

Les droits de douane et l'actualité en Europe alimentent la volatilité



MONICA DEFEND
Directrice de l'Amundi
Investment Institute



VINCENT MORTIER
Directeur des
investissements du
groupe

« Les inquiétudes croissantes concernant la croissance américaine et la grande incertitude politique ont déclenché un fort arbitrage au détriment des méga-capitalisations américaines. »

Avec la contribution de
MAHMOOD PRADHAN
Responsable de la
macroéconomie mondiale, AII*

GUY STEAR
Responsable de la stratégie pour
les marchés développés, AII*

FEDERICO CESARINI
Responsable de la stratégie de
change pour les marchés
développés

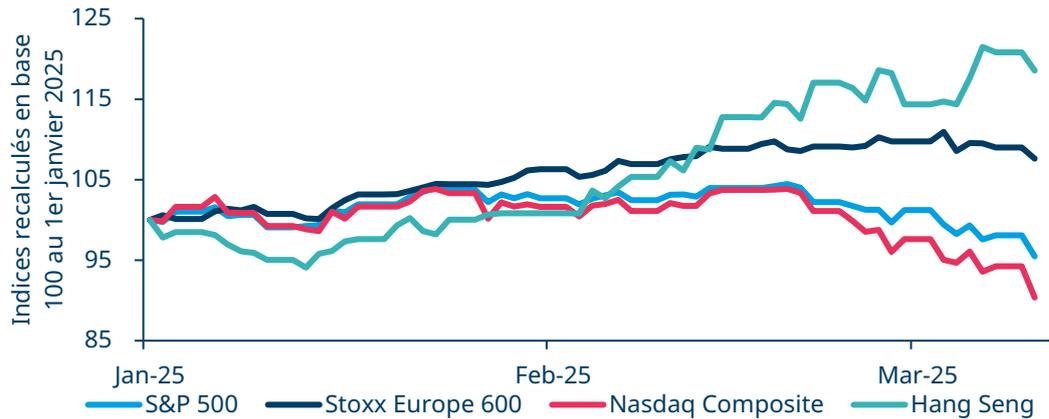
LAURA FIOROT
Responsable de la division des
perspectives d'investissement et
de la clientèle

- **Le « Trump trade » est terminé et l'arbitrage des investisseurs au détriment des méga-technologies américaines se poursuit :** l'incertitude concernant les mesures politiques de D. Trump, en particulier l'impact économique des droits de douane, s'est accrue ces dernières semaines. Cette situation, associée à la faiblesse des données économiques, a entraîné un nouveau recul des actions américaines, l'indice Nasdaq ayant perdu près de 10 % depuis le début de l'année. En revanche, les actions européennes se sont bien comportées en 2025 grâce à l'amélioration du sentiment des investisseurs due à un possible cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine. Le plan européen d'augmentation des dépenses de défense a récemment déclenché un mouvement d'ampleur de l'euro (à sa valeur la plus élevée par rapport au dollar depuis la réélection de D. Trump) et des obligations européennes, qui ont enregistré une forte hausse ces dernières semaines, à un moment où les rendements des bons du Trésor ont diminué en raison des inquiétudes croissantes concernant la croissance américaine.
- **Ralentissement de l'économie américaine :** l'économie américaine ralentit plus rapidement que prévu, car les entreprises ont importé massivement en début d'année afin d'éviter des droits de douane plus élevés, et l'incertitude politique a entamé la confiance des consommateurs. Bien que nous ne prévoyions pas de récession en 2025, les craintes pourraient augmenter si la situation politique reste instable. Nous pensons que les droits de douane représenteront avant tout une menace pour la croissance plutôt que pour l'inflation qui, quoi qu'il en soit, ne devrait pas durer. C'est pourquoi nous pensons toujours que la Réserve fédérale américaine (Fed) réduira ses taux d'intérêt au 2^e trimestre de cette année.
- **Convictions d'investissement :** malgré le récent repli, nous pensons que la correction attendue des actions américaines surévaluées pourrait se poursuivre, les investisseurs continuant à arbitrer leurs portefeuilles en faveur des marchés européens et chinois. En ce qui concerne les obligations, il est essentiel de maintenir une gestion active de la durée. Depuis le début de l'année, nous sommes plus favorables à la durée européenne. Plus récemment, notre position sur la durée européenne s'est rapprochée de la neutralité. Nous avons également adopté une position neutre sur la durée américaine, et nous prévoyons une pentification de la courbe des rendements américains à 2-10 ans. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous restons prudents à l'égard des obligations américaines à haut rendement et privilégions les obligations d'entreprises européennes de qualité. Alors que nous approchons de notre objectif initial de 1,10 pour l'EUR/USD, nous nous attendons à ce que la volatilité reste élevée et pensons qu'une nouvelle correction du dollar est encore possible. Dans l'ensemble, nous pensons qu'il est essentiel de maintenir une allocation équilibrée et diversifiée, comprenant de l'or et des couvertures pour faire face au risque croissant de baisse des actions.

