

**Investment
Institute**

**Naviguer dans
les incertitudes
de la guerre
commerciale**

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

AVRIL 2025

• Document réservé aux investisseurs professionnels

TABLE DES MATIÈRES

THÈME DU MOIS

Sept conseils pour naviguer dans les incertitudes de la guerre commerciale **4**

La guerre commerciale nous plonge dans l'inconnu **7**

Scénario central et scénarios alternatifs **8**

FOCUS SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés émergents au-delà de la pause de 90 jours sur les droits de douane **9**

PERSPECTIVES À LONG TERME

L'incertitude entourant les droits de douane **13**

L'or est-il encore abordable ? Oui **15**

Auteurs **17**





**MONICA
DÉFENDRE**
DIRECTEUR D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"Tous les regards sont désormais tournés vers la publication des résultats, car les bénéfices seront primordiaux. Les marges sont sous pression en raison de l'augmentation des coûts des intrants et les revenus diminuent à cause de la baisse de la demande. Une récession des bénéfices pourrait se matérialiser avant, ou même sans, récession économique".

"Dans ce contexte de guerre commerciale, nous nous attendons à ce que les rotations du marché se poursuivent et que la volatilité reste élevée. Nous privilégions les obligations européennes et une position diversifiée sur les actions et l'or."



**VINCENT
MORTIER**
DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS DU
GROUPE

THÈME DU MOIS

Sept conseils pour naviguer dans les incertitudes de la guerre commerciale

AUTEURS

MONICA DEFEND

DIRECTRICE DE
L'AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

VINCENT MORTIER

DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS DU
GROUPE, AMUNDI

A RETENIR

Alors que l'économie mondiale connaît d'importantes perturbations en raison des guerres commerciales et des droits de douane, nous estimons qu'il est essentiel que les investisseurs ajustent leurs stratégies pour naviguer dans cet environnement marqué par la volatilité.

Bien que la situation soit trop floue pour des prévisions économiques précises, nous estimons qu'une baisse des bénéfices pourrait se produire en raison de la hausse des coûts, de la baisse de la demande et de l'augmentation de l'incertitude. Bien que les investisseurs se soient concentrés sur les impacts des droits de douane sur la croissance, les risques d'inflation augmentent également.

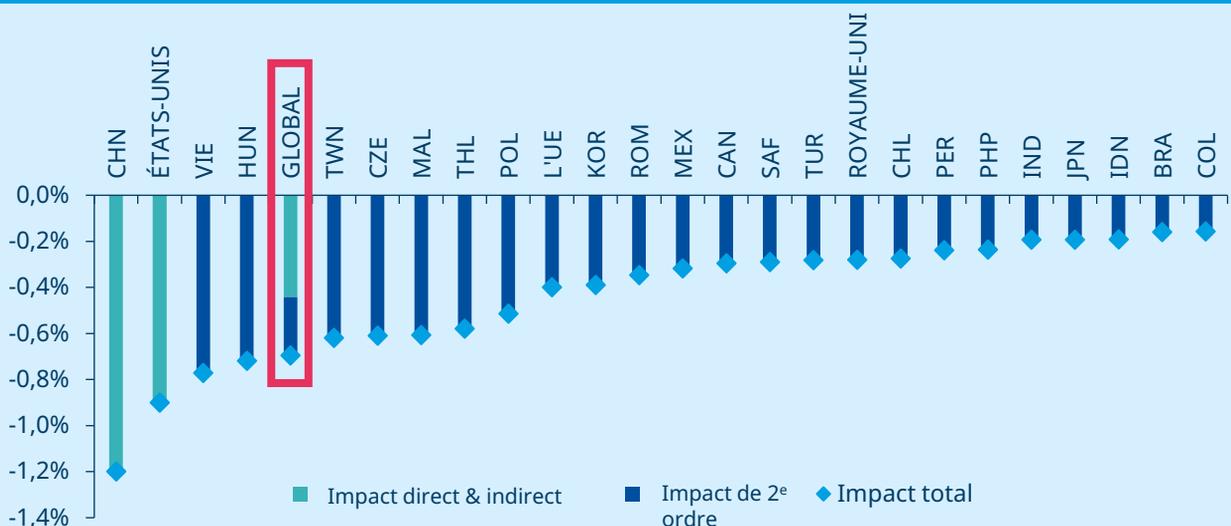
Nous sommes entrés dans une ère de changements structurels qui seront sources d'opportunités d'investissement. Dans l'ensemble, nous privilégions les titres obligataires européens et les actions très diversifiées, tout en continuant à équilibrer l'allocation globale avec des couvertures et de l'or.

1. Approche équilibrée des risques dans un monde sans gagnants économiques

Nous considérons que la forte perturbation du modèle de libre-échange entraînera des conséquences immédiates et profondes, affectant toutes les économies concernées. L'ampleur de cette « mesure de réajustement » et les représailles qui en résulteront auront un impact sur la croissance économique et nuiront aux bénéfices des entreprises.

Par conséquent, une baisse des bénéfices pourrait se matérialiser avant, ou même sans récession économique, ce qui entraînerait une volatilité toujours plus élevée. L'incertitude persistante quant à l'imposition ou à la suspension des droits de douane ne change pas la tendance économique globale ; au contraire, elle est susceptible d'accroître la volatilité des flux financiers.

Estimation de l'impact des droits de douane actuels sur le PIB à partir du 9 avril



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, S&P Model. En date du 10 avril 2025.

Il pourrait en résulter une plus grande concentration des commandes avant l'entrée en vigueur des droits de douane, tout en provoquant un arrêt des plans d'investissement et de dépenses en capital en raison de la très forte incertitude quant à l'avenir.

→ **Conséquences pour l'investissement** : Après la forte chute des cours, une détérioration significative de l'environnement de marché est déjà anticipée. S'il est trop tôt pour s'exposer davantage aux actifs risqués, il ne faut pas non plus les réduire trop fortement, car la situation évolue rapidement. Il convient de privilégier une position équilibrée en matière de risque.

2. Réévaluer les valorisations

Selon nous, la récente volatilité des marchés a entraîné une réévaluation rapide des actions américaines, les valorisations passant d'un ratio cours/bénéfices de 25 à 20. Nous estimons que les valorisations restent élevées par rapport aux moyennes historiques. En évaluant la situation, nous devons prendre en compte le risque d'une nouvelle compression des ratios d'évaluation, en particulier dans les secteurs qui dépendent étroitement de la croissance, tels que les technologies de l'information et les communications.

