

Edito mensuel

Gilles Moëc

Chef Economiste du Groupe AXA
Directeur de la Recherche AXA IM

Chris Iggo,

Directeur des investissements
Président de l'Investment Institute



Renversement transatlantique ?

Key points

- L'incertitude liée aux droits de douane impacte déjà la confiance, y compris aux États-Unis, avant que l'impact « réel » ne se fasse sentir
- Quelques idées surprenantes de Washington sur l'ordre financier mondial sont une autre source d'incertitude. Il existe une fenêtre d'opportunité pour « l'ennuyeuse Europe » de renforcer le rôle international de l'euro
- Inversion des dividendes de la paix
- Des rendements plus élevés en perspective
- Les actions européennes en bénéficiaires

L'incertitude est mauvaise pour tout le monde

Le 2 avril, les États-Unis devraient publier les prochaines étapes de leurs plans sur les futurs droits de douanes – Scott Bessent les a présentées comme étant seulement le début des négociations : l'incertitude pourrait donc rester élevée pendant des mois, avec un prix immédiat à payer en termes de croissance, tant pour les cibles des nouveaux droits de douane que pour les États-Unis eux-mêmes, qui se matérialiseront avant les « effets réels » transitant par les prix. En utilisant des estimations de 2018-2019, l'incertitude pourrait à elle seule coûter entre 2 et 4% des dépenses d'investissement américain.

Du côté des consommateurs, les Américains continuent d'être plus déprimés que ne le laisse supposer l'état « objectif » de l'économie. C'était vrai sous Biden et c'est encore vrai aujourd'hui. Le rebond de la confiance après les élections a été de courte durée. Nous soupçonnons que le bombardement constant de nouvelles sur les droits de douane n'aide pas. Le sentiment compte : même en contrôlant l'impact de variables « dures » comme le pouvoir d'achat ou le taux de chômage, la confiance des consommateurs a un impact mesurable sur la consommation privée. Il est peu probable qu'il soit suffisamment puissant, à ce stade, pour précipiter

les États-Unis dans la récession, mais combiné à des cours boursiers plus bas et une mise en pause de certaines dépenses d'investissement, le ralentissement important de la croissance américaine que nous avons prévu pour 2026 pourrait se matérialiser plus rapidement.

Bien sûr, l'incertitude sur les droits de douane est un autre vent contraire pour l'Europe. Pourtant, en Allemagne et en France, l'augmentation significative de l'incertitude était antérieure à la guerre commerciale 2.0 et sa source était plus interne (doute sur le modèle de croissance en Allemagne, instabilité politique en France). Désormais, la relance promise par l'Allemagne pour les dix

prochaines années et, en France, le retour d'un leadership politique plus clair dans un contexte où dominent les thèmes de défense et d'affaires étrangères pourraient compenser certains des vents contraires extérieurs.

Pourtant, la séquence demeure problématique : les droits de douane sont pour aujourd'hui, les dépenses de défense sont pour demain.

Des idées surprenantes à Washington ajoutent à l'incertitude

Une idée circule à Washington selon laquelle les flux financiers vers les Etats-Unis pourraient être taxés pour augmenter les recettes fédérales et/ou déprécier le dollar américain. Une solution similaire – à l'idée de taxer les intérêts payés aux non-résidents sur les obligations américaines – a été mentionnée dans l'essai de Stephen Miran, proposé par Donald Trump comme Président du Council of Economic Advisers, sur la refonte de l'ordre monétaire mondial, considérée comme allant aujourd'hui à l'encontre des intérêts américains. Nous pensons que cela augmenterait le coût de financement des déficits publics et exprimerait en fin de compte une renonciation au « privilège exorbitant » qui, pendant des décennies, a permis aux Etats-Unis de poursuivre des politiques budgétaires largement libres grâce au statut du dollar comme monnaie de réserve dominante dans le monde.