Que s'est-il passé sur les marchés financiers ces derniers jours ?

L'activité récente des marchés a été marquée par une volatilité accrue. Aux États-Unis, cette situation est principalement due aux inquiétudes croissantes concernant l'évolution de l'économie américaine, en particulier à la lumière des déclarations du président Trump concernant les droits de douane. En outre, les dernières données économiques ont été décevantes. Par conséquent, les prévisions des investisseurs concernant la croissance américaine pour l'année en cours ont été revues à la baisse, s'alignant ainsi sur nos estimations plus prudentes, selon lesquelles l'économie américaine se dirige vers un ralentissement. Ce contexte d'incertitude économique et politique importante a entraîné un fort arbitrage au détriment des méga-capitalisations technologiques américaines et en faveur de l'Europe et de la Chine.

Les actions européennes et chinoises surperforment les actions américaines



Source : Amundi Investment Institute. Données au 10 mars 2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Focus : ralentissement de l'économie américaine

L'économie américaine ralentit plus rapidement que nous ne l'avions prévu, très probablement en raison de la forte incertitude politique. Cela conduit également à des dilemmes politiques pour la Fed. Bien que nous ne prévoyions pas de récession en 2025, les craintes d'une récession s'accroîtront si la situation politique reste volatile.

La confiance des consommateurs et les dépenses de consommation ont brusquement chuté, bien que la situation financière des ménages reste relativement saine. Cette situation s'explique en partie par l'incertitude concernant les prix et l'inflation, les consommateurs craignant une hausse des droits de douane sur un grand nombre d'importations américaines. Le Mexique, le Canada - tous deux profondément ancrés dans les chaînes d'approvisionnement américaines - et la Chine représentent environ 40 % des importations américaines. De plus, on s'attend fortement à ce que l'UE, une autre zone géographique qui représente une part importante des importations américaines, soit bientôt soumise à des droits de douane plus élevés. Par conséquent, **les importations américaines ont été anormalement élevées au cours des derniers mois, en prévision de l'entrée en vigueur des droits de douane**. La baisse de la consommation et l'augmentation des importations sont le signe d'un ralentissement imminent - **l'indicateur de suivi du PIB de la Fed d'Atlanta suggère une croissance nulle du PIB au premier trimestre dans le meilleur des cas**. Le marché du travail reste résilient, ce qui est encourageant, mais là aussi, l'augmentation du nombre d'emplois à temps partiel est préoccupante.

L'inflation à court terme restant bien supérieure à l'objectif de la Fed et les consommateurs s'attendant à une hausse de l'inflation (principalement en raison des droits de douane), **la Fed sera probablement obligée de maintenir les taux à un niveau plus élevé pendant une période plus longue** afin de s'assurer que les anticipations en matière d'inflation restent ancrées. Cependant, **au cours de l'année, elle sera en mesure de réduire les taux d'intérêt**, à la fois parce que le ralentissement de la croissance réduira les pressions inflationnistes et parce que les droits de douane, bien qu'ils entraînent une hausse des prix, ne conduiront pas à une augmentation de l'inflation à moyen terme. Nous notons que **les anticipations des entreprises en matière d'inflation restent ancrées**. Nous continuons de penser que les droits de douane constitueront avant tout une menace pour la croissance et n'auront pas d'impact durable sur l'inflation. **Nous prévoyons donc que la Fed réduira ses taux d'intérêt à trois reprises cette année, pour terminer l'année 2025 à un taux directeur de 3,75 %**.