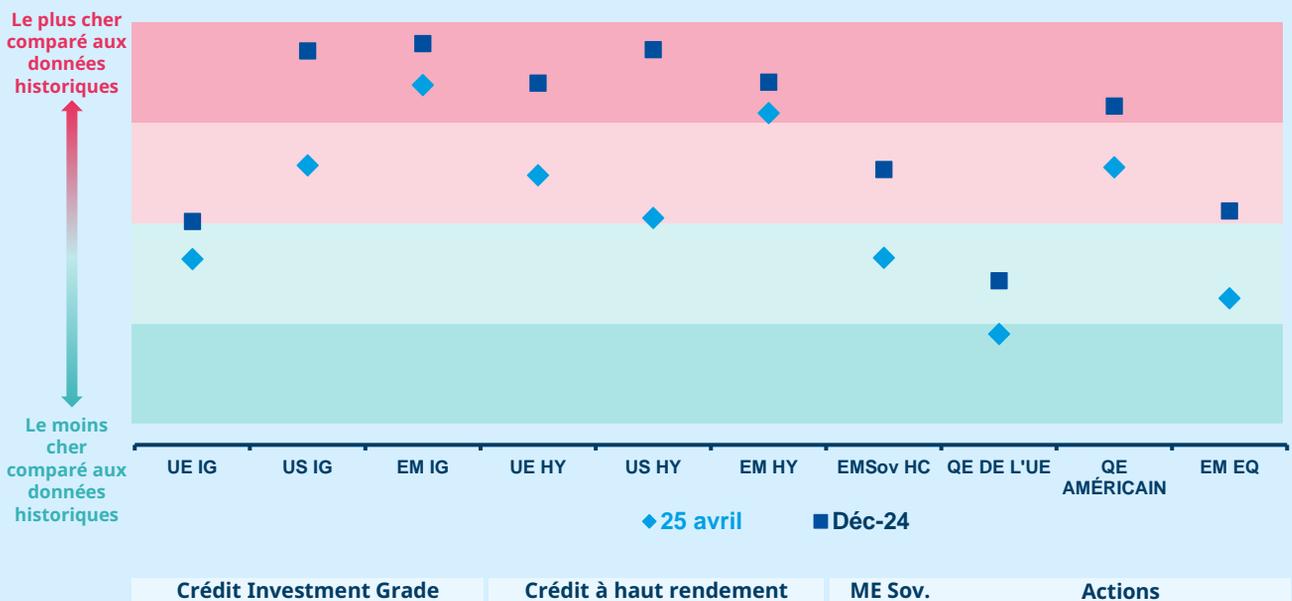
→ **Implications pour l'investissement** : Rester prudent dans les secteurs où les valorisations continuent d'être élevées, comme les méga-capitalisations américaines et les valeurs technologiques, rechercher des opportunités dans les actions européennes (y compris les petites capitalisations), avoir une approche sélective sur les marchés émergents comme les pays d'Amérique latine, moins touchés par les droits de douane, et les secteurs/titres où les valorisations sont devenues plus attractives.

3. Rechercher les opportunités émanant des nouvelles alliances commerciales

Nous considérons que les tensions commerciales actuelles inciteront les pays à redéfinir leurs relations économiques et à rechercher de nouvelles alliances. Il ne s'agit pas d'un phénomène nouveau ; les droits de douane font partie du contexte économique depuis un certain temps. Par exemple, l'Europe a conclu huit accords commerciaux, tandis que la Chine en a conclu neuf.

→ **Implications pour l'investissement** : Nous considérons qu'il s'agit d'une opportunité pour les investisseurs d'identifier les zones géographiques et les secteurs susceptibles de bénéficier de ces changements, en particulier alors que la Chine se tourne vers l'Europe de l'Est pour l'industrie manufacturière.

Réajustement des évaluations depuis le début de l'année (percentiles historiques depuis 1998)



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, Datastream. Dernières données mensuelles au 4 avril 2025. Avril-25 fait référence au 4 avril 2025 ; Déc-24 fait référence au 8 janvier 2025. EU IG, US IG, EM IG, EU HY, US HY, EM HY sont des indices d'obligations d'entreprises ICE BofA. IG : investment grade. HY : haut rendement. EM Sov HC : JP Morgan EMBI Global Diversified. EU EQ, US EQ, EM EQ sont des indices MSCI pour les marchés d'actions. Tous les indices se réfèrent à une région spécifique (EU : Europe, US : États-Unis, EM : marchés émergents). L'analyse est basée sur les spreads pour les indices obligataires et sur le ratio PE à douze mois pour les indices d'actions. Les valorisations sont exprimées en centiles historiques depuis 1998. Le moyen le moins cher se situe dans le premier quartile, le plus cher dans le quatrième quartile.

4. Se concentrer sur les opportunités obligataires en Europe

Selon nous, le contexte actuel est favorable aux obligations d'État européennes et aux obligations d'entreprises de qualité (en particulier les banques) plutôt qu'aux obligations américaines. La volatilité des marchés obligataires, avec un bon du Trésor américain à 10 ans fluctuant de 4,80 % à 4 %, indique que les investisseurs évaluent la probabilité d'une récession. Nous estimons que la BCE est mieux positionnée que la Réserve fédérale américaine (Fed), car elle se concentre principalement sur l'impact des tensions commerciales sur la croissance, tandis que l'inflation devrait être moins préoccupante.

→ **Implications pour l'investissement** : Rechercher des opportunités au sein des obligations libellées en euros, gérer la durée de manière tactique.

5. Se préparer aux pressions inflationnistes

Nous considérons que les investisseurs pourraient sous-estimer les pressions inflationnistes à long terme. Les investisseurs se sont d'abord concentrés sur la croissance, mais nous estimons que l'inflation pourrait devenir un sujet de préoccupation plus important.

→ **Implications pour l'investissement** : Les investisseurs devraient envisager des stratégies pour protéger leurs portefeuilles contre l'inflation, comme les matières premières ou les titres indexés sur l'inflation, d'autant plus que les taux d'équilibre indiquent que cela est nécessaire.

6. Traverser cette période de volatilité des actions en adoptant une position diversifiée

Dans le contexte actuel de guerre commerciale, nous prévoyons des rotations constantes des marchés et une volatilité élevée et sur le long terme. Nous considérons que la diversification est plus importante que jamais, d'autant plus que le dollar perd son statut traditionnel de valeur refuge. La sélection des actifs est également de plus en plus importante pour évaluer quels secteurs et quelles entreprises sont les mieux positionnés pour faire face à la hausse des coûts liée aux droits de douane et aux tendances en matière de relocalisation.

→ **Implications pour l'investissement** : Nous avons une approche équilibrée entre les secteurs cycliques et défensifs. Les petites capitalisations, qui se sont toujours négociées avec une prime par rapport aux grandes capitalisations, ont aujourd'hui des prix nettement inférieurs. Nous estimons que leur orientation vers leur marché domestique les rend plus résilientes aux impacts des droits de douane, en particulier en Europe et au Japon.

