

## En route vers l'exceptionnalisme européen

Les premiers mois du second mandat de D Trump laissent entrevoir les grandes orientations de sa politique et de la méthode utilisée pour la mettre en œuvre. Leurs conséquences logiques sont en forte contradiction avec les attentes des investisseurs en début d'année. Rarement les marchés ont été aussi décalés de la direction que semble prendre le monde à court, moyen et long terme.

### Trump et la fin de l'exceptionnalisme américain

**Sur le plan géopolitique**, on observe le leader incontesté se plaindre d'être la victime de ses largesses passées vis-à-vis du reste du monde. Le nationalisme des Etats-Unis a pris la forme d'un certain repli sur ses intérêts immédiats (canal de Panama, Groenland) et d'un moindre engagement dans les affaires du monde où les intérêts des Etats-Unis sont moins pressants. Ce désengagement se voit dans les efforts de réduction des zones de conflits (Palestine, Ukraine), mais aussi dans la redéfinition d'alliances historiques (Canada, Europe). Avec ce retrait partiel du leader maximus, l'ordre mondial se trouve quelque peu bousculé, laissant plus d'espace aux puissances secondaires pour s'affirmer. Les parias redeviennent fréquentables (Russie). Les alliances historiques sont ébranlées (OTAN). Seule la pression exercée sur la Chine semble inchangée.

De façon ironique, ce changement stratégique des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde est arrivé au moment même où le monde entier se pâmail devant la toute puissance américaine. La domination exclusive de la tech américaine, ainsi que la forte détention d'actifs américains par les investisseurs étrangers en étaient les expressions les plus claires en tout début d'année.

**Sur le plan économique**, le nationalisme des Etats-Unis a surtout pris la forme d'une défense des secteurs économiques traditionnels à travers des tarifs douaniers et des pressions diverses pour rapatrier la production. Un exercice de pensée économique simple permet de comprendre l'impact pour les Etats-Unis. Si les entreprises américaines étaient initialement organisées de façon quasi-optimale, la politique de D Trump les met dans une situation sous-optimale. Elles doivent soit payer plus chers pour leurs importations, soit acheter plus cher sur le marché américain quand c'est possible, soit relocaliser leur production aux Etats-Unis où leurs coûts sont plus élevés. Dans tous les cas, il s'agit d'un choc négatif pour l'économie américaine.

Le problème avec les guerres, même commerciales, est que les parties agressées ont la fâcheuse tendance à se défendre. L'expérience de 2018-2019 rappelle qu'alors la croissance de toutes les parties en pâtit. Selon nous, cette deuxième mi-temps imposée par les Etats-Unis ne devrait pas être différente. La Chine et l'UE en particulier sont tout à fait préparées à ne pas se laisser faire. Elles savent également où cela peut faire mal aux Etats-Unis. Elles en ont déjà l'expérience. Dans le cas de l'Europe, premier marché extérieur des tech américaines, la réponse pourrait aujourd'hui passer par les exportations américaines de services, secteur dans lequel les Etats-Unis ont un excédent commercial qui n'existait pas autant en 2018. Les grands perdants d'une telle réplique européenne seraient les services à forte valeur ajoutée, en particulier la tech américaine. Dans une telle éventualité, la politique tarifaire de D Trump aurait surtout conduit à pénaliser les secteurs modernes et porteurs des Etats-Unis dans le vain espoir de soutenir les secteurs traditionnels.

Si tout cela ne suffisait pas à nuire à l'économie américaine, **la méthode utilisée jusqu'ici** par le président Trump est une source supplémentaire de stress. La technique de menacer de hausses de tarifs brutales de nature à provoquer pas moins que des récessions profondes dans les pays visés (Canada et Mexique en particulier) a pour but d'exercer une pression maximale dans les négociations. Mais elle génère dans le même temps une incertitude proportionnelle pour les

entreprises américaines engagées d'une manière ou d'une autre avec ces pays. Enfin, par leur brutalité, de telles menaces ressemblent plus à des ultimatums inacceptables pour les pays concernés. Menacer un pays voisin de récession économique ressemble en effet plus à une menace de déclaration de guerre qu'à une simple technique de négociation de plateau de télévision. La spirale d'une guerre commerciale totale serait en retour très dommageable pour les Etats-Unis. Les marchés d'actions ne s'y trompent d'ailleurs pas.

## Trump et le début de l'exceptionnalisme européen

S'il est clair qu'augmenter les tarifs douaniers et provoquer une guerre commerciale n'ont que des effets négatifs, y compris pour l'économie américaine, la volonté du président Trump de réduire les zones de conflit et de se désengager militairement a eu en revanche des conséquences très positives pour certains, en particulier pour l'Europe. Sur le plan politique, **un allié défaillant est plus puissant qu'un ennemi commun pour souder et relancer la construction européenne**, surtout quand cet allié était doté de toutes les vertus depuis des décennies. Avec son aura et sa crédibilité historique, la protection offerte par les Etats-Unis était un frein fondamental à une Europe émancipée sur le plan militaire et géopolitique. Ce verrou a sauté en seulement trois mois de présidence de D Trump. L'UE devrait à moyen terme se rapprocher de la situation américaine où les commandes militaires accrues et surtout programmées sur une longue période contribuent à la recherche et au progrès technique au sens large.

**L'Europe a vite pris la mesure du tournant historique provoqué par le retrait américain.** Après avoir perdu son avantage comparatif avec le gaz de son partenariat avec la Russie, l'Allemagne voit maintenant le soutien des Etats-Unis pour sa défense s'effriter. A sa manière, l'Allemagne est passée au « quoi qu'il en coûte », pour elle-même mais aussi incidemment pour l'UE. Quand on voit le gouvernement allemand demander à ses partenaires européens de relâcher les critères budgétaires, on doit se pincer pour vérifier que ce n'est pas un rêve. L'Allemagne a les moyens budgétaires de son réarmement et de sa transition énergétique. L'UE dans son ensemble a les moyens financiers (le déficit public dans la zone euro est de 3,4% contre 6,5% aux Etats-Unis) et technologiques pour assurer sa plus grande indépendance. La nouvelle politique américaine aura fourni l'impulsion à court, moyen et long terme d'une plus grande affirmation de l'UE comme puissance avec laquelle il faut compter. Les investisseurs anticipaient pour 2025 une Europe victime impuissante des tarifs douaniers de D Trump. Ils doivent aujourd'hui prendre la mesure d'une Europe aux nombreux atouts prenant son destin en main.

## By bye MAGA, hello MEGA

Le contraste entre les Etats-Unis et l'Europe est frappant. Non seulement **les vertus attribuées aux Etats-Unis depuis plus de dix ans s'avèrent aujourd'hui en grande partie déchués, mais c'est l'Europe qui se trouve aujourd'hui porteuse de ces vertus.** On s'attendait à une énième relance fiscale aux Etats-Unis malgré l'absence de marges de manœuvre. On a plutôt un resserrement budgétaire *via* les coupes brutales dans les dépenses et les emplois publics. On s'attendait à un choc de confiance positif. On a plutôt un choc d'incertitude négatif. On s'attendait à une domination incontestée sur l'IA. On voit des solutions moins coûteuses se développer en dehors des Etats-Unis. La baisse du marché d'actions américain pourrait bien être le coup de grâce pour le consommateur américain et les investisseurs étrangers.

Sur tous ces points l'Europe est dans une dynamique inverse. Relance fiscale, notamment allemande, mais aussi européenne avec la sortie des dépenses militaires des critères de Maastricht. Un choc de confiance positif avec la perspective de la fin de la guerre en Ukraine. Des dépenses

d'infrastructures, militaires et technologiques structurelles pour assurer une indépendance nécessaire. Un nouvel élan pour la construction européenne avec des aspirations de puissance mondiale. Des consommateurs aux réserves d'épargne gigantesques. La possibilité d'un contre-choc énergétique puissant. Une surperformance relative des actions européennes depuis déjà plusieurs mois. A l'instar de l'exceptionnalisme Américain sur les dix dernières années, la combinaison de tous ces facteurs en Europe ouvre la voie à une surperformance durable de l'économie et des actifs européens. Selon nous, ces derniers sont devenus les investissements de choix, offrant un potentiel encore largement sous-estimé, à acheter systématiquement à la moindre opportunité de marché.

**Le basculement de la notion d'exceptionnalisme des Etats-Unis vers l'Europe est d'une très grande importance pour les investisseurs.** Il a lieu après plus de dix ans d'engouement pour les actifs américains. Ces entrées de capitaux aux Etats-Unis ont permis et financé l'accumulation des déficits extérieurs américains. Ces flux étaient mêmes dominants, comme en témoigne la force du dollar sur toute cette période. Le scepticisme grandissant sur l'exceptionnalisme américain est une première raison pour s'inquiéter de l'impressionnante exposition de l'épargne étrangère aux actifs américains. L'incertitude inhérente à la brutalité de la méthode de D Trump s'y ajoute. Les investisseurs européens ont joué un rôle majeur dans cette dynamique, mais toutes les grandes sources mondiales d'épargne privée (Japon, Australie, Canada, Corée du sud, Taiwan) ont participé au surfinancement des Etats-Unis cette dernière décennie. Face à l'inquiétude sur la situation américaine, les fonds de pension étrangers commencent tout juste à couvrir leur importante exposition au dollar. L'étape suivante est de vendre les actifs américains eux-mêmes, notamment si des alternatives nouvelles devaient émerger.

Dans ce contexte, le renouveau stratégique, budgétaire et technologique en Europe vient changer beaucoup plus radicalement les choses. Il offre désormais à tous les investisseurs trop exposés aux Etats-Unis de très belles opportunités encore peu exploitées. Le potentiel de rapatriement de cette épargne investie aujourd'hui aux Etats-Unis est gigantesque. C'est particulièrement le cas pour les investisseurs européens qui voient désormais à la maison ce qui les avaient fait rêver outre atlantique. La dynamique vient à peine d'être enclenchée. La meilleure visibilité nouvellement créée sur la croissance européenne pourrait même devenir une source rassurante de stabilité dans le brouhaha des marchés globaux, et en particulier américains. Le rallye des dernières semaines sur les actifs européens n'a pour l'instant été que la correction des excès de fin 2024. A peine un tiers du cumul des flux de l'Europe vers les Etats-Unis depuis 2022 a fait son retour. Avec la confirmation de solides perspectives en Europe, le potentiel de réallocation vers les actifs européens est immense. Les appréciations relatives aux Etats-Unis sur les actions et le change devraient avoir de très beaux mois devant elles.