Le deuxième grand mouvement du marché a été les actualités récentes en Europe, avec les perspectives de pourparlers sur un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine et surtout l'annonce, après les élections allemandes, d'un plan ambitieux d'augmentation des dépenses de défense dans les années à venir.

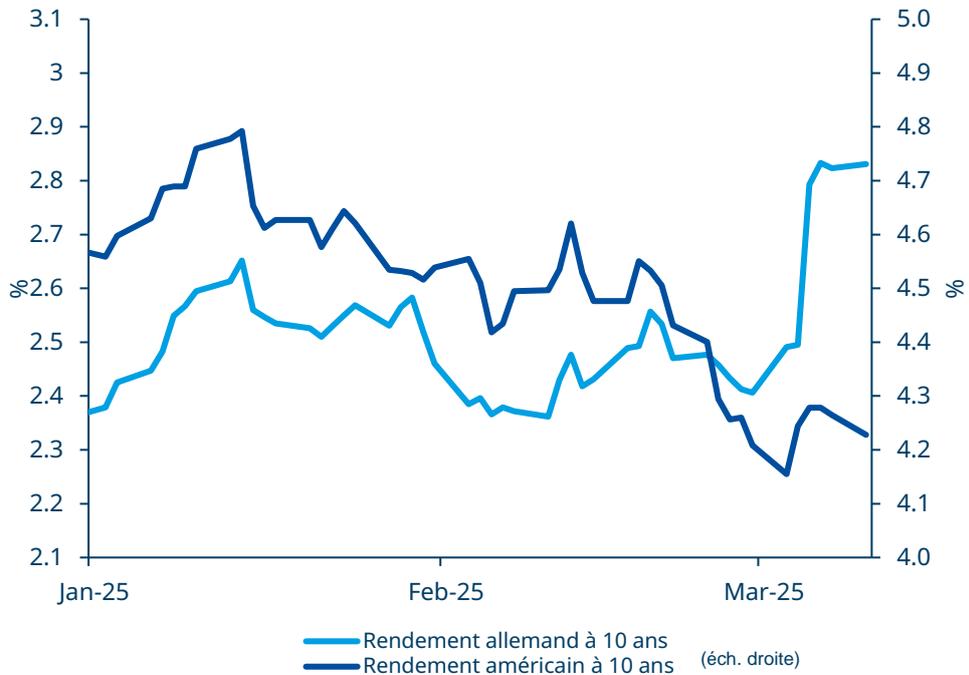
Du côté des devises, **l'euro s'est hissé au-dessus de 1,09, contre 1,03** il y a seulement dix jours, inversant ainsi la tendance favorable au dollar qui a dominé les marchés depuis la réélection de Trump (de nombreuses analyses de marché anticipant même que l'euro tomberait en dessous de la parité) et se rapprochant de notre objectif initial pour [de 1,10 pour le taux de change EUR/USD d'ici la fin de l'année](#).

Les taux d'intérêt européens ont connu leur plus mauvaise période puis plus de vingt ans.

Le rendement du Bund allemand a fortement augmenté à 2,8 %, contre moins de 2,4 % il y a dix jours, tandis que l'OAT française a grimpé à près de 3,6 %, contre 3,13 % il y a dix jours - des niveaux jamais atteints depuis la crise de la dette souveraine de 2011 - tandis que les écarts de taux sur le BTP-Bund sont restés à peu près stables. En revanche, les taux américains ont baissé sur fond d'inquiétudes croissantes concernant la croissance économique, avec un rendement à 10 ans de 4,23 %, en baisse par rapport à un pic de 4,8 % il y a un peu plus d'un mois.

« Les marchés européens ont vivement réagi à l'annonce de l'augmentation des dépenses de défense, l'euro atteignant son plus haut niveau par rapport au dollar américain depuis la réélection de Trump et les rendements obligataires ont fortement augmenté. »