7. Continuer à mettre l'accent sur la gestion des risques, y compris l'or et les couvertures pour faire face à l'incertitude

Nous estimons qu'il est essentiel de maintenir une certaine souplesse dans la gestion des portefeuilles alors que nous traversons cette période d'incertitude. Les prévisions de bénéfices étant susceptibles d'être revues à la baisse, les investisseurs doivent être prêts à ajuster leur exposition en fonction de l'évolution des conditions des marchés.

→ **Implications pour l'investissement** : les stratégies de couverture, y compris l'or et des produits dérivés, peuvent aider les investisseurs à gérer efficacement les risques.

Les droits de douane risquent de pénaliser le dollar

La corrélation généralement négative du dollar avec les actions s'est confirmée depuis le « Jour de la libération », corroborant l'une de nos principales hypothèses concernant les perspectives du marché des changes. Les droits de douane peuvent affecter l'économie mondiale, mais étant donné la forte accumulation d'actifs libellés en dollars depuis la grande crise financière de 2008, les mouvements de retour de capitaux vers les États-Unis (ou des ratios de couverture plus élevés) affaibliront probablement le billet vert.

Le mix croissance/inflation n'est pas encore propice à une position très accommodante de la Fed, mais le maintien des taux à court terme pourrait encore indiquer des réductions de taux plus importantes à l'avenir. L'aplatissement haussier de la courbe des taux américains s'est historiquement traduit par une dépréciation du dollar, et il y a un potentiel d'ajustement, étant donné que les évaluations des actifs restent élevées par rapport aux fondamentaux économiques.

Malgré cela, le dollar reste l'une des monnaies les plus chères au monde. Les risques qui pèsent sur la croissance mondiale suggèrent qu'il est prématuré de vendre ses positions en dollar. Pour l'instant, les « monnaies cœur » du G10, en particulier l'euro et le Yen japonais, semblent être des options plus sûres. En revanche, les monnaies cycliques continuent de rencontrer des difficultés.

FEDERICO CESARINI

RESPONSABLE DE LA STRATEGIE CHANGE, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

THÈME DU MOIS

La guerre commerciale nous plonge dans l'inconnu

AUTEURS

MAHMOOD PRADHAN

RESPONSABLE DE LA
MACROECONOMIE
MONDIALE, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

Augmentation significative du protectionnisme et de l'incertitude

Dans un contexte de très forte incertitude et de droits de douane élevés imposés par les États-Unis, l'élaboration d'un scénario à moyen terme est marquée par une incertitude tout aussi grande. Même avec la suspension de 90 jours des droits de douane réciproques, l'incertitude restera élevée, y compris en ce qui concerne les politiques économiques intérieures des États-Unis. En conséquence, la croissance américaine sera fortement ralentie.

Les perspectives de croissance des États-Unis ne sont pas bonnes

Les droits de douane auront un vaste impact qui se traduira principalement par une baisse de la croissance mondiale, en particulier pour les principaux partenaires commerciaux des États-Unis. Mais c'est aux États-Unis que l'impact sur la croissance sera le plus fort et qu'il sera le plus durable. Même si l'inflation sera également plus élevée - les prévisions d'inflation pour les deux prochaines années ont déjà sensiblement augmenté - nous nous attendons à ce que le ralentissement de la croissance pèse sur l'inflation. L'impact sur la croissance sera plus défavorable et plus durable. La croissance américaine devrait stagner cette année - environ 1 % en 2025 contre près de 3 % l'année dernière - et se redresser légèrement l'année prochaine. L'inflation pourrait rester supérieure à 3 % pendant un certain temps. Elle entraînera également une baisse des revenus réels, qui ne sera pas compensée cette année par un soutien fiscal supplémentaire.

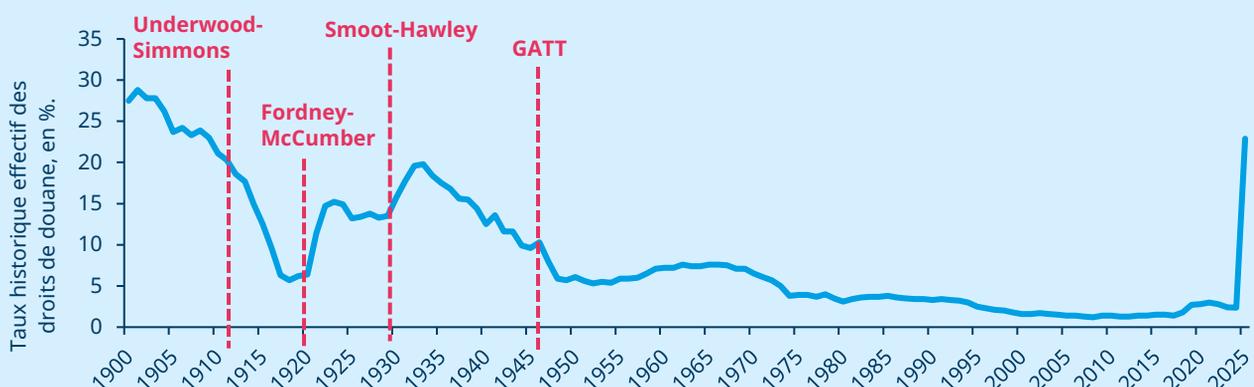
A court terme, la mission de la Fed sera compliquée par l'augmentation de l'inflation due aux droits de douane, mais la faiblesse de la croissance devrait lui permettre de réduire ses taux au moins trois fois avant la fin de l'année.

Un soutien politique plus fort dans d'autres pays

La Chine et l'Union Européenne (UE) seront incitées à offrir davantage de soutien macroéconomique. La Chine mettra probablement en œuvre une politique de relance intérieure plus importante. En Europe, les efforts d'assainissement fiscale seront retardés, tandis que Banque centrale européenne (BCE) pourrait adopter une approche plus proactive car les perspectives d'inflation restent peu préoccupantes et la croissance pourrait descendre bien en dessous de 1 % cette année. Nous nous attendons à ce que le taux directeur de la BCE soit de 1,75 % ou moins d'ici la fin de l'année.

« La quasi-totalité des pays étant soumis à une augmentation significative des droits de douane, en particulier les principaux partenaires commerciaux des États-Unis, l'impact sera principalement un ralentissement de la croissance mondiale ».

Des taux de droits de douane américains inédits au XXI^e siècle



Source : Amundi Investment Institute, US Census Bureau, Tax Foundation. Les données datent d'avril 2025.

