

Investment
Institute

Focus sur l'Europe : Perspectives allemandes et obligations européennes

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

DÉCEMBRE 2025 • Réservé aux investisseurs professionnels

TABLE DES MATIÈRES

THÈME DU MOIS

Allemagne : des opportunités naissent de la crise

Performances attractives pour les actions allemandes en 2026

Obligations européennes en 2026 et au-delà : forte offre, forte demande



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Vues des CIO : Un peu de répit après l'effervescence

Obligations : Duration agile - évolution de l'inflation, des politiques

Actions : Les valorisations plaident pour une approche globale

Multi-actifs : Adopter une approche plus équilibrée du risque

Opinions d'Amundi par classe d'actifs





« Bien que nous ayons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour la zone euro pour cette année, nous pensons que la demande intérieure sera faible, ce qui, conjugué à la désinflation, pourrait conduire la BCE à réduire ses taux directeurs à deux reprises l'an prochain. »

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

« Dans un contexte de valorisations élevées et d'examen minutieux des investissements dans l'IA, nous sommes particulièrement sensibles à toute amélioration de la productivité et des bénéfices. »



VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

THÈME DU MOIS

Allemagne : sortir de la crise offre des opportunités

RÉDACTEURS

DIDIER BOROWSKI
RESPONSABLE DE LA
RECHERCHE SUR LES
POLITIQUES
MACROÉCONOMIQUES,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

La reprise économique à court terme est exposée à certains risques. L'Allemagne connaît une phase de stagnation structurelle après une croissance faible en 2025 et deux années précédentes de récession, avec une industrie et des exportations en crise. Un important pivot budgétaire - un fonds hors budget de 500 milliards d'euros et des emprunts supplémentaires pour la défense - vise à rééquilibrer l'économie et à stimuler la demande à partir de 2026. À plus long terme, nous pensons que les réformes pourraient permettre une expansion plus forte à partir de 2027 si elles sont accélérées de manière décisive.

Nous pensons que les actions allemandes peuvent continuer à générer des rendements attractifs en 2026 et même surperformer les actions européennes. Les marchés devraient commencer à intégrer une amélioration des perspectives de bénéfices, soutenue par la relance budgétaire et l'assouplissement monétaire, l'atténuation des risques liés aux droits de douane et un contexte de taux de change plus favorable. Les secteurs de l'industrie et de la finance (qui sont les plus importants en taille) devraient bénéficier de la hausse des dépenses de défense et d'infrastructure.

L'économie allemande est entrée dans une phase de stagnation structurelle. La croissance est restée faible en 2025, après deux années consécutives de récession. Le secteur des exportations et de manière plus générale l'industrie sont en crise. Le changement de politique budgétaire en début d'année, couplé à l'assouplissement de la règle du frein à la dette, devrait doper la croissance en 2026, mais jusqu'à quel point ? Les analyses des économistes diffèrent, tant au sein des organismes publics (comme la Bundesbank, le gouvernement fédéral et l'OCDE) que dans la sphère privée. Ces analyses opposent ceux qui s'attendent à un impact rapide (via l'effet keynésien classique) à ceux qui soulignent l'importance et la difficulté de surmonter les défis structurels. Nous considérons cette difficulté davantage comme un phénomène temporaire que comme un phénomène général.

Les défis structurels de l'Allemagne

L'économie allemande stagne depuis six ans. La hausse des coûts de l'énergie dans certains secteurs, notamment l'automobile et la chimie, et l'intensification de la concurrence des produits chinois de haute qualité ont affecté la compétitivité de l'industrie allemande. La spécialisation industrielle de l'Allemagne a eu un impact négatif sur son économie. S'y ajoute le vieillissement rapide de sa population, qui pèse sur la croissance potentielle de l'économie et qui s'opère plus rapidement que dans le reste de la zone euro. Sa liste de problèmes structurels est longue :

- Fatigue du modèle d'exportation ;
- Chômage de longue durée ;
- Bureaucratie excessive ;
- Fiscalité relativement élevée des entreprises ;
- Coûts énergétiques élevés ;
- Pénurie de main-d'œuvre qualifiée ; et
- Dégradation des performances du marché du travail par rapport au reste de l'Europe (taux d'emploi stagnant malgré un niveau de chômage faible).

Le modèle allemand traverse une crise systémique, inédite depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Il faudra probablement de nombreuses années à l'industrie pour adapter son appareil de production, mais la crise offre des opportunités. Le changement radical de politique budgétaire en ce début d'année 2025 a été provoqué par cette crise. L'investissement public dans les infrastructures a pour but de revitaliser l'offre intérieure et de rééquilibrer un modèle trop dépendant du secteur manufacturier exportateur. Cependant, bien qu'elles soient essentielles pour assurer le succès des mesures de relance, les réformes structurelles sont toujours en attente.

Un plan de relance budgétaire spectaculaire

Avec l'assouplissement du frein à la dette allemande, le gouvernement fédéral dispose d'une marge de manœuvre budgétaire considérable. Un nouveau fonds hors budget de 500 milliards d'euros (équivalent à 11 % du PIB en 2025) a été adopté au printemps pour financer les investissements en infrastructures et en climat au cours des 12 prochaines années. En outre, le gouvernement peut financer des dépenses de défense et de sécurité supérieures à 1 % du PIB par le biais de nouveaux emprunts. Si l'on exclut les Länder, le gouvernement prévoit un emprunt net cumulé d'environ 850 milliards d'euros sur la période 2025-2029. **Cela signifie que la dette fédérale totale (1 700 milliards d'euros à fin 2024) devrait augmenter de moitié sur cinq ans.**

Nous savons qu'en période de faiblesse économique, les politiques de relance budgétaire ont un impact plus important (les multiplicateurs sont plus élevés en bas de cycle). Cela devrait être d'autant plus évident que le gouvernement a simultanément mis en place des mesures visant à stimuler directement la demande intérieure privée, en augmentant le salaire minimum et en offrant des incitations fiscales à l'investissement. Cela dit, l'offre intérieure doit encore être en mesure de répondre à l'augmentation de la demande. Les efforts en matière de défense et d'infrastructures sont principalement axés sur la revitalisation et la diversification du tissu industriel national. Toutefois, **la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans certains secteurs, notamment les infrastructures, limitera l'effet multiplicateur**, tout comme la lourdeur de la bureaucratie et la lenteur excessive des processus de décision.

Regain d'inquiétude chez les producteurs manufacturiers

Le dernier rapport de la Fédération des industries allemandes (BDI) fait état d'une faible utilisation des capacités, en particulier dans les secteurs clés de l'industrie allemande que sont la chimie, l'ingénierie mécanique et l'acier. La production du secteur chimique est actuellement à son plus bas niveau en 30 ans, avec des usines fonctionnant à moins de 72 % de capacité, le niveau le plus bas depuis 1991. Depuis le début de l'année, l'Allemagne a importé plus de machines de Chine qu'elle n'en a exporté. Par ailleurs, malgré son expansion rapide, le secteur de la défense en Allemagne reste trop faible pour compenser le déclin de l'industrie automobile. Le manque de diversification de l'industrie entrave la reprise. Il est difficile d'imaginer comment la relance budgétaire pourrait empêcher le déclin de ces secteurs. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que le climat des affaires se soit dégradé depuis le rebond du printemps. Les enquêtes ne révèlent pas de hausse des commandes industrielles et les chefs d'entreprise commencent à s'interroger sur les perspectives de reprise.

La souscription d'emprunts n'entraîne pas nécessairement des dépenses immédiates.

Sans projets viables dans lesquels investir, ces emprunts se contentent de gonfler les caisses du gouvernement. Lors de son premier mois d'existence en octobre, le fonds spécial hors budget pour les infrastructures et le climat a contracté des prêts pour un montant d'environ 13 milliards d'euros (un tiers de ce qui était prévu pour 2025). Seuls 35 milliards d'euros ont été dépensés sur les 100 milliards, créés en 2022, destinés aux forces armées. Les dépenses de défense en 2025 s'élèvent à 45 milliards d'euros (24 milliards d'euros de moins que l'objectif de l'année). Les achats militaires se sont élevés à 10 milliards d'euros, contre un objectif de 22 milliards d'euros. Enfin, les dépenses d'investissement, quant à elles, n'ont atteint que 44 milliards d'euros (soit 19 milliards d'euros de moins que l'objectif pour 2025).