Évolution forte et divergente des rendements obligataires en 2025

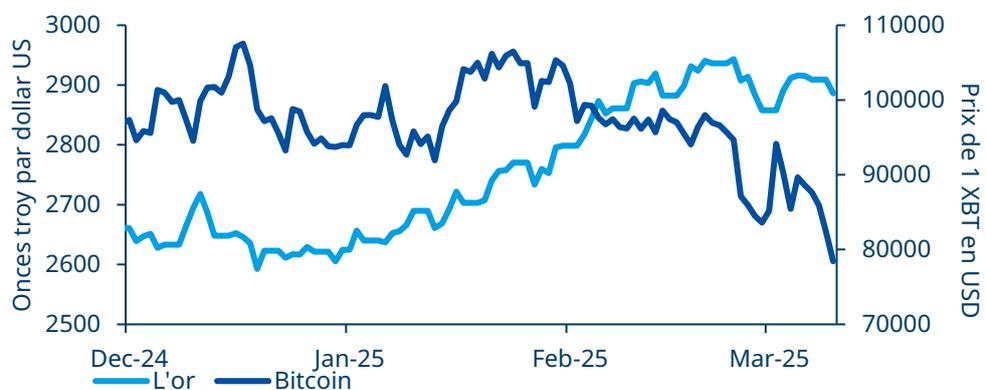


Source : Amundi Investment Institute, données Bloomberg au 10 mars 2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les actions européennes ont également connu une certaine consolidation ces derniers jours, mais maintiennent une très bonne performance depuis le début de l'année, avec le Dax allemand à près de +14% et le CAC à +9% - principalement grâce à des gains dans les secteurs de la défense et des banques. En revanche, le Nasdaq a reculé de près de 10 %.

La fin des « Trump trades » a également affecté le bitcoin, qui a chuté en dessous de 80 000 après avoir atteint un pic à environ 108 000, tandis que la demande de l'or ne faiblit pas, le métal jaune se négociant à environ 2 880 \$ l'once, marquant une augmentation de près de 10 % depuis le début de l'année.

Or versus Bitcoin



Source : Amundi Investment Institute, données Bloomberg au 10 mars 2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

« Après le récent cycle haussier des actions européennes, nous pourrions assister à une certaine stabilisation. Tout repli pourrait offrir des opportunités, en particulier si les perspectives en matière de bénéfices des entreprises s'améliorent. »

Après les récents mouvements, quelles sont les anticipations d'Amundi concernant les marchés ?

Les gains issus du « Trump trade » ont été entièrement effacés, comme illustré par une sous-performance significative des actions américaines et par **la rotation d'ampleur en cours**. Malgré cela, **certains segments du marché des actions américaines restent surévalués et la correction devrait se poursuivre dans ces segments**.

Les marchés d'actions européens ont enregistré une forte progression en très peu de temps, et nous **pourrions maintenant assister à une certaine stabilisation autour des niveaux actuels. Un repli à ce stade pourrait offrir des opportunités dans une perspective à long terme. Nous privilégions l'Europe aux États-Unis car les valorisations y sont plus attractives et la relance budgétaire pourrait stimuler les bénéficiaires**. En Asie, les actions chinoises ont progressé à la suite d'annonces dans le secteur technologique, internet, l'automobile et les télécommunications étant en tête. La hausse des actions chinoises pourrait se faire au détriment des entreprises américaines et, en effet, si la progression du secteur technologique chinois se poursuit, les ratios cours/bénéfices aux États-Unis pourraient être mis sous pression. **Par conséquent, nous pourrions assister à la poursuite de la rotation actuelle des actions américaines vers les actions européennes**.

En ce qui concerne les obligations, les récents mouvements du marché confirment la nécessité de maintenir une gestion active en matière de durée. Selon nous, la très forte hausse des rendements allemands peut constituer une opportunité à court terme, mais les perspectives en matière d'émissions d'obligations ont clairement changé. Les Bunds devraient continuer à sous-performer les marchés périphériques. Même si nous pensons que la banque centrale européenne (BCE) réduira ses taux à 1,75 % cette année, compte tenu de la faiblesse de la croissance actuelle, les courbes de rendement pourraient se pentifier davantage en raison de l'offre de nouvelles obligations sur le marché et de l'amélioration des perspectives de croissance à moyen terme. En revanche, les rendements américains ont fortement baissé, en particulier à court terme. Les rendements à 2 ans pourraient encore baisser jusqu'à 3,75 %, ce qui correspond au niveau le plus bas que nous prévoyons pour les taux des Fed Funds cette année. Mais les rendements à 10 ans sont plus susceptibles d'augmenter que de diminuer à partir des niveaux actuels de 4,20 %, compte tenu de leur offre élevée et malgré le ralentissement des perspectives de croissance économique. Par conséquent, les **courbes de rendement pourraient continuer à se pentifier entre les taux à 2 ans et à 10 ans**. Enfin, **en ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous restons favorables aux obligations européennes de qualité, les financières** en particulier étant susceptibles de connaître un nouveau resserrement des spreads.