Scénario principal et scénarios alternatifs

Probabilité 70%

SCÉNARIO PRINCIPAL Croissance à risque

- Les droits de douane se stabilisent autour de 20 % aux États-Unis, avec des représailles limitées ailleurs.
 - Délocalisation lente des chaînes d'approvisionnement.
 - Ukraine-Russie : combats en cours.
 - Moyen-Orient : discussions et conflits probables.
 - Chine-États-Unis : les relations restent tendues.
 - États-Unis-Europe : relations tendues.
- La Fed réduit ses taux à trois reprises malgré le risque de stagflation aux États-Unis.
 - La BCE réduit ses taux à 1,75 %.
 - La plupart des banques centrales des ME ont atteint leurs taux maximums. La Chine continue d'assouplir sa politique.
 - Politiques fiscales divergentes : Les États-Unis réduisent légèrement leurs impôts et leurs dépenses. Les dépenses de défense de l'UE freinent l'assainissement budgétaire; la Chine se développe.
- La croissance mondiale est affectée par les droits de douane, ce qui retarde le retour à la croissance potentielle.
 - La croissance des ME reste plus rapide.
 - Le potentiel de croissance de l'Inde revu à la hausse.
- Le changement climatique entrave la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes.
 - Domination de la Chine dans les minerais essentiels.

Probabilité 25%

SCÉNARIO CATASTROPHE Le protectionnisme élevé est là pour durer

- Une rupture plus durable de la coopération entre les pays avancés.
 - Des pays contraints de choisir entre les États-Unis et la Chine.
 - Le commerce mondial commence à décliner.
- Les risques de liquidité et de faillites augmentent. Une crise oblige les banques centrales à réduire leurs dépenses, même si l'inflation reste élevée.
 - Les flux de capitaux mondiaux diminuent.
 - Les déficits budgétaires élevés augmentent les primes de terme et les coûts de financement.
- Le protectionnisme et la réduction de l'immigration dans les économies avancées diminuent l'offre de main-d'œuvre et la croissance.
 - L'absence de réforme du travail maintient le potentiel de croissance à un niveau faible.
- Les événements climatiques se multiplient, détruisant le capital.

Probabilité 5%

SCÉNARIO OPTIMISTE Retour de la coopération internationale et des changements de productivité induits par la technologie

- Le risque géopolitique s'atténue.
 - Les flux commerciaux mondiaux changent mais se poursuivent, favorisant une croissance et une prospérité équilibrées.
- La coopération visant à réduire le protectionnisme stabilise les marchés.
 - L'inflation tombe en dessous des objectifs, ce qui donne aux banques centrales une marge de manœuvre pour réduire l'inflation afin de stimuler la croissance.
- La déréglementation et les nouvelles technologies (IA) stimulent la croissance.
 - Les subventions protectionnistes et les politiques industrielles stimulent l'investissement.
- De zéro au héros : géo-ingénierie, politiques coordonnées au niveau mondial.