« Les efforts en matière de défense et d'infrastructures sont principalement axés sur la revitalisation et la diversification du tissu industriel national. Toutefois, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans certains secteurs, notamment les infrastructures, limitera l'effet multiplicateur ».

500 Md€

Nouveau fonds hors budget.

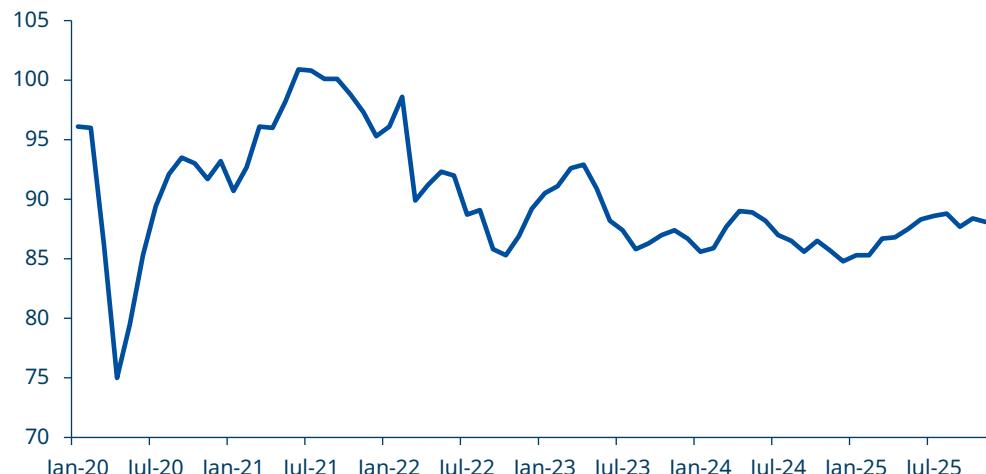
850 Md€

Emprunts nets cumulés prévus pour la période 2025-29.

1 700 Md€

Dette fédérale totale à fin 2024.

Indice IFO du climat des affaires



« Nous restons optimistes quant à une reprise plus forte à partir de 2027 si les réformes s'accélèrent. »

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 décembre 2025.

Dans ces circonstances, il apparaît de plus en plus clairement que les fonds supplémentaires sont détournés vers les dépenses courantes. Bien que cela puisse avoir un impact sur la croissance l'année prochaine, il convient de noter que l'investissement est nécessaire pour augmenter le PIB potentiel à moyen terme. **Dans l'ensemble, nous pensons que les risques pesant sur la croissance restent orientés à la baisse à court terme.** La reprise attendue de l'activité ne sera pas aussi forte que prévu l'an prochain. **Toutefois, à moyen terme, nous sommes optimistes et prévoyons une reprise plus substantielle à partir de 2027, à condition que le rythme des réformes s'accélère.**

L'augmentation des dépenses de défense et d'infrastructure devrait stimuler modérément la croissance du PIB en 2026. Ces dépenses pourraient ajouter environ 0,3 à 0,5 point de pourcentage à la croissance l'année prochaine, avec d'autres effets positifs en 2027 et au-delà, à mesure que les investissements publics augmentent et que les effets multiplicateurs se concrétisent. L'amélioration des infrastructures renforcera l'efficacité économique, tandis que les dépenses de défense pourraient stimuler l'innovation technologique et la R&D du secteur privé. Toutefois, l'impact initial en 2026 devrait être limité en raison de l'importance des importations. Dans l'ensemble, **malgré les risques à court terme, il existe un potentiel de hausse à l'horizon 2027-28.**

Notre scénario en un coup d'œil

- **L'économie allemande est proche de la stagnation**, avec une inflation modérée, des déficits et une dette en hausse et nous restons sceptiques quant à la reprise. Parallèlement, les ménages semblent désireux de maintenir un taux d'épargne élevé et la politique budgétaire évolue d'une politique légèrement restrictive en 2025 à une politique beaucoup plus expansionniste à partir de 2026. En conséquence, **l'Allemagne entre dans une phase de stabilisation progressive.**
- **Le PIB réel est quasiment stationnaire en 2025**, après un ralentissement prolongé de l'industrie et une faible demande extérieure.
- **Les dépenses de défense et d'infrastructure augmenteront à partir de l'année prochaine, stimulant la croissance dans les années à venir.** Les principaux risques sont la faiblesse prolongée de l'industrie et des exportations, le durcissement des conditions financières mondiales et l'insuffisance des réformes structurelles, qui pourraient maintenir la croissance à un niveau faible et la dette sur une trajectoire haussière.
- Les prévisionnistes s'attendent à une accélération progressive de la croissance pour atteindre environ 0,7-1,3 % en 2026 et 1,2-1,6 % en 2027, à la faveur des investissements publics et de la consommation des ménages. **Nous sommes beaucoup plus prudents et anticipons une croissance à 0,8 % (2026) et 1,1 % (2027).** Les dernières enquêtes suggèrent que les entreprises restent sceptiques quant à la reprise. Les ménages semblent quant à eux désireux de conserver un taux d'épargne élevé.
- **L'inflation globale est revenue proche de l'objectif**, tandis que l'inflation sous-jacente reste légèrement supérieure, mais tend à décélérer. **Nous tablons sur une inflation globale de 1,9 % en 2026 et 2027, après 2,1 % en 2025.**
- **Le déficit public est de l'ordre de 2,5-3,0 % du PIB** ; la dette publique s'établit à 60-65 % du PIB et est en légère hausse après l'augmentation post-Covid.

Principaux risques

- **Stagnation industrielle**, notamment dans la chimie, les machines et l'automobile.
- **Transition énergétique** : les prix élevés de l'énergie restent un frein structurel ; l'incertitude politique persiste.
- **Incertitudes budgétaires** : des risques de mise en œuvre subsistent autour des nouveaux fonds spéciaux et des interactions avec la Cour constitutionnelle.
- **Demande extérieure** : Ralentissement chinois et fragmentation des chaînes d'approvisionnement.
- **Démographie** : La baisse de la population active menace la croissance à moyen terme.

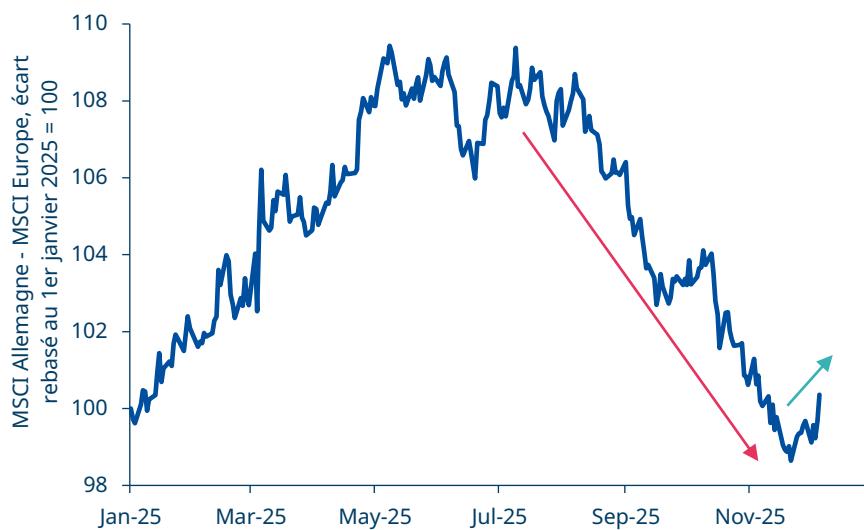
THÈME DU MOIS

Performances attractives attendus pour les actions allemandes en 2026

Les actions allemandes ont enregistré des performances solides sur l'année (+20 % pour l'indice MSCI Germany Total Return*) en termes absolus. Toutefois, par rapport à l'indice de référence (MSCI Europe), elles ont stagné et ont même sous-performé au cours des six derniers mois, les investisseurs étant de plus en plus sceptiques quant à la capacité du nouveau gouvernement à mettre en œuvre les mesures de relance budgétaire prévues.