En ce qui concerne le dollar, il perd de la valeur malgré l'inflation élevée aux États-Unis, les risques que les droits de douane font peser sur le commerce mondial et les performances médiocres des actions américaines. Si l'incertitude demeure, nous pensons que la tendance actuelle est soutenue par deux facteurs clés **qui étayent nos perspectives baissières pour le dollar en 2025**.

- 1- **Perte du statut de valeur refuge** : l'analyse des corrélations passées (depuis 2020) montre que le dollar perd son statut de valeur refuge lorsque les corrections des marchés boursiers sont motivées par une « croissance plus faible » plutôt que par une « inflation plus élevée ». Nous pensons que ce sera le cas en 2025, car les risques économiques sont orientés à la baisse.
- 2- **Amélioration du moral des investisseurs en dehors des États-Unis** : il s'améliore du fait de l'augmentation des dépenses de l'UE, d'un cessez-le-feu potentiel en Ukraine et d'une baisse des prix de l'énergie. Cela remet en cause la force du dollar. Cependant, le manque de détails sur la mise en œuvre du plan de relance budgétaire allemand et l'incertitude quant à son impact sur la croissance sont des facteurs à surveiller, car ils pourraient accroître la volatilité à l'avenir.

Bien que certaines nouvelles aient déjà été intégrées (l'euro s'approchant déjà de notre objectif initial de 1,10 d'ici à la fin de 2025), le positionnement et la valorisation élevés du dollar, ainsi

que le potentiel de pentification de la courbe des rendements américains, indiquent que le dollar a une marge de correction.

Dans l'ensemble, nous pensons qu'il est important de **maintenir une position flexible et prudente sur la duration, car les rendements obligataires peuvent évoluer rapidement.** Certaines obligations d'État, ainsi que les matières premières telles que l'or, offrent également une diversification dans ce contexte d'incertitude économique et géopolitique. **En ce qui concerne les actifs à risque, les investisseurs devraient envisager de réallouer leurs actifs vers des segments moins chers qui offrent encore des perspectives de bénéfices solides. Une position équilibrée est donc essentielle à ce stade.**

Vues sur les principales classes d'actifs par rapport au mois dernier et au début de l'année

| | Classe d'actifs | Voir Dec 2024 | Voir Fév* 2025 | Vues au 11 mars 2025 | Commentaire |
|-------------|--|---------------|----------------|----------------------|---|
| ACTIONS | États-Unis | = | = | -/= | Rester très prudent à l'égard des méga-capitalisations, privilégier les actions à plus faible capitalisation dont les valorisations sont plus attrayantes et adopter une approche équilibrée. |
| | Valeurs de croissance américaines | -- | -- | -- | Rester très prudent dans l'ensemble, en recherchant certaines opportunités. |
| | Valeurs décotées américaines | + | + | = | Continuer à privilégier les valeurs décotées plutôt que de croissance aux États-Unis. |
| | Europe | + | + | =/+ | Préférence par rapport aux États-Unis (toujours avec une décote). Nous pourrions assister à des prises de bénéfices sur le marché, mais la dynamique à long terme reste favorable et nous pourrions connaître une amélioration des bénéfices des entreprises grâce au soutien budgétaire. |
| | Japon | =/+ | =/+ | = | Les prévisions à long terme pour le Japon restent positives, mais nous avons opté pour la neutralité en raison de l'impact potentiel de la vigueur du yen. |
| | Chine | = | = | =/+ | Nous gardons une position neutre sur la Chine, en privilégiant la technologie chinoise. Le soutien politique est encourageant, mais pas suffisant pour avoir une position claire sur l'orientation du marché, car l'incertitude sur les droits de douane persiste. |
| OBLIGATIONS | Marchés émergents hors Chine | + | = | =/+ | En janvier, nous avons adopté une position neutre, dans un contexte de forte incertitude liée aux mesures politiques de Trump. Un dollar plus faible et un ralentissement marqué aux États-Unis pourraient soutenir une position plus positive à l'avenir. |
| | Inde | + | + | ++ | Nous avons d'abord adopté une position neutre, dans un contexte d'incertitude liée aux droits de douane. Nous sommes maintenant revenus à une position favorable car les valorisations sont plus encourageantes. |
| | Obligations d'Etat américaines | = | = | = | Maintien d'une position active sur la duration, en privilégiant la partie intermédiaire de la courbe des taux. |
| | Obligations d'entreprises américaines IG | = | = | = | Globalement neutres. |
| | Obligations d'entreprises américaines HY | - | - | -- | C'est le segment obligataire dans lequel nous restons le plus prudents |
| | Obligations d'Etat de l'UE (core) | = | + | = | Nous avons augmenté la duration en 2025 : aux niveaux actuels, nous pourrions devenir plus neutres dans l'ensemble, ce qui favoriserait une pentification de la courbe. |
| | Obligations d'Etat de l'UE (périphériques) | = | = | + | Nous pensons que les rendements des obligations d'Etat de pays périphériques sont de plus en plus attrayants et que les spreads restent stables |
| | Obligations d'entreprises UE IG | + | + | + | Pas de changement |
| | Obligations d'entreprises UE HY | = | = | = | Pas de changement |
| | Obligations d'Etat du Royaume-Uni | =/+ | + | + | Pas de changement |