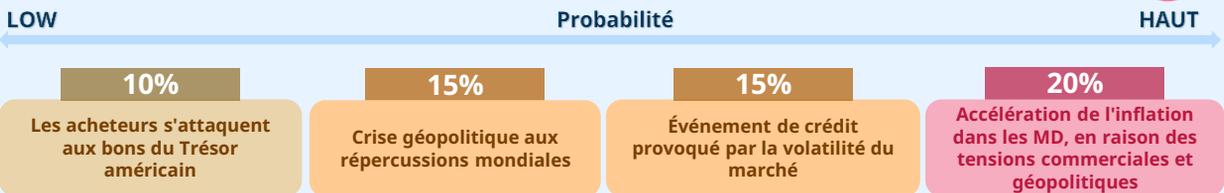
GÉOPOLITIQUE

INFLATION ET DOSAGE POLITIQUE

TRAJECTOIRE DE CROISSANCE

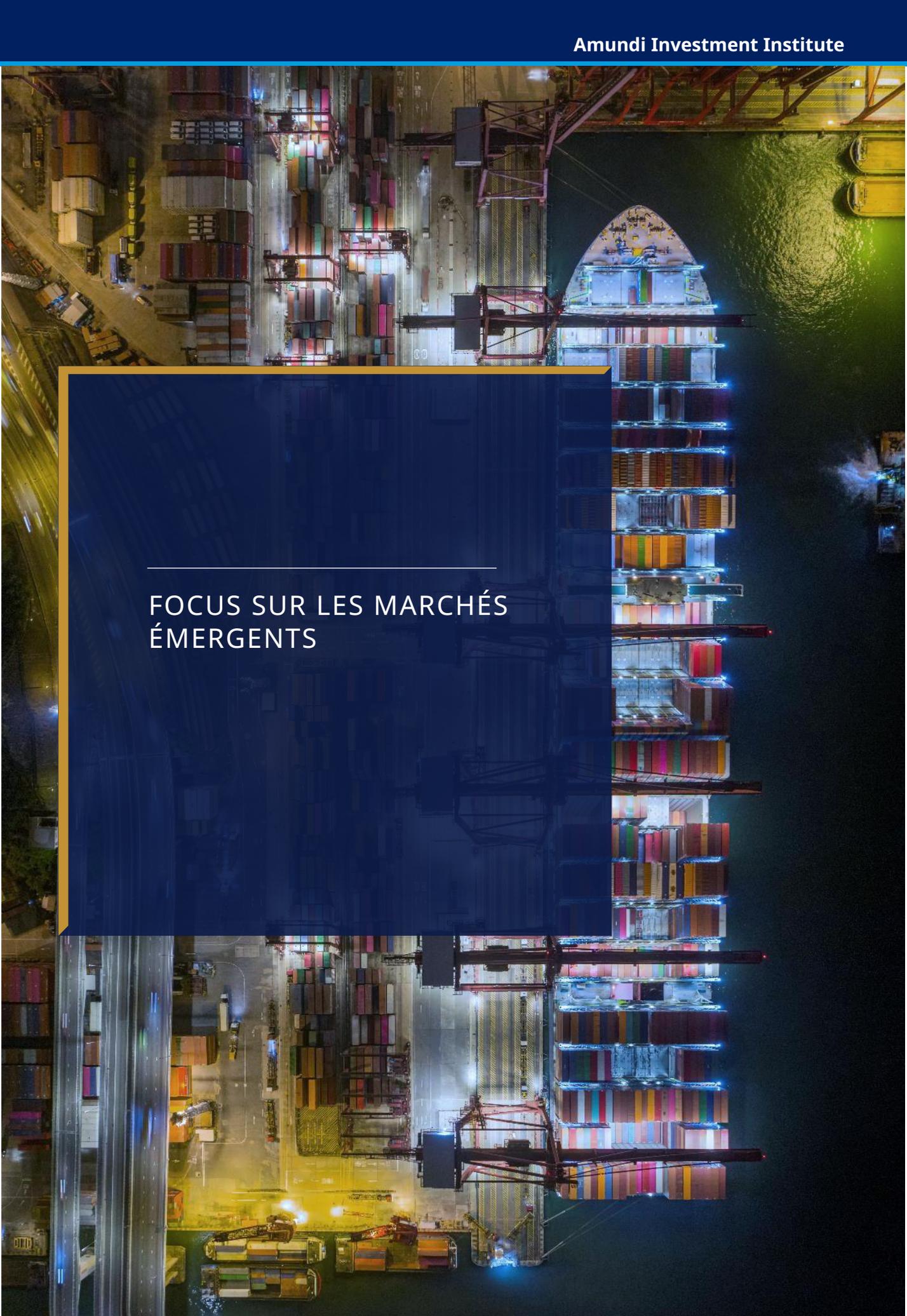
CLIMAT

Risques pour le scénario principal



IMPACT SUR LE MARCHÉ	10%	15%	15%	20%
	Positif pour les liquidités et l'or.	Positif pour certains gouvernements du DM, les liquidités, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	Positif pour les liquidités, l'or et les obligations d'État des MD.	Positif pour les TIPS, l'or, les devises des matières premières et les actifs réels.
	Négatif pour les titres de gouvernements et les actions chères.	Négatif pour le crédit, les actions et les ME.	Négatif pour les actifs à risque.	Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.

Source : Amundi Investment Institute au 7 avril 2025. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : Dollar américain. TIPS : Titres du Trésor protégés contre l'inflation. FX : marchés des changes.



FOCUS SUR LES MARCHÉS
ÉMERGENTS

FOCUS SUR LES MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents au-delà de la pause de 90 jours sur les droits de douane

AUTEURS

ALESSIA BERARDI

 RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MACROÉCONOMIQUE ÉMERGENTE
 AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Le président Trump a annoncé une pause de 90 jours sur les droits de douane supérieurs à 10 %. Toutefois, dans l'intervalle, il a encore augmenté les droits de douane sur la Chine, les portant à 125 %. En représailles, la Chine a annoncé des droits de douane de 84 % sur toutes les importations américaines à partir du 10 avril. Bien que la situation reste assez changeante, nous allons aborder certaines préoccupations d'un point de vue économique concernant la croissance et l'inflation.

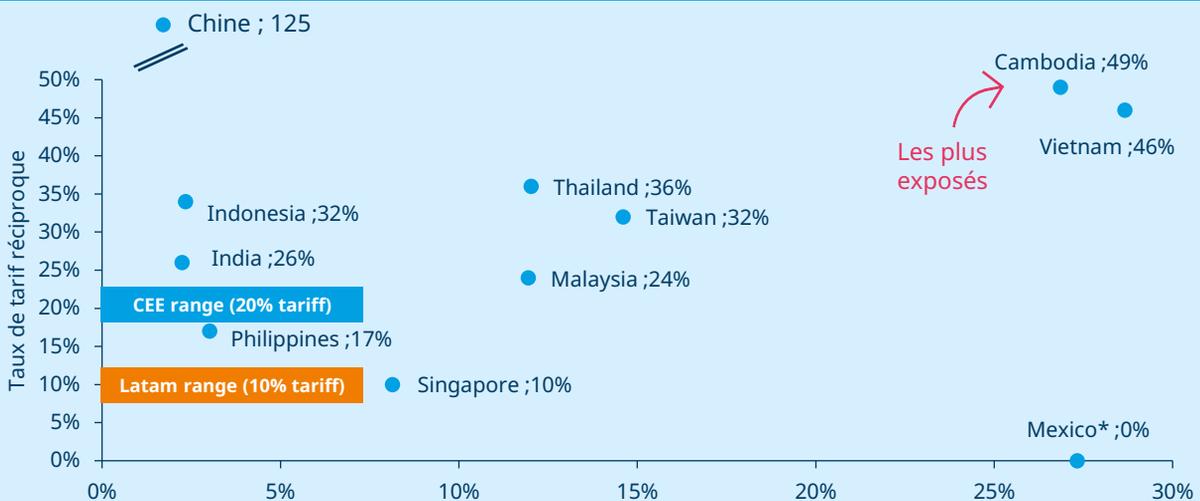
Malgré cette pause, il est peu probable que les droits de douane effectifs finaux pour les États-Unis changent radicalement par rapport aux niveaux précédemment anticipés, principalement en raison des ripostes de la Chine. Par conséquent, les perspectives économiques mondiales restent orientées à la baisse, les pressions inflationnistes mondiales étant susceptibles d'être encore exacerbées par la récente intensification de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine.

Les droits de douane annoncés devraient frapper l'Asie le plus sévèrement, un résultat prévisible étant donné le niveau élevé d'intégration de la région dans la production et l'exportation de biens vers les États-Unis, ce qui a entraîné un excédent extérieur important. Les taux les plus élevés ont d'abord été appliqués à de petits pays tels que le Viêt Nam, le Cambodge, le Laos et le Sri Lanka, avant d'être étendus à la Chine à la suite de ses représailles.

Pour l'Europe centrale et orientale, l'impact est plus indirect et lié à la perspective des tarifs pour l'Europe et l'Allemagne, ainsi qu'à toute détérioration macroéconomique dans ces pays. Les pays les plus vulnérables sont la Hongrie et la République tchèque, car ils sont fortement intégrés dans la chaîne d'approvisionnement automobile de l'UE dirigée par l'Allemagne. En revanche, la Roumanie et la Pologne semblent mieux protégées, compte tenu de leurs liens commerciaux moins directs.

"L'impact de la guerre commerciale sera profond pour les pays asiatiques, tandis que certains pays d'Europe centrale et orientale et d'Amérique latine semblent mieux protégés."

Droits de douane réciproques contre les exportations vers les États-Unis effectifs et menacés à partir du 10 avril
 Les droits de douane réciproques ont été suspendus pendant 90 jours à compter du 9 avril, sauf pour la Chine, pour laquelle les droits de douane totaux s'élèvent à 145 %. Pendant cette pause, tous les autres pays seront soumis à des droits de douane de 10 %.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, Maison Blanche, Annexe I : Amundi Investment Institute, Bloomberg, Maison Blanche, Annexe I : Taux de droits de douane. Données au 9 avril 2024. *Taux tarifaire total pour la Chine. Le Mexique est couvert par l'accord UCSMA et n'est pas concerné par les droits de douane réciproques.

