 déc	29 janv, 12 mars, 16 avr, 4 juin	30 juil, 17 sept, 29 oct, 10 déc	janv, mars, mai, juin	juil, sept, oct, déc	
	Taux		-0,50 (3,25)	-0,50 (2,75)	0,00 (2,75)	0,00 (2,75)	-0,50 (2,25)	

Source : Recherche Macro AXA IM – Au 27 novembre 2024

## Calendrier des évènements 2025-26

2025	Dates	Evènements
Janvier	1-janv.	Fin de la suspension du plafond de la dette américaine
	3-janv.	119ème réunion du Congrès américain
	6-janv.	Comptage des voix des grands électeurs par le Congrès américain
	20-janv.	Cérémonie d'investiture du Président des Etats-Unis
Février	10-11 févr.	Sommet "AI Action" en France
	23-févr.	Elections fédérales allemandes
Mars	27-mars	Conférence sur le Commerce mondial
Avril	25-27 avril	Réunion de printemps de la Banque mondiale
Mai	Mai	Elections locales britannique
	Mai	Elections au Parlement écossais
Juin	juin	Elections présidentielles polonaises
	juin	Sommet des dirigeants du G7
	24-25 juin	Sommet de l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN)
Juillet	27-juil.	Elections à la Chambre des Conseiller du Japon
Septembre	Sept	Sommet du G20
	9-sept.	Assemblée générale des Nations unies
Octobre	17-19 oct	Assemblée annuelle de la Banque mondiale
	20-oct.	Elections fédérales canadiennes
	20-oct.	Elections de mi-mandat aux Etats-Unis
Novembre	nov	Le Brésil accueille la COP30
2026	Dates	Evènements
Février	5-févr.	Expiration du nouveau traité nucléaire START
Mars	mars	Elections municipales françaises
	avril	Elections législatives hongroises
Avril	16-19 Avril	Réunion de printemps de la Banque mondiale
	1-mai	Vietnam elections expected by this date
Mai	15-mai	Fin du mandat de Jerome Powell à la présidence de la Fed
	22-26 juin	Congrès mondial 2026 de l'Association économique internationale
Juillet	1-juil.	Première révision de l'Accord Canada-Etats-Unis-Mexique (ACEUM)
Octobre	Oct	Elections brésiliennes
	16-18 oct	Assemblée annuelle de la Banque mondiale
Novembre	3-nov.	Elections de mi-mandat aux Etats-Unis

Notre Recherche est disponible sur internet : [www.axa-im.com/investment-institute](http://www.axa-im.com/investment-institute)



## À propos d'AXA Investment Managers

AXA Investment Managers (AXA IM) est un gestionnaire d'actifs de premier plan proposant une gamme d'opportunités d'investissement diversifiée dans les classes d'actifs traditionnelles et alternatives. Nous cherchons à diversifier et à faire fructifier nos portefeuilles, tout en offrant à nos clients de la valeur et des performances d'investissement sur le long terme.

AXA IM gère environ 859 milliards d'euros d'actifs\*, dont 480 milliards d'euros intégrant des critères ESG, durables ou à impact\*\*. Notre raison d'être est d'agir en faveur du progrès humain en investissant dans ce qui compte. En tant que gestionnaire d'actifs responsable, nous nous sommes engagés à intégrer les considérations ESG dans nos activités, de la sélection des titres à nos actions et notre culture d'entreprise.

AXA IM emploie plus de 2 800 collaborateurs répartis dans 23 bureaux et 18 pays\*\*. AXA IM fait partie du Groupe AXA, un leader mondial de l'assurance et de la gestion d'actifs.

\*à fin juin 2024, incluant les entités non consolidées.

\*\* à fin décembre 2023.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rédacteur : AXA Investment Managers – Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2024. Tous droits réservés.

## AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France

Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826