Il existe un précédent dans l'histoire moderne des Etats-Unis où la Maison Blanche a volontairement, et par surprise, modifié le statut du dollar américain : le « choc Nixon » d'août 1971, lorsque le président a suspendu la convertibilité en or. Alors que c'était un succès politique pour Richard Nixon à court terme, il a fini par exacerber le problème de l'inflation aux Etats-Unis. De même, nous ne pensons pas que renoncer au « privilège exorbitant » servirait les intérêts économiques américains à long terme – mais ces débats alimentent une « musique d'ambiance » à Washington qui contribue en tout cas à la correction en cours du dollar.

L'Europe « ennuyeuse » devient plus attrayante

Il n'existe pas de solution prête à l'emploi pour refaçonner le système monétaire international si le statut du dollar s'érode. En 2010, le Fonds monétaire international (FMI) a travaillé sur certaines idées, mais le renforcement du rôle des Droits de Tirage Spéciaux ne serait pas simple. Dans tous les cas, des solutions nécessiteraient un niveau de soutien au multilatéralisme qui est – pour le moment du moins – absent de l'administration américaine. La préférence de la zone euro pour les excédents courants a longtemps entravé la capacité de l'euro à jouer un rôle majeur dans le système monétaire international. Le changement d'orientation budgétaire à Berlin pourrait changer cela.

Pourtant, le fait que la zone euro s'oriente maintenant vers un modèle de croissance plus « interne » – en résumé, les dépenses militaires remplaçant la demande chinoise pour soutenir l'industrie manufacturière – est une condition nécessaire, mais probablement insuffisante pour que l'euro puisse concurrencer le dollar en tant que monnaie de réserve sans conséquences néfastes pour l'économie européenne. La protection des droits de propriété est assurée dans l'Union européenne (UE), avec un système juridique fort – bien que les décisions sur la confiscation éventuelle d'actifs russes gelés puissent être considérées comme une « politisation » du système financier européen – et la vie politique probablement plus prévisible qu'aux Etats-Unis. La liquidité et la profondeur du marché restent toutefois problématiques, compte tenu de la fragmentation des marchés financiers qui restent organisés nationalement et de l'absence d'un actif commun de référence. C'est précisément ce que l'union des marchés de capitaux et la perspective d'une nouvelle émission conjointe pour financer la défense pourraient résoudre. La route est encore longue pour l'euro – et le processus décisionnel des institutions de l'UE devrait probablement changer pour rassurer le reste du monde sur sa capacité à répondre plus rapidement aux crises – mais nous considérons qu'il n'est plus impensable que l'euro puisse jouer un rôle plus central dans le système monétaire international à l'avenir.

La défense est la meilleure forme de durabilité

Les fondements de la société occidentale reposent sur des institutions politiques démocratiques et des droits universels. Des concepts tels que la souveraineté, l'égalité de représentation, l'éducation universelle, l'accès aux soins de santé et un filet de protection sociale sont inscrits dans le modèle, même si le financement et l'organisation diffèrent d'un pays à l'autre. Au cours des dernières décennies, les gouvernements ont pu profiter des « dividendes de la paix » de l'après-guerre froide. Cela a permis d'augmenter les dépenses en matière de santé, d'éducation et de sécurité sociale. Plus récemment, la protection de la société contre les risques liés au changement climatique a fait l'objet de dépenses plus importantes. Une attention particulière, voire des sommes considérables, ont également été consacrées à la lutte contre les inégalités et à l'inclusion, d'autant plus que les sociétés sont devenues plus diversifiées sur le plan social et culturel. Le coût de tout cela – dans le contexte de sociétés vieillissantes – a

dépassé les dividendes de la paix : les dépenses sociales ont contribué à l'augmentation des niveaux d'endettement et les investisseurs ont remis en question la viabilité des finances publiques.