Plus surprenant, les droits de douane de l'Afrique du Sud ont été initialement fixés à 30 % malgré l'accord commercial existant avec les États-Unis dans le cadre de l'*African Growth and Opportunity Act* (AGOA). Cette situation remet en cause l'avenir de l'AGOA et a suscité des incertitudes sur les relations commerciales entre les États-Unis et l'Afrique de manière plus générale.

C'est en Amérique latine que l'impact des droits de douane annoncés a été le plus faible, et des partenaires commerciaux clés comme le Mexique ont bénéficié d'une pause temporaire.

En outre, le cuivre (un produit d'exportation important pour des pays tels que le Chili et le Pérou) a été pour l'instant exempté du barème tarifaire.

Les perspectives d'inflation dans marchés émergents sont aujourd'hui encore plus incertaines et dépendent fortement de plusieurs facteurs interdépendants :

- Une saine dévaluation de la monnaie permettrait d'absorber le choc externe, en maintenant une certaine compétitivité face à des droits de douane plus élevés. Il en résulterait une inflation importée plus élevée.
- Les représailles et les perturbations temporaires de la chaîne d'approvisionnement pourraient entraîner des pics d'inflation temporaires.
- A l'opposé, les prix mondiaux du pétrole baissent, compensant les pressions inflationnistes induites par les droits de douane; en outre, les produits chinois bon marché doivent trouver d'autres destinations que les États-Unis, ce qui amplifie la tendance désinflationniste.

Quel est l'impact sur le marché ?

La revalorisation des actions sur les marchés émergents permet d'améliorer le potentiel de hausse. Toutefois, nos prévisions de bénéfices par action à 12 mois, qui étaient déjà inférieures au consensus, risquent à présent d'être encore revues à la baisse en raison de perspectives d'exportation plus mitigées.

C'est l'Asie hors Chine qui devrait bénéficier le plus des valorisations actuelles : **L'Inde et les Philippines pourraient devenir des gagnants relatifs grâce à leur plus faible vulnérabilité aux droits de douane et aux tendances favorables de la demande intérieure.** Parallèlement, **les perspectives restent neutres/constructives pour l'Amérique latine et l'Europe centrale et orientale au niveau régional ; le Mexique continue d'être favorisé**, soutenu par sa pause tarifaire.

En ce qui concerne les titres à revenu fixe, notre appel continu à un affaiblissement du dollar soutient une allocation sélective et tactique dans l'univers des devises des pays émergents. Nous sommes devenus légèrement plus constructifs sur la roupie indienne, qui offre un portage élevé et une dynamique moins volatile.

Les performances de la dette locale continuent de dépendre de la trajectoire de la Fed et de la réaction des banques centrales des marchés émergents. Les primes de terme des rendements américains introduisent un élément de risque. En ce qui concerne la dette en devise forte, les spreads se sont élargis à tous les niveaux à la suite de l'annonce des droits de douane, affectant à la fois les segments *IG* et *HY*. Toutefois, nous restons constructifs et, notamment, pour la première fois depuis longtemps, nous anticipons une certaine valeur dans les obligations à long terme des marchés émergents, car les spreads devraient se resserrer.

En ce qui concerne les actions, les pays d'Amérique latine sont les plus résilients



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 avril 2025. Indices de prix MSCI en devises locales. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.



PERSPECTIVES À LONG
TERME

PERSPECTIVES À LONG TERME

L'incertitude entourant les droits de douane

AUTEURS

**MONICA
DEFEND**

 DIRECTRICE DE
L'AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

**AIDAN
YAO**

 STRATEGISTE SENIOR DE
L'INVESTISSEMENT ASIE,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

Le président Trump a souligné les avantages des droits de douane, notamment : 1) rééquilibrer le commerce, 2) réindustrialiser l'Amérique et 3) réduire les déficits budgétaires en taxant ceux qui se livrent à des pratiques commerciales « déloyales ». Bien que ces questions soient incontestablement importantes, il n'est pas certain que les droits de douane soient le mécanisme approprié pour les résoudre. Afin de déterminer l'efficacité de la politique tarifaire de D. Trump, nous examinons le contexte actuel et les implications possibles pour les marchés financiers.

Déséquilibres commerciaux et droits de douane

La relation entre les balances commerciales et les taux de droits de douane n'est pas évidente. Si les pays les plus protectionnistes tiraient parti des droits de douane, on pourrait s'attendre à observer une corrélation positive entre les droits de douane imposés par un pays et sa balance commerciale. Or, [ce n'est pas le cas](#). Selon la théorie économique, l'ampleur des déséquilibres commerciaux est plus étroitement liée à la disparité entre l'épargne et l'investissement domestiques. À moins que les droits de douane ne changent de manière significative la façon dont les Américains épargnent et investissent, **la théorie économique dominante - étayée par des preuves empiriques - indique qu'il est peu probable que le président Trump puisse apporter des changements significatifs à la politique commerciale des États-Unis.**

Des changements structurels sont nécessaires pour relancer l'industrie manufacturière

Les changements structurels, plutôt que les droits de douane, sont essentiels pour revitaliser l'industrie manufacturière américaine. Le déclin de la part de l'industrie manufacturière dans le PIB a coïncidé avec la croissance du secteur des services (tels que la finance et la technologie) et l'augmentation des coûts pour les travailleurs américains. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ayant considérablement augmenté au fil du temps, de nombreuses entreprises ont délocalisé pour rester compétitives. La question essentielle est de savoir si les droits de douane peuvent relancer la compétitivité de l'industrie manufacturière et stimuler une réallocation nécessaire des ressources de Wall Street et de la Silicon Valley vers les États de la « ceinture de rouille ». De nombreux doutes subsistent.

Les droits de douane comme source de revenus

Pour que les droits de douane génèrent effectivement des recettes, ils doivent être **maintenus dans le temps et payés principalement par des entités étrangères**. Mais si la mise en œuvre manque de souplesse, leur efficacité en tant qu'outil de négociation diminue. De plus, **la pression stagflationniste qu'ils créent pourrait accroître le risque de ralentissement économique et d'inflation**, exacerbant ainsi les difficultés financières du gouvernement américain.

Il est également important de se demander qui va supporter le coût de ces droits de douane. Alors que le président américain espère que d'autres assumeront ce fardeau, les données historiques montrent que les consommateurs américains ont largement absorbé les coûts des droits de douane. Cette inquiétude a contribué au récent déclin de la confiance des consommateurs.

« La guerre commerciale provoque un changement qui pourrait modifier le cadre international actuel et remettre en question le statut de valeur refuge du dollar et du Trésor américain ».

L'incertitude entourant les droits de douane

En résumé, il y a une grande incertitude quant à ce que les droits de douane peuvent réellement accomplir. Si nous doutons de leur capacité à accélérer l'importante transformation économique nécessaire à la réalisation des objectifs du président, il est possible qu'ils conduisent à un rééquilibrage significatif des échanges.