Nous reconnaissons que le processus prendra du temps, mais nous pensons qu'une dynamique positive est engagée. Par conséquent, les actions allemandes devraient enregistrer des performances attrayantes et surperformer les actions européennes.

MSCI Germany vs MSCI Europe



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 8 décembre 2025.

L'indice MSCI Germany se négocie actuellement à un PER à 12 mois de 14,5x, ce qui est bien supérieur à sa moyenne sur 15 ans de 12,5x, mais légèrement inférieur à l'indice de référence (14,8x pour le MSCI Europe). À partir de tels niveaux, le gros de la performance du marché devra être porté par les bénéfices. La croissance des BPA du consensus IBES pour 2026 est de +14 % (+12 % pour le MSCI Europe), ce qui semble un peu trop optimiste. Néanmoins, compte tenu de l'assouplissement budgétaire et monétaire en Allemagne, de la dissipation des craintes liées aux droits de douane et d'un contexte de taux de change plus favorable, **les perspectives de bénéfices pour l'année prochaine semblent bien meilleures que cette année.**

Sur le marché, les actions allemandes sont exposées à divers thèmes à court et à long terme. Les deux secteurs les plus importants sont l'industrie (28 %) et la finance (22 %, d'après les secteurs GICS de MSCI). Le premier est un secteur diversifié et devrait bénéficier de la hausse des dépenses de défense et d'infrastructures, ainsi que de l'électrification. Les valeurs financières, en particulier les banques, se sont très bien comportées, mais semblent toujours bon marché. Elles ont connu de fortes révisions de leurs bénéfices et ont généré des rendements élevés pour les actionnaires.

* Source : Bloomberg, au 11 décembre 2025.

RÉDACTEURS

AYUSH TAMBI

STRATÉGISTE ACTIONS
SENIOR, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

PIERRE BROUSSE

STRATÉGISTE ACTIONS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

« Malgré la faiblesse de l'économie à court terme, nous pensons que les actions allemandes devraient générer des rendements attractifs en 2026, en particulier les valeurs industrielles et financières. »

THÈME DU MOIS

Obligations européennes en 2026 et au-delà : forte offre, forte demande

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

L'offre d'obligations d'État européennes devrait augmenter fortement en 2026, car les déficits budgétaires importants - notamment en Allemagne et en France - entraînent une hausse des émissions nettes et des émissions brutes proches de 1 400 milliards d'euros, ce qui augmente les coûts de refinancement, en particulier sur les titres à cinq ans. Dans le cadre de son resserrement quantitatif, la BCE réduira ses achats, ce qui portera les émissions nettes à leur plus haut niveau historique et augmentera sensiblement le flottant.

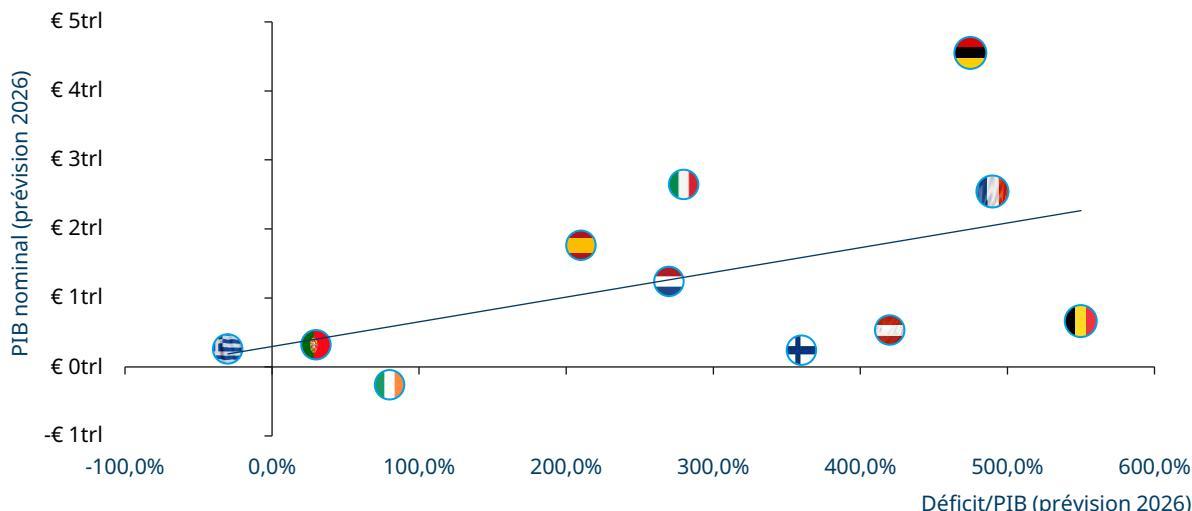
La poursuite des émissions publiques libellées en euros, une possible réorientation vers les bons du Trésor à court terme et une demande accrue des investisseurs, assureurs et fonds de pension européens rapatriés pourraient absorber une grande partie de l'offre supplémentaire. L'impact géographique sera variable, l'Allemagne étant le marché nominal le plus important et les marchés plus petits étant confrontés à des hausses plus importantes.

Les indices des emprunts d'État européens devraient progresser en 2026 en raison des déficits budgétaires élevés des principales économies européennes et de la poursuite de la tendance à l'augmentation des émissions publiques libellées en euros. La demande de la BCE va encore diminuer en raison du resserrement quantitatif. Toutefois, **le rapatriement des investisseurs européens et l'augmentation des achats des assureurs et des fonds de pension pourraient suffire à faire face à l'augmentation de l'offre.**

Importants déficits dans les plus grandes économies

La variation de la dette nette dépend moins des variations des soldes de trésorerie que des déficits budgétaires. Les pays européens sont confrontés à des situations budgétaires différentes en 2026 : la Belgique devrait afficher un déficit de 5,5 %, tandis que la Grèce devrait afficher un excédent de 0,3 %. Toutefois, comme le montre le graphique ci-dessous, deux des trois plus grandes économies - l'Allemagne et la France - devraient afficher deux des trois plus gros déficits en pourcentage du PIB. **Rien qu'en France et en Allemagne, les émissions nettes devraient représenter la moitié de la hausse totale des émissions nettes d'État de la zone euro en 2026.**

Croissance nominale du PIB et ratios déficit/PIB en 2026



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 26 novembre 2025.

RÉDACTEURS

GUY STEAR

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VALENTINE AINOZ

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE OBLIGATAIRE MONDIALE, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

MICKAEL

BELLAICHE

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

DELPHINE

GEORGES

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE SENIOR, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Hausse de la charge d'intérêt tirée par les émissions brutes

Les émissions brutes correspondent aux émissions nettes plus les remboursements et les rachats (c'est-à-dire lorsque les pays décident de racheter de la dette dont l'échéance est postérieure à 2026, afin de lisser le calendrier de remboursement). Compte tenu de la pentification attendue des courbes de rendement au premier semestre 2026 et de la translation vers le haut des courbes depuis 2022, nous pensons que les rachats seront moins importants que lors des années précédentes. Toutefois, même en l'absence de rachats, **les émissions brutes des États européens devraient avoisiner 1 400 milliards d'euros, ce qui implique une hausse significative des coûts de financement, en particulier pour la dette à cinq ans arrivant à échéance** (émise pendant la période post-Covid de rendements historiquement bas en 2021).

En cas d'émissions nettes positives les gouvernements européens doivent trouver de nouveaux acheteurs pour leurs obligations. Certaines années, la BCE a rempli ce rôle ; entre 2015 et 2021, les achats de la BCE ont été supérieurs à l'augmentation de l'offre nette chaque année sauf une. Cependant, depuis 2023, la BCE réduit son bilan, ce qui signifie que **l'augmentation de l'offre nette de la BCE (émissions nettes) a été plus importante que les émissions nettes. Cette tendance devrait s'accélérer en 2026, la BCE devant réduire ses positions d'environ 384 milliards d'euros (soit un peu plus des trois quarts des émissions nettes). Les émissions nettes devraient donc atteindre leur niveau le plus élevé jamais atteint.**

Émissions nettes



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 26 novembre 2025.

Davantage d'émissions publiques et peut-être davantage de bons

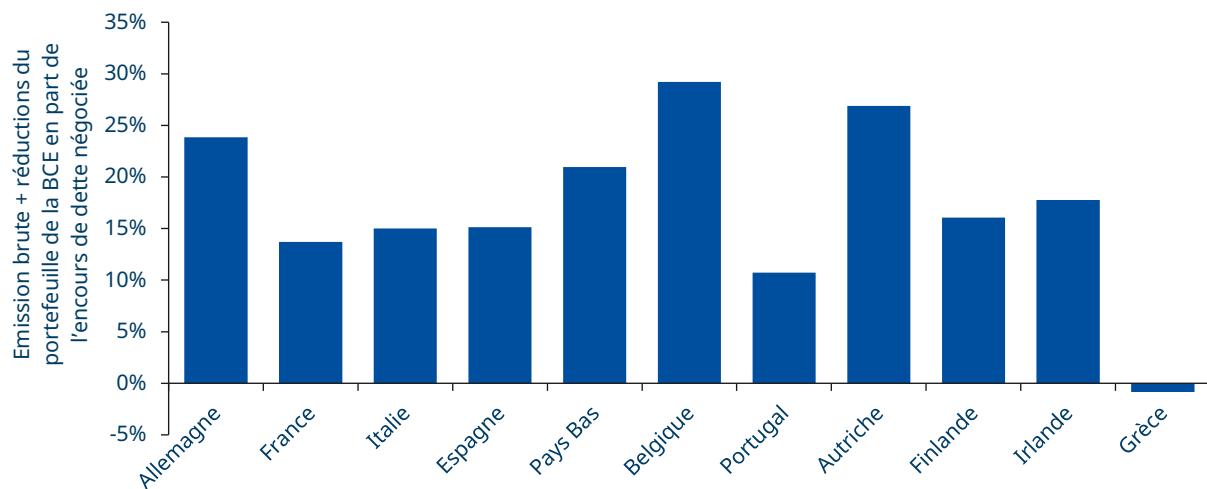
Les gouvernements européens peuvent financer leur dette de différentes manières : en euros ou en devises, en bons ou en obligations, en coupons fixes, flottants, variables ou indexés sur l'inflation, en ventes publiques ou directement auprès d'investisseurs particuliers. La tendance à long terme a été la multiplication des émissions sur les marchés publics libellés en euros. Avant 2011, les gouvernements européens finançaient entre 50 % à 60 % de leur dette sur les marchés de bons et d'obligations libellés en euro. Depuis la crise de 2011, ce pourcentage n'a cessé d'augmenter pour atteindre 69 % de la dette publique totale au T3 2025. **Nous pensons que la préférence pour les ventes publiques d'obligations et de bons du Trésor libellés en euros va perdurer et nous pensons que 90% des émissions nettes de l'année prochaine seront réalisées par le biais de telles ventes publiques.**

Cependant, une autre tendance de longue date pourrait maintenant commencer à changer. Au cours des vingt dernières années, les émissions obligataires ont augmenté par rapport aux bons du Trésor. En 2002, les bons du Trésor représentaient environ 10 % du total des émissions publiques ; en 2025, ce pourcentage était tombé à 6 %, en grande partie en raison de l'augmentation des obligations indexées sur l'inflation. Compte tenu de la pentification des courbes de taux, les **gouvernements européens pourraient désormais choisir d'augmenter les émissions à court terme, à l'instar de ce que le Trésor américain a indiqué vouloir faire**. Cela n'empêchera peut-être pas une nouvelle pentification de la courbe, mais cela pourrait néanmoins réduire légèrement les coûts de financement.

En combinant toutes ces analyses, nos prévisions suggèrent que **l'augmentation de la dette nette devrait correspondre à environ 5 % de l'encours de la dette publique européenne** (et à un pourcentage plus élevé des indices d'obligations d'État européennes qui ne couvrent pas l'ensemble de la dette publique européenne). La hausse de la demande nette (le « flottant » des emprunts d'État européens) devrait se rapprocher de 8 %.

La hausse sera assez différente d'un pays à l'autre. La plus forte hausse en termes nominaux devrait être en Allemagne, compte tenu de l'augmentation des financements nets de 120 milliards d'euros et de la réduction de plus de 100 milliards d'euros des avoirs de la BCE. Toutefois, les plus fortes hausses en pourcentage devraient concerner la Belgique et l'Autriche, compte tenu de la taille réduite de leur encours de dette. Même les pays ayant de faibles besoins de financement, comme l'Irlande, verront une augmentation du flottant de la dette, en raison de la taille réduite de leurs marchés.

Emissions brutes + réductions du portefeuille de la BCE



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 26 novembre 2025.

Sources de la nouvelle offre obligataire

Compte tenu de l'augmentation des émissions obligataires et de la réduction de la demande de la BCE, il convient de se demander qui achètera toutes les nouvelles obligations. Nous voyons au moins trois manières de répondre à cette augmentation de la demande :

- Premièrement, nous pensons que les investisseurs européens pourraient rapatrier certains fonds d'autres marchés vers des obligations européennes. Les rendements allemands à 10 ans sont actuellement supérieurs d'environ 40 pb aux rendements américains à dix ans échangés en euros, tandis que pendant la majeure partie des dix dernières années, les rendements américains échangés ont été supérieurs de 50 pb aux rendements européens. **Les rendements européens semblent donc relativement attractifs.**
- Deuxièmement, nous pensons que la **hausse générale des rendements européens pourrait entraîner des afflux de capitaux vers les contrats d'investissement garantis des assureurs, ce qui augmenterait la demande en obligations européennes.** La combinaison de rendements plus élevés en 2022 et de rendements relativement stables au cours des deux dernières années devrait être favorable à la collecte des contrats d'assurance.
- Enfin, nous pensons que **le passage des régimes à prestations définies aux régimes à cotisations définies aux Pays-Bas pourrait augmenter contre-intuitivement la demande d'obligations.** Lorsque les bénéficiaires sont responsables de leurs propres décisions, ils sont souvent plus défensifs que les gestionnaires de fonds professionnels. Les données de la BCE montrent que le régime moyen à cotisations définies a une part d'obligations nettement supérieure à celle du régime moyen à prestations définies, même après la hausse des rendements depuis 2022.

En résumé, bien que l'augmentation de l'offre nette en 2026 et au-delà augmentera considérablement la taille des indices obligataires souverains européens, le rapatriement et les flux vers les assureurs et les fonds de pension pourraient suffire à répondre à cette demande sans générer de rendements significativement plus élevés.

GLOBAL
INVESTMENT
VIEWS



DÉCEMBRE 2025

Trust must be earned

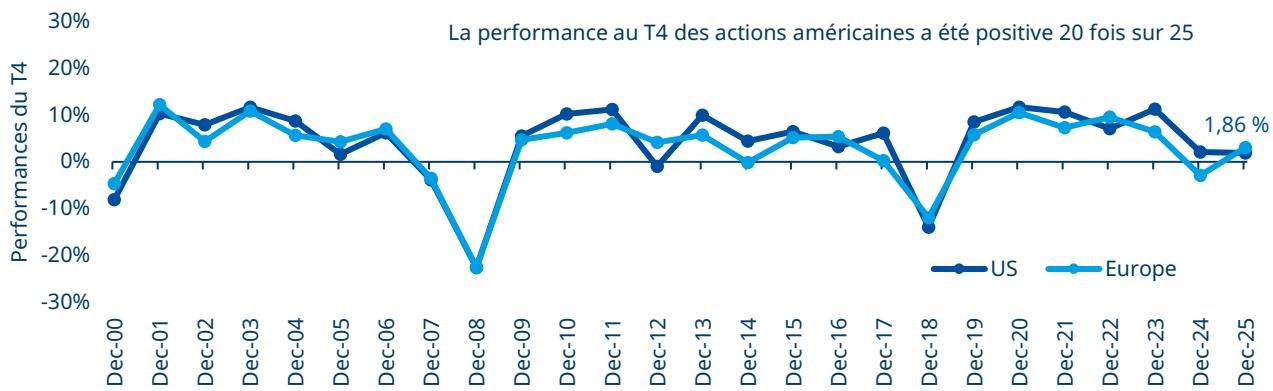
Un peu de répit après l'effervescence

L'année touche à sa fin et la plupart des actifs risqués sont en territoire positif, les prix des actions mondiales et des métaux enregistrant des records successifs. Même le plus long « shutdown » de l'histoire des Etats-Unis n'a pas freiné l'enthousiasme des marchés. Nous pensons que les marchés ont regardé au-delà de cette mauvaise passe, convaincus que les leviers de la politique monétaire et budgétaire seront disponibles, que la rentabilité des investissements dans l'intelligence artificielle est presque acquise et que les bénéfices des entreprises continueront à dépasser les attentes – à la suite d'une excellente saison de publication des résultats aux États-Unis et dans une moindre mesure en Europe. Les marchés ignorent également largement l'impact des droits de douane sur la consommation.

