



## ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

**Les perspectives pour l'économie américaine se sont détériorées, avec un risque de stagflation à court terme en raison des décisions de l'administration Trump, tandis que la Réserve fédérale continue d'adopter une approche prudente. En Europe, le plan de relance allemand et la poursuite des baisses de taux de la BCE améliorent les perspectives économiques. En Asie, la Banque du Japon maintient ses taux, tandis qu'en Chine, un plan visant à stimuler la consommation est annoncé en réponse aux impacts des tarifs américains. Les actions américaines ont sous-performé par rapport aux marchés européens et émergents, avec une contre-performance notable des "Sept Magnifiques". Les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro ont augmenté, tandis qu'ils sont restés stables aux États-Unis. Parallèlement, le dollar a reculé face à l'euro, ce qui a favorisé l'or, tandis que le prix du pétrole continue de progresser.**

### Zone euro

Face aux mesures protectionnistes de Washington et au risque d'un retrait de son soutien militaire à l'Ukraine, les dirigeants européens ont maintenu leur cohésion. Fait historique, quelques jours seulement après les élections législatives allemandes, les verrous de la dépense publique ont sauté, et le futur Chancelier Mertz (CDU) appuyé par une coalition avec le SPD et les Verts, lance un vaste plan de relance. Sur les €500 milliards d'investissement dans les infrastructures annoncées, €100Mds iront à la défense, ce qui constitue un changement radical. Cet effort budgétaire devrait augmenter la croissance potentielle de l'Allemagne et avec elle, celle de la zone euro. En conséquence, les économistes ont ajusté à la hausse leurs prévisions.

Les enquêtes PMI du mois de mars projettent toujours une contraction de l'activité manufacturière mais les perspectives s'améliorent nettement en Allemagne dont l'industrie est en stagnation depuis la pandémie.

L'inflation de la zone euro continue de baisser avec un indice des prix harmonisés (de février publié en mars) de 2.3% (versus 2.4% en janvier). Si l'inflation baisse en Allemagne, elle reste à 2.6%, largement au-dessus de celle de la France dont la dynamique économique est faible. Constatant la tendance baissière de l'inflation et malgré les risques liés à la guerre commerciale avec les Etats-Unis, la Banque centrale européenne a baissé ses taux directeurs de 0.25% ramenant son taux de dépôt à 2.5%. La Banque d'Angleterre en revanche a maintenu ses taux en mars à 4.5% devant une inflation toujours élevée à 3.7%.



## **Etats-Unis**

Mars marque un tournant pour l'économie américaine avec les premiers impacts des décisions tarifaires de la nouvelle administration et une détérioration de la confiance des ménages. +25% sur les automobiles japonaises et coréennes, 2x10% sur les produits chinois, 50% sur l'acier et l'aluminium canadien finalement suspendu... Les annonces ou les menaces de hausse des droits de douanes sur plusieurs secteurs ou pays entraînent une hausse des anticipations d'inflation (par ex. enquête de l'Université du Michigan sur les anticipations de long terme au plus haut depuis 32 ans) et une réduction des prévisions de croissance sur les deux prochaines années. La Réserve Fédérale elle-même a réduit ses perspectives de croissance du PIB réel américaine de 2.1% à 1.7% en 2025 et à 1.8% en 2026. Après l'ISM manufacturier légèrement en dessous des attentes, l'enquête S&P PMI a montré des signes encourageants sur les services mais les perspectives se détériorent encore dans le secteur manufacturier. La confiance des ménages chute (Conference Board) et les dépenses progressent modestement alors que le taux d'épargne progresse de nouveau. Si le taux de chômage reste faible à 4.1%, on note un tassement des hausses de salaires. L'expulsion de millions de travailleurs clandestins devrait néanmoins maintenir la pression sur l'emploi peu qualifié.

Dans un contexte incertain, la Fed a préféré temporiser et a maintenu ses taux d'intérêt inchangés au grand damne du président Trump. Cependant, constatant la volatilité du marché obligataire, elle a ralenti la vitesse de réduction de son bilan. La publication en fin de mois, de l'inflation cœur PCE, mesure favorite de la Réserve Fédérale, de février est ressorti au-dessus des attentes à 2.8% en variation annuelle, devrait à nouveau la convaincre de ne pas baisser ses taux en avril.

## **L'Asie et les Pays émergents**

La Banque du Japon a maintenu ses taux directeurs inchangés mais la normalisation n'est pas terminée. La hausse des taux devrait se poursuivre si la pénurie de main d'œuvre perdure, afin d'éviter une boucle salaires prix. Le ministre des Finances a indiqué que le Japon n'avait pas encore gagné la bataille contre la déflation, laissant entendre un ajustement très long de la politique monétaire.

En Chine, les autorités ont annoncé un « plan d'action spécial » visant la stimulation de la consommation intérieure. L'impact négatif des tarifs douaniers américains ainsi que le risque d'un ralentissement de l'économie américaine sont à l'origine de cette décision, qui fait suite au soutien monétaire opéré depuis septembre 2024. Si les chiffres de la production industrielle progressent de 6% en glissement annuel, et que les enquêtes sur le secteur manufacturier indiquent un rebond, l'activité économique chinoise reste faible par rapport à l'objectif du gouvernement. La consommation des ménages semble repartir mais les pressions déflationnistes demeurent: les prix à la consommation reculent à nouveau (-0.7%) ainsi que les prix à la production (-2.2%). L'immobilier ne confirme pas encore son rebond et les prix des maisons baissent ainsi que les prêts malgré la recapitalisation des banques et les incitations gouvernementales. La stabilisation économique semble réalisable et les économistes ont révisés à la hausse leurs prévisions de croissance (Amundi: de 4.1% à 4.4% en 2025, de 3.6% à 3.9% en 2026 qui reste cependant inférieure à celle du gouvernement (5%))

En Inde, l'inflation a été plus faible que prévu en février, à 3,6% (en glissement annuel), soit une décélération par rapport aux 4,3% de janvier. Cette baisse est principalement due à une forte décélération des prix des denrées alimentaires. La Banque de réserve de l'Inde pourrait réduire ses taux plus tôt que prévu dès avril.



## Marchés Actions

La perspective d'une croissance économique américaine plus modérée, conjuguée à un rebond temporaire de l'inflation, a de nouveau pesé sur les performances des actions américaines, qui sous-performent par rapport au reste du monde, entraînant ainsi une baisse des indices mondiaux. En mars, le S&P 500 a enregistré une perte d'environ 6 %, tandis que les actions européennes n'ont reculé que de 4 % et que les marchés émergents ont affiché une hausse de 2 %.

Cette contre-performance s'explique par plusieurs facteurs : (1) un dégonflement des valorisations des "Sept Magnifiques", qui ont perdu près de 10 %, (2) une divergence de trajectoire entre la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE), et (3) les plans de relance en Allemagne et en Chine, qui améliorent les anticipations de bénéfices à court et moyen terme.

Par ailleurs, l'avalanche d'annonces parfois contradictoires de Donald Trump a généré une volatilité accrue, faisant grimper le VIX à 22 %. Les investisseurs ont ajusté leurs prévisions face aux nouveaux tarifs douaniers, ce qui a entraîné une chute du secteur automobile, notamment au Japon et en Corée. En réponse au risque d'un retrait américain d'Ukraine, les projets d'investissements massifs dans le réarmement de l'Europe, notamment le plan ReArm Europe de 800 milliards d'euros, ont soutenu le secteur de la défense.



## Marchés Obligataires

Le mois de mars a été marqué par une forte remontée des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro. À la suite des élections législatives allemandes, la nouvelle coalition majoritaire a convenu de lever le verrou du déficit budgétaire. Le marché obligataire a anticipé un volume d'émissions important à venir, tandis que la Banque centrale européenne (BCE) continue de réduire la taille de son bilan, entraînant ainsi une hausse historique des rendements. Le taux d'emprunt à 10 ans en Allemagne est passé de 2,4 % à 2,7 % au cours du mois. La poursuite de la baisse des taux directeurs de la BCE (-25 points de base) a maintenu les taux à court terme inchangés, ce qui a contribué à une pentification de la courbe des taux dans la zone euro. Les écarts de rendement entre l'Allemagne et la France se sont maintenus autour de 70 points de base, entraînant mécaniquement une hausse des taux à long terme français.

Aux États-Unis, des forces opposées ont limité les variations des obligations. D'une part, le risque de ralentissement de la croissance américaine et la consolidation des marchés d'actions ont favorisé un repli vers les US Treasuries. D'autre part, les craintes d'une reprise de l'inflation et la pause de la Fed ont plutôt milité en faveur d'une hausse des rendements. Le taux d'intérêt à 10 ans américain a terminé le mois inchangé à 4,2 %, tandis que les taux à 2 ans ont fléchi de 11 points de base, reflétant ainsi une tendance stagflationniste de la politique trumpienne. On observe donc une convergence des rendements entre les bons du Trésor américains et les obligations souveraines de la zone euro. Contrairement aux périodes précédentes, les obligations d'entreprises ont suivi le mouvement baissier des actions et la hausse de la volatilité, en particulier celles du segment High Yield américain.



### **Change & Or**

Le dollar américain s'est affaibli en mars, notamment face à l'euro, passant de 1,04 à 1,08 (-4,3 %). Cette baisse reflète à la fois l'incertitude des investisseurs concernant les conséquences des décisions de Donald Trump et la nouvelle dynamique de croissance en Europe. Le yen a atteint 150 contre le dollar, tandis que la livre sterling a progressé de 2,6 %.

Le risque de reprise de l'inflation, associé à un contexte géopolitique toujours tendu et à la dépréciation du dollar, a favorisé l'or, qui a atteint un sommet historique à 3 124 \$ l'once (+9 % sur le mois).

### **Matières premières et énergie**

Le cours du pétrole a également enregistré une hausse de 5 % en mars, passant de 71 \$ à 74,5 \$ par baril. Cette augmentation est le reflet à la fois de la baisse du dollar et du retour des risques de sanctions supplémentaires contre la Russie, le Venezuela et l'Iran.

### VARIATIONS MENSUELLES

Marchés d'actions	31/03/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
S&P 500	5612	-2,7%	-5,8%	-4,6%
Eurostoxx 50	5248	-3,1%	-3,9%	7,2%
CAC 40	7791	-2,9%	-4,0%	5,6%
Dax 30	22163	-3,0%	-1,7%	11,3%
Nikkei 225	35618	-5,3%	-4,1%	-10,7%
MSCI Marchés Emergents	1121	-1,3%	2,1%	4,1%
Marché des changes	31/03/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
EUR/USD	1,062	0,1%	4,3%	4,4%
USD/JPY	150	-0,5%	-0,4%	-4,6%
EUR/GBP	0,84	0,2%	1,5%	1,2%
EUR/CHF	0,96	0,3%	2,1%	1,7%
Matières premières - Volatilité	31/03/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
Pétrole (Brent, \$/baril)	75	2,4%	2,1%	0,1%
Or (\$/once)	3124	3,7%	9,3%	19,0%
VIX	22	4,8	2,65	+4,9
Marchés du crédit	31/03/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
Itraxx Main	+64 bp	+6 bp	+10 bp	+6 bp
Itraxx Crossover	+330 bp	+24 bp	+41 bp	+16 bp
Itraxx Financials Senior	+70 bp	+6 bp	+12 bp	+6 bp
Marchés des taux	31/03/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
€STR	2,42	-	-24 bp	-49 bp
Euribor 3M	2,34	-3 bp	-13 bp	-38 bp
Libor USD 3M	4,85	-	-	-
Taux 2 ans (Allemagne)	2,05	-7 bp	+2 bp	-3 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	2,74	-3 bp	+33 bp	+37 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	3,88	-15 bp	-11 bp	-36 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	4,21	-13 bp	-	-36 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	31/03/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
France	+72 bp	+2 bp	-2 bp	-11 bp
Autriche	+39 bp	+2 bp	-4 bp	-2 bp
Pays-Bas	+22 bp	-	+3 bp	-
Finlande	+36 bp	+1 bp	-2 bp	-10 bp
Belgique	+56 bp	+1 bp	-2 bp	-5 bp
Irlande	+28 bp	-1 bp	-	-
Portugal	+52 bp	+1 bp	-1 bp	+4 bp
Espagne	+63 bp	-	-1 bp	-6 bp
Italie	+113 bp	+3 bp	-	-3 bp

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Société Générale Gestion, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

#### SOCIETE GENERALE GESTION

91-93, BLD PASTEUR 75015 PARIS  
SA au capital de 567 034 094 EUR 491 910 691 RCS Paris  
Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)  
sous le numéro GP-09000020  
Société Générale Gestion est courtier en assurance immatriculée à l'ORIAS sous le n° 24 006 914

[www.societegeneralegestion.fr](http://www.societegeneralegestion.fr)