Une restructuration du commerce mondial

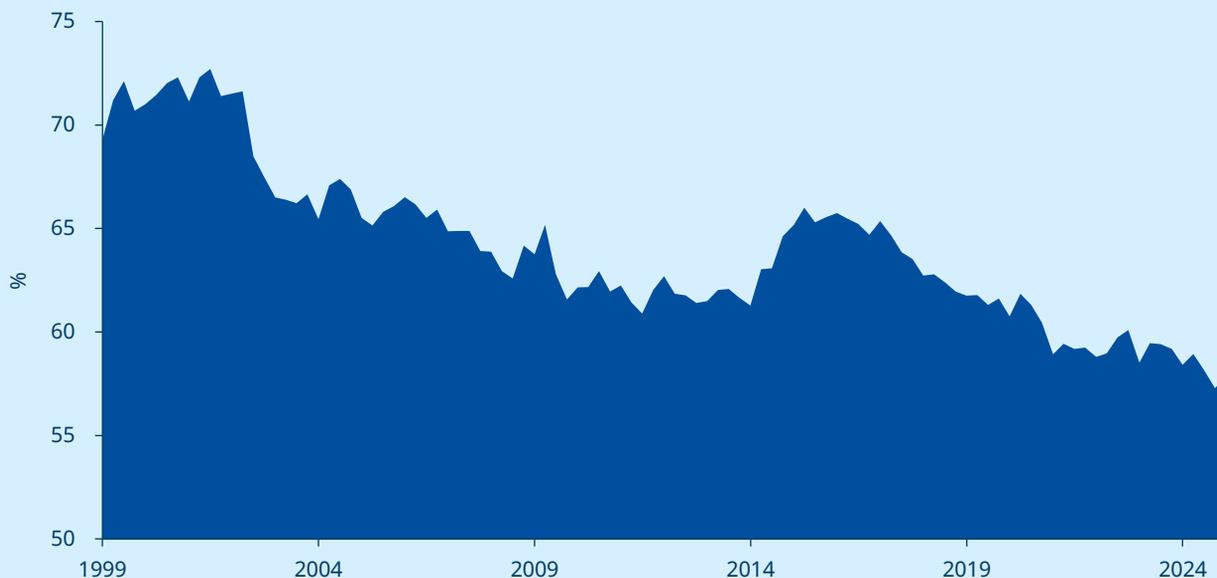
Le commerce mondial pourrait connaître d'importants changements si le pays le plus déficitaire parvenait à rééquilibrer ses échanges. Si les Etats-Unis cessent d'acheter certains produits sans que d'autres nations ne prennent la relève, tous les autres pays devront réajuster leurs stratégies commerciales. **Une position commerciale équilibrée pour les États-Unis n'implique pas nécessairement une réduction des transactions avec le reste du monde ;** elle implique plutôt que les importations et les exportations s'équilibrent davantage. Toutefois, si D. Trump réussit à relocaliser l'industrie manufacturière pour produire des biens à l'intérieur du pays, l'économie américaine pourrait devenir plus autosuffisante et moins dépendante des importations. **En outre, la Chine tente également de réduire sa dépendance à l'égard des exportations en stimulant la demande intérieure pour ses propres produits.** Par conséquent, la mondialisation pourrait être reléguée au second plan, car les deux plus grandes puissances commerciales du monde se replient simultanément sur elles-mêmes.

Les implications pour les marchés financiers sont importantes, en particulier pour le dollar américain et le statut de valeur refuge des bons du Trésor américain

Les déficits chroniques des comptes courants ont permis aux États-Unis « d'exporter » leur monnaie, faisant du dollar la monnaie de réserve mondiale. Toutefois, le rééquilibrage des comptes commerciaux pourrait compromettre la demande de dollars et perturber sa circulation, ce qui pourrait éroder son statut de monnaie de réserve au fil du temps. Si la position dominante du dollar n'est pas menacée dans l'immédiat, la concurrence croissante des monnaies fiduciaires et numériques pourrait accélérer son déclin.

« La mondialisation pourrait être reléguée au second plan, les deux plus grandes puissances commerciales du monde se repliant simultanément sur elles-mêmes ».

La part du dollar américain dans les réserves de change diminue



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 7 avril 2025. Indices de prix MSCI en devises locales. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

PERSPECTIVES À LONG TERME

L'or est-il encore abordable ?

Oui

L'or reste une valeur stable dans un contexte d'incertitudes

L'incertitude a atteint un nouveau niveau alors que l'administration Trump a lancé la plus grande **guerre commerciale** depuis au moins un siècle, sans perspective immédiate d'apaisement. L'or se distingue comme l'un des rares actifs stables, soutenu par la baisse du dollar et les craintes de stagflation. En outre, l'or et les autres métaux précieux ne seront probablement pas affectés par les droits de douane.

Les déficits publics sont un autre facteur important à moyen terme pour l'or, ayant historiquement un impact sur les marchés lorsqu'ils tombent en dessous de -4%. Ce seuil a déjà été franchi par la plupart des marchés développés. La crédibilité des plans gouvernementaux visant à combler ces déficits, ainsi que la nature des dépenses (productives ou non), influencent grandement la confiance des investisseurs. Par conséquent, les finances publiques et la **stabilité politique** sont étroitement liées, et toutes deux se détériorent dans de nombreux pays des marchés développés. L'or, qui ne couvre qu'une fraction de ces engagements publics, présente un potentiel de revalorisation substantiel.

Les tensions géopolitiques actuelles sont suffisamment importantes et persistantes pour influencer la dynamique du marché et les tendances de l'inflation. Les tensions au Moyen-Orient pourraient entraîner une flambée des prix de l'énergie, tandis que l'intensification du protectionnisme pourrait affecter les coûts des producteurs importés. Bien qu'un cessez-le-feu potentiel en Ukraine puisse atténuer certaines tensions, les doutes concernant un accord de paix durable et l'augmentation des dépenses de défense de l'UE sont susceptibles de maintenir une prime à long terme pour l'or.

Afin de se prémunir contre les fluctuations monétaires et les incertitudes géopolitiques, les **banques centrales devraient continuer à acheter de l'or**, en particulier celles qui cherchent à réduire leur dépendance à l'égard des transactions en dollars. L'or est également soutenu par ses **fondamentaux physiques**. La faible croissance de l'offre minière et l'augmentation des coûts d'extraction contribuent à la hausse des prix au comptant, tandis que la demande de bijoux devrait augmenter à moyen terme, principalement sous l'impulsion de l'Inde.