Toutefois, les récentes inquiétudes liées à l'euphorie suscitée par l'intelligence artificielle aux États-Unis confirment notre position. Nous restons d'avis que les dépenses d'investissement dans l'IA stimulent l'économie américaine, mais n'entraînent pas de création d'emplois. En outre, alors que le soutien monétaire et budgétaire pourrait stabiliser l'économie, des risques de domination budgétaire et de répression financière persistent. Points clés :

- La croissance américaine est mitigée. Les investissements dans l'IA sont positifs, mais la consommation et les marchés du travail ralentissent.** Bien que les ménages les plus aisés aient tiré les dépenses cette année, la consommation globale sera affectée par les difficultés rencontrées par les consommateurs à faibles et moyens revenus. Par exemple, l'expiration des subventions santé à la fin de l'année entraînera une augmentation des coûts de santé pour ces ménages. En outre, le ralentissement du marché du travail américain se poursuivra et la croissance des salaires ralentira. Enfin, les risques relatifs à l'indépendance de la Fed demeurent. Si la Fed cède à la pression, elle pourrait réduire les taux plus que ne l'exigent les considérations purement économiques. Cela pourrait déstabiliser les anticipations d'inflation.

La Fed et le sentiment vis-à-vis de l'IA détermineront si la tendance historiquement positive au T4 se confirme



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 1 décembre 2025. Performances du S&P 500 et du SXXP pour les trois mois clos en décembre. Données du T4 2025 au 1er décembre.



VINCENT MORTIER
CIO GROUPE



MONICA DEFEND
DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE



**PHILIPPE
D'ORGEVAL**
CIO GROUPE ADJOINT

Dans un contexte de valorisations élevées et d'examen minutieux des investissements dans l'IA, nous sommes particulièrement sensibles à toute amélioration de la productivité et des bénéfices.

- **La croissance de la zone euro (ZE) en 2025 est passée de 1,1 % à 1,3 % (conformément aux prévisions d'automne de la CE), mais la faiblesse de la demande intérieure nous empêche de modifier notre évaluation qualitative.** Cette révision s'explique principalement par des chiffres du T3 supérieurs aux attentes (France et Espagne), mais nous ne modifions pas notre évaluation de l'économie de la zone euro. Selon nous, la demande ne s'améliore que très lentement, ce qui est cohérent avec un taux d'épargne élevé. Deuxièmement, à l'exception de l'Allemagne, l'orientation budgétaire de l'Europe est neutre. Troisièmement, le contexte général des exportations vers les États-Unis est incertain. En effet, même si la Cour suprême des États-Unis interdit à Donald Trump d'utiliser ses pouvoirs d'urgence pour imposer des droits de douane, il peut encore recourir à des droits de douane sectoriels.
- **Les prévisions d'inflation de la zone euro et des États-Unis restent inchangées.** L'inflation américaine devrait rester supérieure à l'objectif de la Fed à court terme. Dans la zone euro, la désinflation se poursuit, avec des prévisions officielles de l'IPC pour 2026 proches de 1,7 %, puis une très légère hausse en 2027. On notera que la BCE anticipe une inflation à 1,9 % pour 2027, sous réserve de la mise en œuvre du SEQE 2 (système d'échange de quotas d'émission 2). Tout report du SEQE 2 au-delà de 2027 devrait conduire la Banque centrale à abaisser ses prévisions d'inflation pour cette année-là. En ce qui concerne l'inflation américaine, nous confirmons que les perspectives dépendront à la fois de la vitesse de décélération de l'inflation sous-jacente des services et de l'ampleur de la répercussion des droits de douane sur les prix des biens sous-jacents.

Amundi Investment Institute : La faiblesse de la croissance de la zone euro incitera la BCE à baisser ses taux

Nous nous attendons maintenant à ce que la BCE réduise ses taux directeurs l'année prochaine, une fois au premier et au deuxième trimestre, pour un total de 50 points de base, en fonction de l'évolution de la croissance et de l'inflation. Nous pensons également que les marchés ne prennent pas en compte les risques de baisse de la croissance européenne et n'envisagent pas de réductions significatives d'ici à juin 2026. Nous nous distinguons des marchés sur ce point. Dans le cas de la Banque du Japon (BoJ), nous avons relevé notre projection de taux final entre 0,75 % et 1,00 %, une hausse étant attendue en décembre et une autre l'année prochaine. La Banque cherchera à gérer la dépréciation du yen en cas d'expansion budgétaire. Un yen plus faible rend les importations plus chères, ce qui entraîne une hausse de l'inflation, ce que la BoJ souhaite éviter.

Les anticipations concernant la Fed et la Banque d'Angleterre (BoE) restent inchangées. Nous anticipons toujours une baisse des taux de la Fed en décembre, mais nous suivons de près le débat interne au sein de la Fed, compte tenu des inquiétudes concernant l'inflation et des signes de résilience de l'économie. En ce qui concerne la BoE, nous n'avons pas modifié nos anticipations et pensons qu'une baisse des taux en décembre est imminente. Sur le plan budgétaire, la volatilité des marchés autour de la livre sterling et des rendements devrait rester élevée.

Bien que nous ayons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour la zone euro pour cette année, nous pensons que la demande intérieure sera faible, ce qui, conjugué à la désinflation, pourrait conduire la BCE à réduire ses taux directeurs à deux reprises l'an prochain.

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

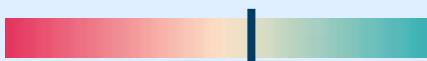
Ci-dessous, nos principales convictions sur les classes d'actifs :

- **En ce qui concerne les obligations**, nous sommes globalement neutres sur la duration et nous voyons un potentiel de divergences régionales entre les courbes de taux. Par exemple, nous avons porté la duration de l'UE en territoire positif, mais sommes devenus moins positifs sur le Royaume-Uni et sommes proches de neutres, voire légèrement prudents sur les États-Unis. Dans le même temps, nous restons optimistes sur le crédit investment grade (IG) de l'UE et optimistes à l'égard de l'univers obligataire des marchés émergents, où le potentiel de revenu et de sélection des titres est élevé.
- **Sur les actions**, nous conservons notre approche « barbell » avec des secteurs cycliques de qualité et des valeurs défensives. Nous cherchons avant tout à identifier les entreprises présentant des fondamentaux solides et des valorisations attractives. Nous trouvons de telles entreprises en Europe, au Japon et dans les marchés émergents. Dans les marchés émergents, l'attrait des actions est porté par leur potentiel de diversification et la forte croissance économique inhérente à la région.
- **Côté multi-actifs**, nous nous efforçons de maintenir un positionnement plus équilibré sur les actifs risqués. Bien que nous restions globalement positifs sur les actions, nous avons procédé à quelques ajustements en réduisant notre conviction sur les États-Unis et en rehaussant notre opinion sur les actions européennes dont les valorisations sont plus attractives. En outre, nous avons revu à la baisse notre opinion sur les obligations des marchés émergents suite au resserrement des spreads. Nous considérons que ce segment présente actuellement très peu de catalyseurs négatifs et qu'il pourrait offrir des opportunités intéressantes à l'avenir.