En Europe, des choix difficiles doivent être faits. Le retrait apparent de la garantie de sécurité des Etats-Unis nécessitera un renversement des dividendes de la paix. Les dépenses de défense doivent augmenter. L'Allemagne a annoncé un vaste programme de dépenses en matière de défense et d'infrastructures. Mais l'Allemagne dispose de la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour augmenter son ratio dette/PIB ; d'autres pays de l'union européenne n'ont pas cette marge de manœuvre, mais ils dépenseront quand même davantage pour atteindre des objectifs de défense plus élevés en pourcentage du PIB. Des choix difficiles pourraient se traduire par une croissance plus faible des revenus privés (en raison de l'augmentation de la fiscalité) et par une diminution des dépenses sociales. Ils se traduiront inévitablement par une augmentation des coûts d'emprunt à long terme, ce que les marchés des obligations d'état européennes ont déjà commencé à intégrer dans leurs prix.

Les marchés anticipent d'énormes défis politiques à venir

La géopolitique est en pleine mutation et il est trop tôt pour savoir si l'opinion publique acceptera les choix difficiles qui s'annoncent, surtout s'ils impliquent une augmentation de la fiscalité, une hausse des taux d'intérêt et une réduction des dépenses sociales. Les hommes politiques ont pour mission de faire valoir que pour préserver le modèle démocratique à long terme, il est inévitable de le défendre contre les menaces croissantes qui pèsent sur lui aujourd'hui. La façon dont cela se passe est importante pour les investisseurs. Si le plan de l'Allemagne change vraiment la donne, comme l'ont affirmé certains commentateurs, de nouvelles opportunités d'investissement s'offriront aux investisseurs. Les dépenses des entreprises européennes dans l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement de la défense et de la sécurité augmenteront. Là encore, les marchés ont commencé à anticiper cette évolution, les actions européennes surperformant nettement le marché américain depuis le début de l'année 2025.

Les “Trumponomics” ne sont pas récompensés

Un peu plus de deux mois se sont écoulés depuis l'investiture de Donald Trump, et beaucoup de choses ont déjà changé en termes de politique américaine, dont une grande partie a des implications mondiales. Les droits de douane se traduiront par une hausse de l'inflation et une baisse de la croissance. Le changement des alliances géopolitiques entraînera une augmentation des dépenses publiques pour la défense nationale en Europe et ailleurs. Le thème de la mondialisation a été mis à mal par la pandémie ; le thème de l'exceptionnalisme américain commence à être terni par la politique américaine. Cela signifie que les entreprises et les investisseurs doivent adapter leurs propres stratégies. Des données et des enquêtes récentes, ainsi que des preuves anecdotiques, suggèrent que de plus en plus d'entreprises américaines s'inquiètent de l'impact des droits de douane sur le coût de leurs intrants et se demandent si elles seront en mesure de répercuter la hausse des prix. Les consommateurs craignent une hausse de l'inflation, comme le souligne la récente enquête de l'université du Michigan auprès des consommateurs, et ce malgré l'argument de Washington selon lequel les consommateurs américains ne paieront pas les droits de douane. Les données macroéconomiques ont commencé à fléchir et les prévisions de bénéfices des sociétés cotées sont en baisse. Le véritable scénario baissier pour les États-Unis est que l'incertitude affecte les dépenses, ce qui se traduit par de nouvelles pertes sur les marchés boursiers. Celles-ci auront à leur tour un impact sur le patrimoine financier des particuliers, et les dépenses seront encore réduites. Dans de telles circonstances, une récession peut rapidement s'installer. Dans un tel scénario, la Réserve fédérale (Fed) réduirait les taux d'intérêt dans des proportions beaucoup plus importantes que ce qui est actuellement prévu.

Changements possibles de l'orientation des flux mondiaux

Parmi les autres thèmes d'investissement qui pourraient découler de l'orientation des événements politiques actuels, citons les changements dans l'allocation globale des portefeuilles d'actions et d'obligations. Pour les raisons déjà évoquées, les perspectives des actions américaines se sont assombries. En 2024, les grandes capitalisations technologiques ont contribué à une hausse de 20% de l'indice S&P500. Il est peu probable que cela se reproduise cette année, car les multiples des valeurs technologiques ont été réduits. L'émergence de la concurrence dans le domaine des développements de l'intelligence artificielle (IA) joue un rôle à cet égard, tout comme l'incertitude politique. Nous restons favorables à la technologie et à l'IA en tant que thèmes d'investissement à long terme, mais il n'est pas certain que les entreprises américaines soient les seules à ouvrir la voie en termes d'applications et de démocratisation de leur utilisation.

Les flux étrangers vers les actions américaines ont été considérables ces dernières années. Les étrangers détiennent près de 18% en valeur des actions de sociétés cotées en bourse, selon les données de la Fed sur les flux de fonds. Si l'argument de « l'exceptionnalisme

américain » qui justifie la surpondération des Etats-Unis est terni, une partie de cet argent pourrait changer de destination ou, à tout le moins, les entrées nettes pourraient décroître. Cela laisse présager une baisse des primes des multiples sur les actions américaines par rapport au reste du monde à l'avenir. Il ne faut pas oublier que les Etats-Unis ont un important déficit de la balance courante, ce qui incite les capitaux du reste du monde à aller vers les actions cotées et privées, les obligations du Trésor, les marchés du crédit aux entreprises et l'immobilier. Un dollar plus faible est inévitable si le reste du monde est moins enthousiaste à l'idée de détenir des actifs américains.

L'Europe devrait bénéficier de ces changements dans l'allocation mondiale des actifs. L'augmentation des emprunts publics modifiera l'équilibre entre l'épargne et l'investissement dans la région, ce qui se traduira par une diminution des sorties de capitaux et une augmentation de l'investissement intérieur. Une partie de ces investissements sera absorbée par les marchés obligataires par le biais d'une augmentation de l'émission de dette. L'amélioration de la stabilité budgétaire dans le sud de l'Europe devrait aider ces économies à gérer les coûts d'emprunt plus élevés, même si la France pourrait être confrontée à des défis plus importants. La mutualisation des dépenses pour stimuler l'Europe sera utile. Pour les marchés du crédit, une intégration financière plus étroite semble inévitable, car des marchés de capitaux plus profonds seront nécessaires pour faciliter l'augmentation des investissements. Cela devrait profiter aux sociétés financières.

Les marchés d'actions sont en mouvement en Europe. Les actions du secteur de la défense et des secteurs connexes ont enregistré de bonnes performances. Les investisseurs modifient leurs allocations en faveur de ces entreprises et font valoir « qu'il n'y a pas de durabilité sans sécurité ». Il y aura également des impulsions de croissance plus larges, car le plan de l'Allemagne prévoit d'augmenter les dépenses non seulement pour la défense, mais aussi pour les transports, l'énergie, la technologie et les télécommunications. Le complexe militaro-industriel européen sera stimulé. Aux Etats-Unis, le leadership technologique des dernières décennies s'est appuyé sur une part plus importante des dépenses de défense. Il y aura des effets multiplicateurs en termes de dépenses du PIB, mais aussi, potentiellement, en termes de productivité.

Pour l'instant, l'Europe bénéficie de valorisations moins élevées que les Etats-Unis, d'une croissance décente des bénéfices qui devrait se maintenir dans les années à venir, ainsi que d'une orientation politique moins imprévisible qu'aux États-Unis. L'euro ne deviendra peut-être pas la monnaie de réserve mondiale, mais l'Europe peut profiter du fait que les Etats-Unis perdent un peu de leurs « privilèges exorbitants ».

**[Télécharger la présentation détaillée de
notre Stratégie d'Investissement de mars \(en anglais\)](#)**

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2024		2025*		2026*	
	AXA IM		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	3.3		3.2		2.9	
Economies avancées	1.6		1.5		1.4	
Etats-Unis	2.8		2.1	2.2	1.5	2.0
Zone euro	0.9		0.8	0.9	1.2	1.4
Allemagne	-0.2		0.1	0.3	1.0	1.3
France	1.1		0.4	0.7	0.9	1.3
Italie	0.5		0.2	0.7	0.7	1.0
Espagne	3.2		2.9	2.4	2.5	1.7
Japon	0.1		1.3	1.2	0.9	0.9
Royaume-Uni	0.9		0.9	1.1	1.4	1.5
Suisse	1.3		1.2	1.2	1.8	1.6
Canada	1.3		1.5	1.5	0.9	2.1
Economies émergentes	4.2		4.2		3.9	
Chine	5.0		4.5	4.5	4.1	4.2
Asie (à l'exclusion de la Chine)	5.4		5.0		4.9	
Inde	6.7		6.5	6.5	6.7	6.6
Corée du Sud	2.1		1.5	1.7	1.5	2.2
Indonésie	5.0		5.1	5.0	4.9	5.1
LatAm	2.2		2.0		2.1	
Brésil	3.4		1.9	2.1	1.8	2.2
Mexique	1.5		0.6	0.9	1.0	2.0
Europe émergente	3.2		2.1		2.2	
Russie	3.8		1.4	1.7	1.2	1.3
Pologne	2.9		3.1	3.5	2.7	3.5
Turquie	3.2		3.0	2.6	3.4	3.6
Autre EMs	2.8		4.0		3.8	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 25 mars 2025

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2024		2025*		2026*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	2.6		2.7		2.4	
Etats-Unis	2.9		3.0	2.7	3.2	2.3
EMU	2.4		2.1	2.0	1.6	2.0
Chine	0.2		0.5	1.3	0.8	1.6
Japon	2.7		3.0	2.0	1.8	1.7
Royaume-Uni	2.5		3.3	2.3	2.3	0.0
Suisse	1.1		0.4	1.0	0.9	1.0
Canada	2.4		2.4	2.1	2.2	2.1

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 25 mars 2025

* Prévisions

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Résumé des prévisions

Politique des banques centrales									
Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)									
		Actuel	2T-25	3T-25	4T-25	1T-26	2T-26	3T-26	4T-26
Etats-Unis - Fed	Dates		6-7 mai	29-30 juil	28-29 oct	27-28 janv	28-29 avr	28-29 juil	27-28 oct
	Taux	4.50	17-18 juin	16-17 sept	9-10 déc	17-18 mars	16-17 juin	15-16 sept	8-9 déc
Zone euro - BCE	Dates		17 avr	24 juil	30 oct	5 fév	30 avr	23 juil	29 oct
	Taux	2.50	5 juin	11 sept	18 sep	19 mars	11 juin	10 sept	17 déc
Japon - BoJ	Dates		30 avr - 1 mai	30-31 juil	29-30 oct	janv	mai	juil	oct
	Taux	0.50	16-17 juin	18-19 sept	18-19 déc	mars	juin	sept	déc
Royaume-Uni - BoE	Dates		8 mai	7 août	6 nov	5 fév	30 avr	30 juil	5 nov
	Taux	4.50	19 juin	18 sept	18 déc	19 mars	18 juin	17 sept	17 déc
Canada - BoC	Dates		16 avr	30 juil	29 oct	janv	mai	juil	oct
	Taux	2.75	4 juin	17 sept	10 déc	mars	juin	sept	déc
			0,00 (2,75)	0,00 (2,75)	0,00 (2,75)	0,00 (2,75)	0,00 (2,75)	-0,25 (2,50)	-0,25 (2,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 25 mars 2025

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre Recherche est disponible sur internet : www.axa-im.com/investment-institute



À propos d'AXA Investment Managers

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

AXA IM gère environ 879 milliards d'euros d'actifs*, dont 493 milliards d'euros intégrant des critères ESG, durables ou à impact. En tant qu'acteur reconnu de l'investissement responsable, nous adoptons une approche pragmatique afin de créer de la valeur à long terme pour nos clients, nos employés et l'économie dans son ensemble.

AXA IM fait partie du Groupe AXA, un leader mondial de l'assurance et de la gestion d'actifs, et emploie plus de 3 000 collaborateurs répartis dans 24 bureaux et 19 pays.

*Données à fin décembre 2024.

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 2025. 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