| | | | | |
|---|-----|-----|-----|--|
| Obligations d'Etat du Japon | -/= | - | - | Pas de changement |
| Obligations d'Etat de la Chine | = | = | = | Pas de changement |
| Obligations d'Etat de l'Inde | =/+ | =/+ | =/+ | Pas de changement |
| Obligations des pays émergents en devise forte | =/+ | =/+ | + | Pourraient être soutenues par la baisse des taux d'intérêt de la Fed et l'affaiblissement du dollar. |
| Obligations des pays émergents en devise locale | = | = | + | Pourraient être soutenues par la baisse des taux d'intérêt de la Fed et l'affaiblissement du dollar. |
| Pétrole | = | = | = | Pas de changement |
| Dollar | + | =/+ | = | Nous restons très actifs dans la gestion des devises. Nous avons adopté une position plus prudente au cours de ce mois et sommes désormais proches de la neutralité sur le dollar. Nous nous attendons à ce que la volatilité persiste. |

Source : Amundi : Amundi, au 11 mars 2025. *Les opinions de février 2025 sont le résumé des opinions exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial qui s'est tenu le 19 février 2025, et les opinions sur la duration américaine ont été mises à jour le 3 mars 2025.

Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles. L'Amundi Institute, au cœur du processus d'investissement mondial, a pour ambition de renforcer le conseil, la formation et le dialogue continu sur ces sujets pour l'ensemble de ses clients – distributeurs, institutionnels et entreprises. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de diffuser travaux d'analyse et les recommandations d'investissement d'Amundi.

Pour en savoir plus sur Amundi, rendez-vous sur



Définitions

- **Pentification de la courbe** : Une pentification de la courbe de rendement peut résulter d'une hausse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une baisse des taux d'intérêt à court terme supérieure à celle des taux d'intérêt à long terme.
- **Volatilité** : Mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité, de change et de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'un titre ou d'un autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire dans votre juridiction. Toute information contenue dans ce document ne peut être utilisée que pour votre usage interne, ne peut être reproduite ou rediffusée sous quelque forme que ce soit et ne peut être utilisée comme base ou composante d'instruments financiers, de produits ou d'indices. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont en date du 11 mars 2025. La diversification ne garantit pas un profit et ne protège pas contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, d'une prévision ou d'une prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances économiques et de marché sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et il n'y a aucune garantie que les pays, les marchés ou les secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou une indication de négociation pour un produit d'Amundi. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, mais sans s'y limiter, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage lié à son utilisation.

Date de première utilisation : 11 mars 2025.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

| RÉDACTEURS EN CHEF | RÉDACTEURS |
|---|--|
| <p>MONICA DEFEND Directrice de l'Amundi Investment Institute</p> | <p>CLAUDIA BERTINO Responsable de l'analyse des investissements, de la publication et du développement de la clientèle, Amundi Investment Institute</p> |
| <p>VINCENT MORTIER Directeur des investissements du groupe, Amundi</p> | |