Valorisation de l'or : L'or n'est pas bon marché, mais il n'est pas non plus excessivement cher

L'or continue de se négocier à des niveaux record, même après correction de l'inflation. La question de savoir si l'or reste abordable nous ramène à ses multiples rôles : monnaie, matière première, actif d'investissement, bien de consommation de luxe et matériau industriel.

En tant que matière première, l'or semble cher, en particulier par rapport à d'autres métaux précieux. Il semble cher par rapport aux facteurs macroéconomiques traditionnels, mais pas par rapport aux incertitudes, ce qui le rend équitable en tant qu'actif d'investissement. **En tant que bien de consommation et bien industriel, l'or semble cher** par rapport au revenu ou à la richesse par habitant (mais il sera soutenu par l'augmentation de la demande en Inde), **mais bon marché par rapport aux entreprises technologiques à forte consommation d'or**.

Enfin, **l'or reste une monnaie très bon marché**. La majorité des dettes publiques ne sont pas garanties par des actifs tangibles ; elles reposent sur la confiance du public et des marchés, ainsi que sur le bien-fondé des politiques économiques. Aux États-Unis, par exemple, chaque once d'or garantit aujourd'hui 138 000 dollars de dette publique, contre moins de 500 dollars avant l'effondrement de Bretton Woods. Le potentiel de réévaluation de l'or, en tant que monnaie, semble donc très important.

AUTEURS

JEAN-BAPTISTE BERTHONSTRATEGISTE SENIOR,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE**LORENZO PORTELLI**RESPONSABLE DE LA
RECHERCHE CROSS
ASSET, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"Les finances publiques et la stabilité politique sont étroitement liées, et toutes deux se détériorent dans de nombreux pays des marchés développés. L'or, qui ne couvre qu'une fraction de ces engagements publics, a un potentiel de revalorisation substantiel."

L'or atteint 3200 dollars l'once, ce qui ouvrirait la voie à 3500 dollars l'once.

Nous nous attendons à ce que la volatilité de l'or augmente à mesure que les valorisations s'accroissent et que la dynamique politique - tant nationale qu'internationale - reste instable. Cependant, nous pensons que les risques restent orientés à la hausse. L'or ayant franchi la barre des 3200 dollars l'once, nous considérons que la prochaine cible sera 3500 dollars l'once, car les incertitudes restent élevées.

Possibilité pour les investisseurs d'augmenter leur allocation en or

Nous estimons que les investisseurs mondiaux consacrent actuellement environ 2 % de leurs portefeuilles à l'or, ce qui représente approximativement 4 000 milliards de dollars. Cette allocation est nettement inférieure à ce que suggèrent les techniques d'optimisation des portefeuilles. Une augmentation potentielle à 3 % pourrait offrir un potentiel de hausse significatif pour les prix de l'or.

Les investisseurs peuvent s'exposer à l'or de différentes manières, notamment en investissant directement dans des lingots d'or, des ETF sur l'or et des actions de sociétés minières aurifères, qui peuvent constituer une option complémentaire intéressante aux investissements traditionnels dans l'or et qui restent bon marché en termes relatifs.

L'évolution de la nature de l'or en tant qu'actif stratégique au XXI^e siècle

Nos modèles sur l'or identifient trois phases distinctes au cours du 21^{ème} siècle, caractérisées par une évolution de la dynamique du marché et du sentiment des investisseurs.

- 2000-2008 : Une valeur refuge traditionnelle.** Au cours de cette période, l'or a conservé son rôle classique de diversificateur de portefeuille, de valeur refuge en période de récession et de sentiment de risque négatif, et d'actif résistant en cas de tensions géopolitiques.
- 2009-2022 : Domination des Banques Centrales.** La mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles par les banques centrales (principalement le *Quantitative Easing*) a fondamentalement modifié la trajectoire de l'or. L'or a été considérablement réévalué en tant qu'actif refuge. L'augmentation de la demande a été motivée par les inquiétudes concernant les échecs potentiels de politiques monétaires de moins en moins conventionnelles, et les acteurs du marché ont remis en question la crédibilité à long terme du système de la monnaie fiduciaire.
- 2022-Aujourd'hui : Le nouveau monde de l'or en tant que réserve stratégique de diversification.** Nous voyons maintenant un nouveau contexte pour l'or où la demande restera soutenue par le rôle attrayant de l'or en tant qu'actif stable de plus en plus demandé à une époque où le rôle central du dollar dans le système monétaire mondial est appelé à diminuer. Dans ce nouveau contexte, nous considérons que l'or a le potentiel de rester en demande et d'augmenter encore.



CONTRIBUTEURS AII*

ALESSIA BERARDI

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MACROÉCONOMIQUE ÉMERGENTE

JEAN-BAPTISTE BERTHON

STRATEGISTE SENIOR

FEDERICO CESARINI

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE DE CHANGE

LORENZO PORTELLI

RESPONSABLE DE LA RECHERCHE MULTI-ACTIFS

MAHMOOD PRADHAN

CHEF DE LA SECTION MACROECONOMIE MONDIALE

ANNALISA USARDI

ÉCONOMISTE PRINCIPAL, RESPONSABLE DE LA MODÉLISATION DE L'ÉCONOMIE AVANCÉE

AIDAN YAO

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT POUR L'ASIE

RÉDACTEURS EN CHEF

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO DU GROUPE

RÉDACTEURS

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE D'AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE DE LA DIVISION INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT, AII*

RÉDACTEUR EN CHEF ADJOINT

CY CROSBY TREMMEL

SPÉCIALISTE DES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT ET DE LA DIVISION CLIENTÈLE, AII*

CONCEPTEUR-RÉDACTEUR

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII*

* Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information.

Ce document ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'un titre ou de tout 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 servir de base ou de composante à des instruments ou produits financiers ou à des 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 SAS et sont en date du 11 avril 2025. La diversification ne garantit pas un bénéfice 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 concernant les tendances économiques et de marché sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS 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. L'investissement comporte des risques, notamment des risques de marché, des risques politiques, des risques de liquidité et des risques de change.

En outre, aucune personne impliquée dans la production de ce document ne peut être tenue responsable des dommages directs, indirects, spéciaux, accessoires, punitifs, consécutifs (y compris, mais sans s'y limiter, le manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 11 avril 2025.

Document ID : 4402159.

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 : 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Crédit photo : ©iStock/Getty Images Plus - dan_prat, Suriyapong Thongsawang, d3sign

Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont besoin de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs au sein d'une même entité: l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

Get the latest updates on:



- Géopolitique
- Économie et marchés
- Stratégie de portefeuille
- Perspectives ESG
- Hypothèses sur les marchés de capitaux
- Recherche Cross Asset
- Actifs réels et alternatifs

Retrouvez-nous sur



[Visitez notre Centre de recherche](#)

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned