



CIO PERSPECTIVES

7 mars 2025

Europe : « *Whatever it takes* » 2.0¹

C'est le moment du « *Whatever it takes* » (en français « Quoi qu'il en coûte ») pour le futur chancelier allemand Friedrich Merz. Dans nos présentations clients sur les perspectives mondiales pour 2025, nous avons partagé notre vue que « l'Europe est bon marché, un marché peu cher pour de bonnes raisons, et que nous ne serions pas assez courageux pour se positionner sur l'Europe uniquement parce qu'elle est bon marché, et que nous avons besoin d'un fort catalyseur ». Le moment est arrivé : la situation peut-elle s'améliorer ? Nous adoptons une vision positive sur les derniers développements en Europe, mais restons prudents. Il est essentiel de ne pas se précipiter et d'attendre un meilleur point d'entrée, surtout avec l'incertitude élevée concernant les tarifs douaniers de l'administration Trump.

Trump déclenche la « grosse artillerie » allemande

Comme nous l'avons mentionné dans notre Monthly House View de février ([Europe : Et si ?](#)), l'Europe fait face à une importante crise de confiance, exacerbée par l'instabilité politique dans des pays clés comme la France et l'Allemagne. Le Vieux Continent lutte également contre des problèmes structurels qui ont érodé la productivité au fil du temps, élargissant l'écart d'innovation et de compétitivité avec les États-Unis. Les actions européennes ont fait un rebond historique en ce début d'année (graphique 1), un soulagement de taille après six mois de mauvaises nouvelles incessantes.

Nous avons des doutes sur la durabilité de ce rallye sans catalyseurs supplémentaires. Ces catalyseurs potentiels étaient : un Donald Trump plus indulgent sur les tarifs commerciaux, un cessez-le-feu en Ukraine et un changement culturel en Allemagne concernant la dette publique, via une réforme du frein à la dette². Ce dernier nous semblait peu probable étant donné l'aversion culturelle pour la dette en Allemagne (rappelez-vous qu'en allemand, le mot pour « DETTE » signifie aussi « CULPABILITÉ »). Néanmoins, rien de tel qu'une crise pour pousser l'Europe à agir. Le déclencheur a été les décisions drastiques de Trump d'arrêter le soutien militaire à l'Ukraine et les menaces de tarifs commerciaux, ce qui a d'abord incité l'Europe, puis l'Allemagne à prendre des mesures drastiques.

Au niveau européen, la proposition pour « **Réarmer l'Europe** » peut jusqu'à présent être résumée à 800 milliards d'euros (environ 5% du PIB de la zone euro), à travers :

- L'activation de la clause de sauvegarde nationale du Pacte de stabilité et de croissance, permettant aux pays de l'Union européenne (UE) d'augmenter leurs dépenses de défense de 1,5 % du PIB en moyenne, soit 650 milliards d'euros qui pourraient être libérés au cours des quatre prochaines années,
- Un « nouvel instrument » pour fournir 150 milliards d'euros en prêts aux États membres pour financer des investissements communs dans les capacités paneuropéennes de défense.

¹ En référence au discours prononcé par Mario Draghi en 2012, considéré comme le point de retournement de la crise de l'euro.

² Frein à l'endettement allemand : une règle constitutionnelle limitant le déficit total à 0,35 % du PIB par an.

La **proposition allemande** est le **véritable changement de donne**, basée sur trois piliers :

1. Une proposition d'exempter les dépenses de défense du budget dépassant 1 % du PIB du plafond du frein à la dette, une fenêtre pratiquement illimitée.
2. Une proposition de lancer un fonds d'infrastructure hors budget de 500 milliards d'euros sur les 10 prochaines années, pour répondre aux sous-investissements structurels en Allemagne et regagner en compétitivité et restaurer la croissance. C'est également nouveau. Cela équivaut à environ 1 % du PIB chaque année. Les fonds peuvent être alloués à la protection civile et de la population, aux transports, à l'énergie, à l'éducation, aux soins et aux infrastructures scientifiques. De plus ils peuvent soutenir les investissements dans les hôpitaux, la recherche et la numérisation.
3. Une autre proposition selon laquelle les Länder (États fédéraux allemands) peuvent également avoir un déficit structurel de 0,35 % du PIB par an, contre 0 % actuellement (environ 15 milliards d'euros).

C'est aussi un revirement de taille qui, il y a quelques semaines, semblait impensable. Pour rappel, le plan de relance allemand pendant la pandémie était de 130 milliards d'euros.

Une impulsion pour la croissance du PIB de la zone euro

Nous n'avons pas encore révisé nos projections de PIB de la zone euro, actuellement à 0,8 % pour 2025 et 1,2 % en 2026, car nous devons comprendre les chiffres exacts des plans proposés, mais voici nos principales hypothèses :

- À très court terme, le gouvernement allemand actuel peut-il faire passer cela par le parlement avant que le nouveau gouvernement ne prenne ses fonctions le 24 mars ? Très probablement oui, à moins que le parti des Verts ne change d'avis ou que certains conservateurs sur le frein à la dette au sein de la CDU de Friedrich Merz ne décident de se désister. Nous pensons qu'un signal politique d'une telle ampleur serait difficile à retirer, même si des contournements et des options partielles sont probables.
- Comment réagiront les consommateurs européens ? La confiance s'est améliorée avec les espoirs de reprise dus à la stabilité politique en Allemagne et en France et à l'unité européenne renouvelée, y compris le retour du Royaume-Uni. Cependant, l'absence de protection américaine et un voisin menaçant pourraient affecter le moral des consommateurs. Les dépenses fiscales importantes pourraient entraîner des impôts plus élevés ou la perception de futures augmentations d'impôts. Ce stimulus ne concerne pas une relance de la consommation privée (ce n'est pas un chèque comme vu pendant la pandémie avec Donald Trump), mais plutôt un choc d'offre positif (moins inflationniste, mais nécessitant plus de temps pour impacter les chiffres de croissance du PIB).
- **Les révisions de la croissance du PIB de la zone euro pourraient être significatives, impactant probablement 2026-2027 plutôt que 2025**, avec un coup de pouce positif pour les industries. Les recherches de la Banque mondiale montrent que les investissements publics dans les infrastructures stimulent efficacement l'économie grâce à l'effet "multiplicateur", où chaque dollar d'investissement génère 1,5 dollars d'activité économique, soit le double de l'impact des réductions d'impôts. Parmi les différentes catégories de dépenses publiques, les investissements dans les infrastructures présentent les multiplicateurs les plus élevés, ce qui en fait un stimulus économique particulièrement puissant. Une augmentation proposée d'un point de pourcentage des dépenses annuelles d'infrastructure pourrait augmenter la croissance du PIB allemand de 1,5 point de pourcentage. Cela pourrait potentiellement élever la croissance du PIB de la zone euro de 2026 de 1,2 % à 1,7 %, soit le niveau le plus élevé depuis 2018, toutes choses égales par ailleurs et en excluant les retombées positives sur les autres pays européens.

- **Tarifs américains - épée de Damoclès** : les menaces de Trump sur les tarifs et les incertitudes géopolitiques accrues nous obligent à rester prudents quant à la reprise de la consommation. Cela pourrait plus que compenser le boost apporté par les nouveaux plans sur la défense et l'infrastructure, qui eux auront plus d'impact sur la croissance en 2026 qu'en 2025. Les analystes estiment un risque entre -0,5 et -1 point de pourcentage de mise en œuvre possible des tarifs douaniers sur la croissance du PIB européen de 2025 - ce n'est pas un risque négligeable même si l'impact devrait être plus sectoriel et spécifique à certains pays, principalement les produits pharmaceutiques et l'automobile (Irlande, Allemagne).

Implications sur les perspectives d'investissement

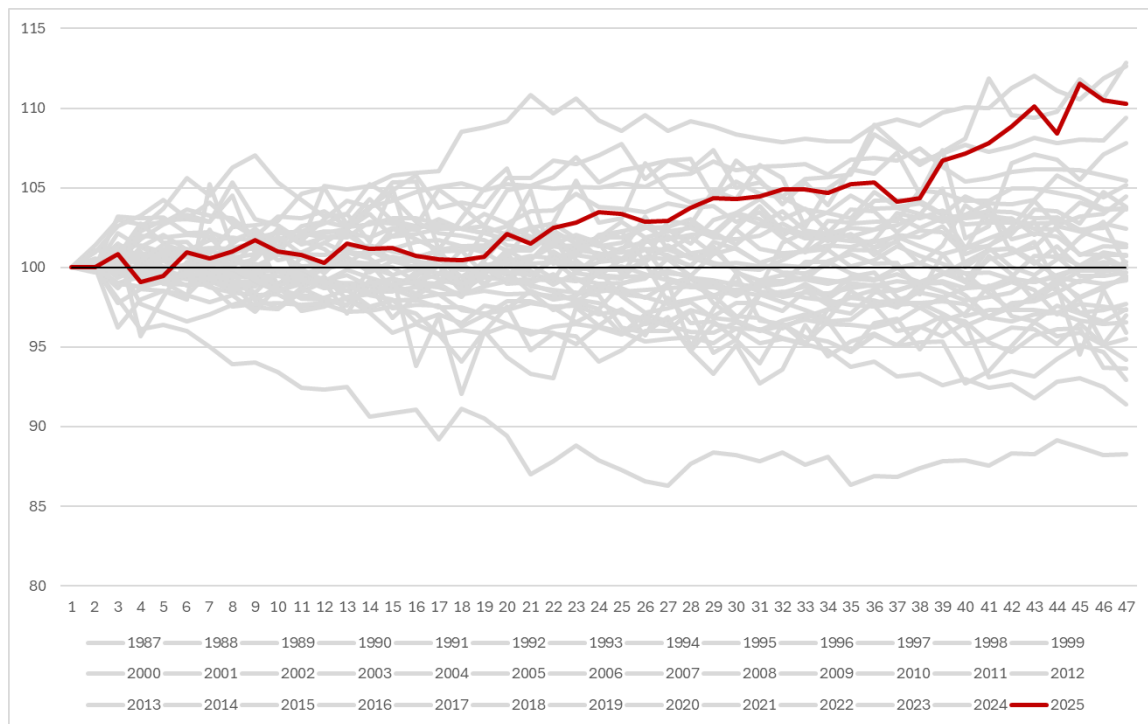
En conclusion, nous adoptons une vision positive sur ces derniers développements en Europe. La rapidité des annonces est stupéfiante et nécessite un esprit calme mais aussi de prendre du recul pour évaluer les conséquences à long terme. Il subsiste des zones d'incertitude concernant les investissements en Europe, notamment en ce qui concerne l'exécution de ces propositions, la croissance du PIB (notamment les tarifs) ainsi que la forte remontée de l'euro, qui pourrait avoir un impact négatif sur les bénéfices futurs des exportateurs européens.

Globalement, dans la plupart de nos portefeuilles, nous sommes constructifs sur les actions et proches de la neutralité sur l'Europe. Il est vrai que le marché en Europe a progressé très rapidement en très peu de temps, cela nous incite à ne pas nous précipiter dans l'immédiat à augmenter nos expositions sur ces niveaux. La rapidité avec laquelle les annonces ont été faites, ce que très peu de participants de marché attendaient, a certainement créé une forme de panique d'achat avec des investisseurs cherchant à rééquilibrer les portefeuilles. La volatilité restera et nous pourrions avoir un meilleur point d'entrée une fois que la menace des tarifs douaniers de Trump frappera l'Europe, nous resterons donc agiles et agirons en fonction des opportunités.

Du côté obligataire, les rendements des obligations allemandes ont connu leur plus forte hausse depuis 1997, reflétant une trajectoire de dette publique élevée et surtout une croissance potentielle attendue plus élevée, dans la plus grande économie d'Europe. Nous sommes actuellement sous-pondérés en duration européenne et le restons même après un mouvement aussi fort.

Enfin, notre position positive sur le dollar américain est mise à mal. Nous pensons que le marché était lui-même déjà fortement positionné sur le dollar et que cela est probablement devenu une vue trop consensuelle, d'où de gros débouchements de ces positions qui a fait remonter l'euro. Pourtant, la trajectoire des taux d'intérêt des deux côtés de l'Atlantique, plus de baisses en Europe moins aux États-Unis, appelle toujours à une hausse limitée pour l'euro, bien que nous reconnaissons que cela pourrait être remis en question.

Graphique 1 : Une des plus fortes progressions de début d'année de l'Europe contre les États-Unis (STOXX Europe 600, 100 = 1.01.2025)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Alexandre DRABOWICZ
Global Chief Investment Officer



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Avertissement

Ce document intitulé « CIO Perspectives » (la « Publication ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

Les langues dans lesquelles la Publication est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Publication n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Publication n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Publication n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables.

Le présent document ne constitue ni ne contient une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un instrument et/ou un service financier, quel qu'il soit. De même, il ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. En aucun cas ce document n'affirme qu'un investissement ou une stratégie est adapté et approprié à une situation individuelle ou qu'un investissement ou une stratégie constitue un conseil d'investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futures.

Les risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Avant toute transaction, vous devez consulter votre conseiller en investissement et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou les revenus de l'investissement après conversion dans la monnaie de référence de l'investisseur.

CA Indosuez, société de droit français, maison mère de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales (directes et indirectes), succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Ces sociétés sont désignées individuellement par l'«Entité» et collectivement par les «Entités».

Les Entités ou leurs actionnaires et plus généralement les entreprises du groupe Crédit Agricole (le Groupe) ainsi que, respectivement, leurs mandataires sociaux, dirigeants ou employés peuvent, en leur nom personnel ou au nom et pour le compte de tiers, réaliser des transactions sur les instruments financiers présentés dans la Publication, détenir d'autres instruments financiers liés à l'émetteur ou au garant de ces instruments financiers, ou fournir ou chercher à fournir des services concernant les titres, des services financiers ou tout autre type de service pour ou à partir des Entités. Lorsqu'une Entité et/ou une entité du Groupe Crédit Agricole agit en tant que conseiller et/ou gérant, administrateur, distributeur ou agent de placement pour certains produits ou services mentionnés dans la Publication, ou exécute d'autres services dans lesquels une Entité ou le Groupe Crédit Agricole détient ou est susceptible de détenir un intérêt direct ou indirect, votre Entité accorde la priorité à l'intérêt de l'investisseur.

Certains investissements, produits et services, y compris la garde des titres, peuvent être soumis à des restrictions légales et réglementaires ou ne pas être disponibles dans le monde entier sans restriction, compte tenu de la législation de votre pays d'origine, de votre pays de résidence ou de tout autre pays avec lequel vous pourriez avoir des liens. En particulier, les produits et services présentés dans la Publication ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis et du Canada. Ces produits ou services peuvent être fournis par les Entités selon leurs prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve de leur licence. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

Veillez contacter votre chargé de relations clientèle pour plus d'informations.

Chaque entité met la Publication à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- **en France** : la présente Publication est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Publication est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., dont le siège social est situé 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, autorisée par et soumise au contrôle prudentiel de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), 283 route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, site Internet www.cssf.lu, tél. (+352) 26251-1, et de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de leurs compétences respectives.
- **en Espagne** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1.S 8. H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Publication est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe).
 - la Banque Degroof Petercam SA, située Rue de l'Industrie 44 B-1040 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre des Entreprises sous le numéro 0403 212 172, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles) ;
- **en Italie** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques no. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au Portugal** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal basée à Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, inscrite à la Banque du Portugal sous le numéro 282, code fiscal 980814227 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Publication peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Publication est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Publication est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Publication ;
- **dans la RAS de Hong Kong** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Publication ne constitue une recommandation d'investissement. La Publication n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Publication et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO). La Publication est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme)(Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Publication est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Publication, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;
- **aux EAU** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhayir Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Publication ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **Autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Publication ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédit photos: iStock.