Nous estimons que les investisseurs ont tout intérêt à rester bien diversifiés en adoptant une prise de risque modérée, de manière à capter de la valeur dans différentes régions – Europe, Japon et marchés émergents.

Sentiment global vis-à-vis du risque

Aversion



Appétit

Nous estimons qu'il s'agit d'un moment propice pour une prise de risque modérée, dans la mesure où des opportunités intéressantes existent au-delà de l'exubérance des valeurs technologiques américaines. Cela doit toutefois être équilibré par des dispositifs de protection appropriés, par exemple sous la forme d'une exposition à l'or.

Variations par rapport au mois précédent

- **Obligations** : Sur le plan tactique, nous avons adopté une position moins positive sur la duration britannique, rétrogradé la duration américaine, mais relevé la duration européenne.
- **Multi-actifs** : Nous avons abaissé notre opinion sur les actions américaines et revu à la hausse celle sur les actions européennes. Nous avons adopté une position neutre sur les obligations émergentes d'un point de vue tactique après le resserrement des spreads.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banque centrale, IG = investment grade, HY = high yield, DF = dette libellée en devises fortes, DL = dette libellée en devises locales. Pour d'autres définitions, voir la dernière page du présent document.

OBLIGATIONS

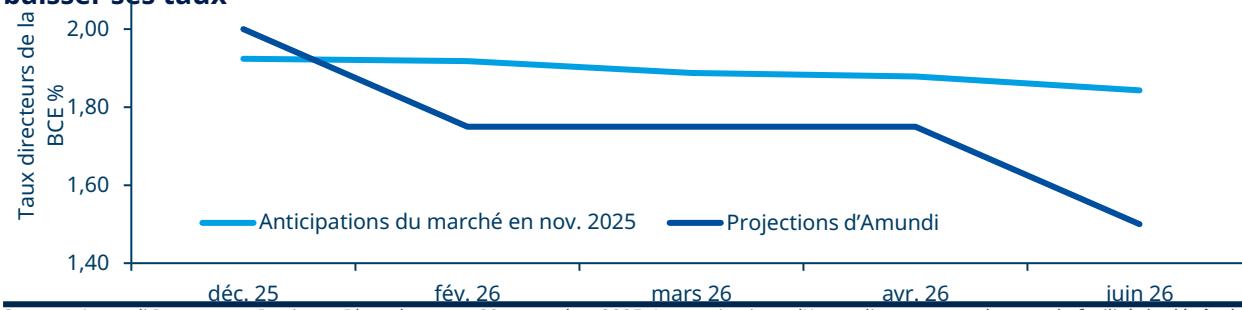
Duration agile : évolution de l'inflation et des politiques

La croissance économique en Europe est affectée par la prudence des consommateurs, alors même que nous anticipons une poursuite de la désinflation. L'inflation globale dans la zone euro devrait être inférieure à l'objectif de la BCE d'ici la fin de l'année. Ces deux facteurs devraient conduire la BCE à réduire ses taux directeurs. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire à l'approche des élections de mi-mandat l'an prochain pourrait exercer une certaine pression sur les marchés.

Le volet budgétaire est également au centre de l'attention au Royaume-Uni, alors que le gouvernement tente de combler l'écart entre ses recettes et ses dépenses. Tout resserrement budgétaire affecterait les anticipations de croissance. Nous continuons d'anticiper une pentification de la courbe des taux dans la plupart des pays développés, sauf au Japon. De manière générale, dans notre quête de revenus plus élevés, nous recherchons des opportunités sur l'ensemble des courbes de taux, dans les marchés développés et émergents.

Duration et courbes de taux	Crédit et obligations émergentes	Devises
<ul style="list-style-type: none"> Bien que notre positionnement global sur la duration soit neutre, nous identifions de légères divergences entre les régions. Par exemple, nous sommes désormais légèrement positifs sur l'UE où nous apprécions ici les BTP italiens. Nous avons légèrement réduit notre positionnement en duration aux États-Unis, mais sommes optimistes sur les obligations indexées sur l'inflation. Nous sommes légèrement moins optimistes sur les obligations du Royaume-Uni dont nous surveillons la politique budgétaire. Au Japon, notre prudence est confirmée par la récente expansion budgétaire du gouvernement. 	<ul style="list-style-type: none"> Globalement, nous sommes constructifs sur le crédit européen et neutres sur les États-Unis et le Royaume-Uni. Dans l'IG européen, les fondamentaux des entreprises sont solides, en particulier dans le secteur financier, ce que confirment les résultats du T3. Nous privilégions les obligations à court terme, les obligations financières subordonnées et les obligations d'entreprise hybrides. Concernant les obligations émergentes, notre opinion positive reste inchangée et les risques sont bien équilibrés. Il existe un bon potentiel d'opportunités idiosyncrasiques, notamment en Argentine, où nous restons positifs sur les obligations en devises fortes. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous sommes neutres sur le dollar américain. Nous pensons que le dollar est dans une phase de consolidation depuis juin 2025 et que la saisonnalité pourrait provoquer de la volatilité vers la fin de l'année. L'orientation budgétaire du Japon signifie que la pression sur le yen se poursuivra, mais nous restons attentifs à toute intervention du ministère des finances ou de la BoJ. Sur les marchés émergents, nous sommes constructifs sur les devises latino-américaines telles que le BRL et le CLP. La dynamique des matières premières s'est affaiblie et pourrait affecter les devises de certains exportateurs de matières premières.

La faiblesse de la demande et la désinflation dans la zone euro permettront à la BCE de baisser ses taux



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 20 novembre 2025. Les projections d'Amundi portent sur le taux de facilité de dépôt de la BCE.

RÉDACTEURS

AMAURY
D'ORSAY

RESPONSABLE
DE LA PLATEFORME
OBLIGATIONS

ACTIONS

RÉDACTEURS

Les valorisations plaident pour une approche globale

Les actions ont enregistré des performances solides depuis le début de l'année, principalement grâce au sentiment positif autour de l'IA et à la solidité des bénéfices des entreprises, malgré des signaux mitigés sur l'activité économique aux États-Unis et en Europe. Maintenant, la question principale pour nous est de savoir dans quelle mesure les bonnes nouvelles sont intégrées dans les valorisations. Des niveaux élevés augmentent le potentiel de retournement si les chiffres d'affaires ou les marges déçoivent. Ainsi, toute volatilité qui pourrait survenir d'ici la fin de l'année ou au début de l'année prochaine pourrait offrir des opportunités d'investissement dans des entreprises de qualité bénéficiant de moteurs de croissance structurels.

Nous voyons de telles entreprises par exemple en Europe, au Royaume-Uni, au Japon et dans les marchés émergents. La politique budgétaire et monétaire européenne et les réformes des entreprises japonaises, ainsi que l'accent mis sur les multiples de valorisation attractifs au Royaume-Uni et sur les petites capitalisations, restent des thèmes importants pour nous.

Marchés développés

- Les niveaux de **valorisation au Japon** ne reflètent pas encore la récente saison de résultats solides, les rachats d'actions et la dynamique des réformes structurelles en début de phase. Nous continuons de privilégier certaines entreprises internationales de grande qualité.
- En Europe**, les réformes à long terme visant à améliorer la compétitivité de l'UE, les mesures de relance budgétaire et la baisse des coûts de l'énergie aideront la région à compenser l'impact à court terme sur les droits de douane américains. Nous privilégions les petites et moyennes capitalisations en raison de leur potentiel de croissance des bénéfices et de leur exposition au marché intérieur. Nous apprécions également le Royaume-Uni, mais restons vigilants face au niveau élevé de la dette et au déficit budgétaire.
- Aux États-Unis, où les valorisations sont élevées, il est essentiel de suivre attentivement les cycles d'investissement** – en particulier ceux liés à l'intelligence artificielle – et la manière dont ils se traduisent en bénéfices.

Marchés émergents

- Les actions des marchés émergents bénéficieront du dynamisme de la croissance économique, de leur potentiel de diversification et du virage mondial vers un multilatéralisme renforcé.**
- Malgré le rapprochement entre la Chine et les États-Unis, nous pensons que leur rivalité économique à long terme va se poursuivre. En outre, la trêve commerciale a montré que la Chine sortait renforcée de la querelle commerciale. D'un point de vue économique, les exportations et la consommation intérieure du pays restent faibles.
- En Inde, alors que les relations avec les États-Unis s'améliorent progressivement, nous pensons que les valorisations sont plutôt élevées. Néanmoins, notre opinion positive est justifiée par la croissance structurelle et la stabilité à long terme de l'Inde.
- Par ailleurs, nous sommes optimistes sur l'Amérique latine, notamment le Brésil et le Mexique, ainsi que sur l'Europe émergente.

Les valorisations relatives du Japon et de l'Europe par rapport aux États-Unis ont baissé et sont attractives



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 21 novembre 2025. Ratio cours/bénéfices prévisionnel. La ligne en pointillés indique la moyenne historique des valorisations japonaises divisée par les valorisations américaines.

MULTI-ACTIFS

Adopter une approche plus équilibrée du risque

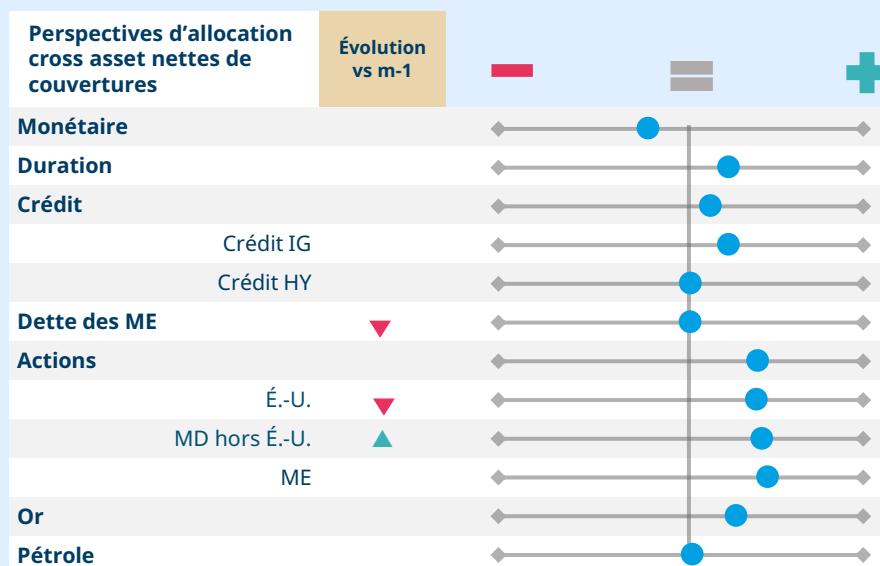
Dans cette phase actuelle d'une économie en fin de cycle, nous observons des configurations nuancées selon les régions, alors même que la compétition mondiale entre les États-Unis et la Chine se poursuit. Par exemple, en Europe, la croissance économique sera probablement satisfaisante, mais inférieure à son potentiel. La consommation américaine reste bien orientée pour l'instant, mais le ralentissement du marché du travail ne permet pas de maintenir cette tendance. Nous adaptons donc notre allocation en fonction de ces nuances et recherchons de la valeur dans l'ensemble des classes d'actifs. Ce faisant, nous conservons un positionnement diversifié vis-à-vis des régions où les bénéfices, les valorisations et l'environnement macroéconomique offrent un bon profil de risque/rendement. Par conséquent, nous maintenons notre appétit pour le risque, avec des ajustements modérés, des mesures de protection et une opinion positive sur l'or.

Nous sommes constructifs sur les actions et pensons qu'il est opportun de miser sur une diversification vers des régions autres que les États-Unis, compte tenu des mouvements de marché importants survenus cette année. Nous avons abandonné notre position positive sur les moyennes capitalisations américaines en raison de l'affaiblissement de la dynamique des bénéfices et du risque de volatilité lié à la baisse des taux d'intérêt de la Fed. En outre, nous avons réduit notre opinion constructive sur le S&P 500 en raison de problèmes de valorisation et de l'exubérance des valeurs liées à l'intelligence artificielle. En revanche, nous restons positifs sur le Royaume-Uni et sommes devenus optimistes sur l'Europe compte tenu de ses valorisations et de ses prévisions de bénéfices solides pour l'année prochaine. Nous continuons d'apprécier les marchés émergents en général et les actions chinoises en particulier.

En ce qui concerne les obligations, nous sommes légèrement positifs sur la duration dans l'ensemble, et conservons également une opinion positive sur les BTP italiens (par rapport aux Bunds). La stabilité politique de l'Italie et les efforts de stabilisation de sa trajectoire d'endettement confortent notre position. Sur le marché du crédit, l'IIG européen affiche des fondamentaux et des facteurs techniques solides. Les spreads des obligations des marchés émergents se sont déjà considérablement resserrés ; c'est pourquoi nous les avons rétrogradées sur le plan tactique. Nous réitérons que les catalyseurs négatifs pour les marchés émergents sont limités et que les conditions financières restent globalement favorables.

Sur le marché des changes, nous sommes positifs sur la paire EUR/USD, ainsi que sur la couronne norvégienne (NOK) et le yen japonais (JPY) face à l'euro. Bien que les facteurs structurels devraient continuer de peser sur le dollar, la couronne norvégienne (en phase de prise de risque) et le yen japonais (dans le contexte de la normalisation de la BoJ) devraient bien se comporter face à l'euro.

Perspectives Multi-Actifs d'Amundi*



RÉDACTEURS

FRANCESCO SANDRINI

CIO ITALIE ET
RESPONSABLE MONDIAL DE
LA GESTION DIVERSIFIÉE

JOHN O'TOOLE

RESPONSABLE MONDE -
CIO
SOLUTIONS

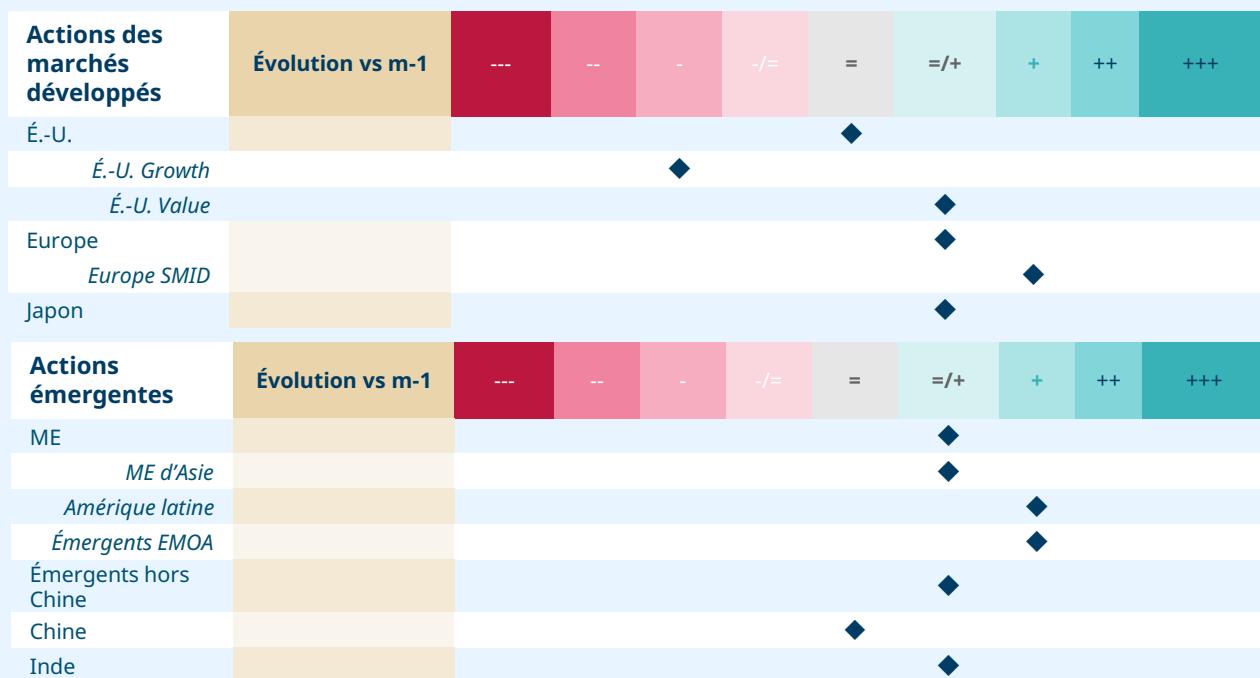
« L'évolution de la dynamique des bénéfices parmi les valeurs moyennes américaines et les interrogations sur les valorisations des grandes capitalisations nous ont conduits à réorienter partiellement notre vision positive des États-Unis vers les actions européennes. »

▼ Baisse par rapport au mois dernier
▲ Hausse par rapport au mois dernier

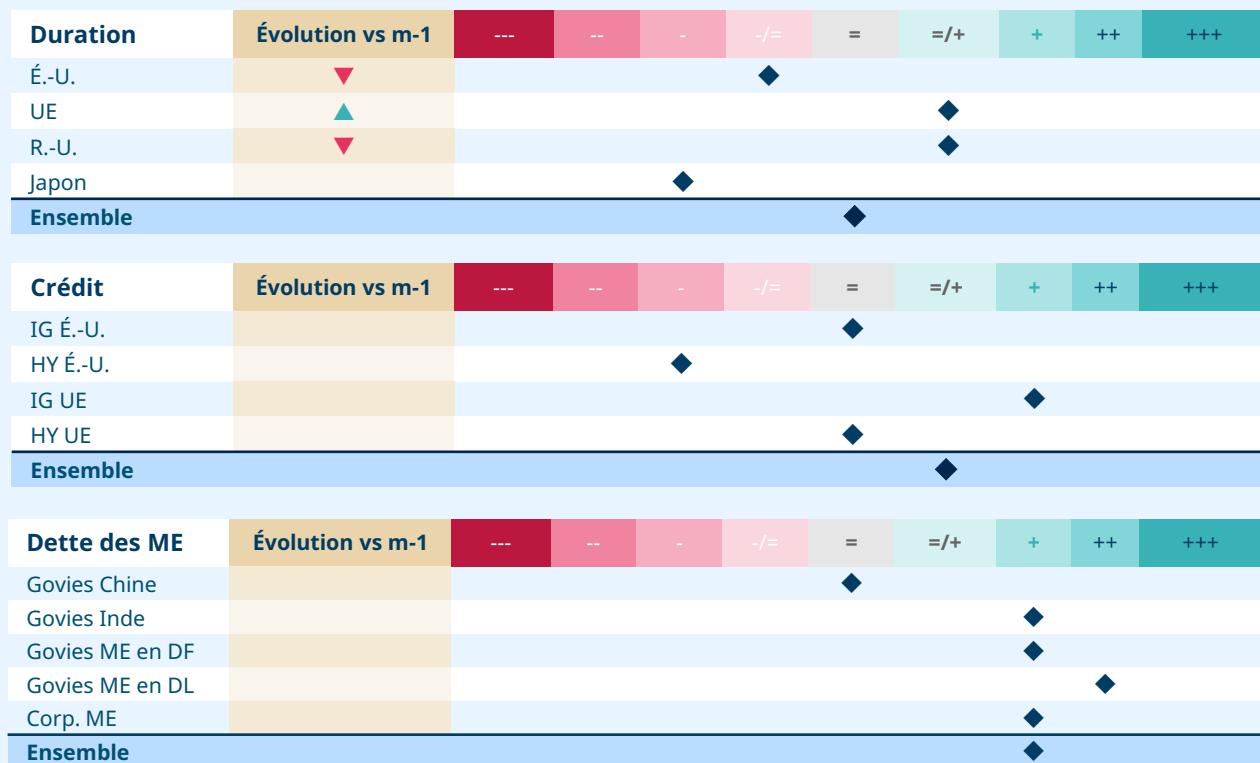
Source : Amundi, au 24 novembre 2025. Les modifications vs m-1 incluent celles apportées au cours du mois précédent. Le tableau présente les principales convictions d'investissement (couvertures incluses) des plateformes multi-actifs.*Les opinions sont exprimées relativement à une allocation d'actifs de référence (avec un indice composite comprenant 45 % d'actions, 45 % d'obligations, 5 % de matières premières et 5 % de liquidités) et le symbole « = » indiquant une position neutre. Les signes + et - peuvent ne pas s'additionner en raison de l'utilisation possible de produits dérivés dans la mise en œuvre. Il s'agit ici d'une évaluation à un moment donné, qui peut être modifiée à tout moment. Ces informations ne constituent pas des prévisions quant aux résultats futurs et ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une analyse, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont présentées à titre d'illustration et ne reflètent pas le détail, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

Opinions d'Amundi par classe d'actifs

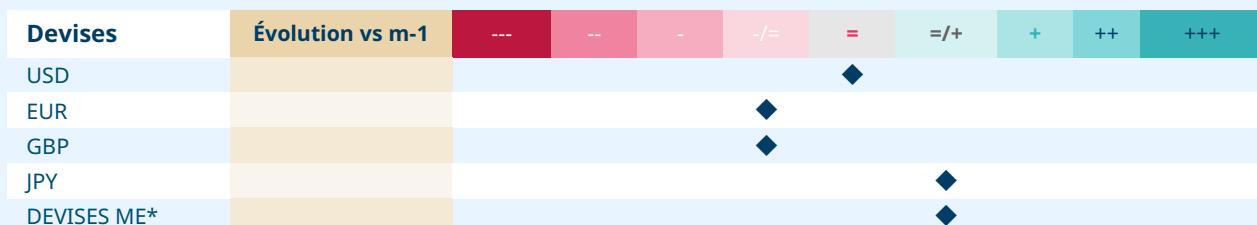
Opinions sur les actions



Opinions sur les obligations



Opinions sur les devises mondiales



Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du **19 novembre 2025**. Le tableau présente des opinions absolues sur chaque classe d'actifs, exprimées sur une échelle de 9, où le signe « = » correspond à une position neutre. Ce document présente une évaluation du marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le détail présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. Le tableau des devises présente les opinions absolues du Comité d'investissement mondial sur les devises. * Représente une vision consolidée de plusieurs devises émergentes.

- ▼ Baisse par rapport au mois dernier
▲ Hausse par rapport au mois dernier

DÉFINITIONS ET ABRÉVIATIONS

Abréviations des devises : USD – dollar américain, BRL – real brésilien, JPY – yen japonais, GBP – livre sterling britannique, EUR – euro, CAD – dollar canadien, SEK – couronne suédoise, NOK – couronne norvégienne, CHF – franc suisse, NZD – dollar néo-zélandais, AUD – dollar australien, CNY – renminbi chinois, CLP – peso chilien, MXN – peso mexicain, IDR – roupie indonésienne, RUB – rouble russe, ZAR – rand sud-africain, TRY – livre turque, KRW – won sud-coréen, THB – baht thaïlandais, HUF – forint hongrois.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou diffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement et ne sauraient être considérées comme tels. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédition de performance future. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limiter ce qui précède, aucune Partie MSCI ne saurait en aucun cas être tenue responsable de dommages directs, indirects, spéciaux, accessoires, punitifs, consécutifs (y compris, sans s'y limiter, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage (www.mscibarra.com). Les Global Industry Classification Standard (GICS) SM ont été conçus par et sont la propriété exclusive et un service de Standard & Poor's et MSCI. Ni Standard & Poor's, ni MSCI ni toute autre partie impliquée dans la conception ou la compilation d'une quelconque classification GICS n'effectuent de déclaration ni n'apportent de garantie, expresse ou implicite, à l'égard de ladite norme ou classification (ou des résultats découlant de son utilisation), et toutes les parties susmentionnées réfutent expressément, par la présente, toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de valeur marchande ou d'adéquation à une finalité particulière liée à ladite norme ou classification. Sans préjudice de ce qui précède, Standard & Poor's, MSCI, leurs sociétés affiliées ou toute autre tierce partie impliquée dans la conception ou la compilation d'une quelconque classification GICS ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables en cas de dommage direct ou indirect et dommages-intérêts exemplaires, spéciaux, ou de toute autre nature (y compris manque à gagner), même en étant informés de la possibilité de tels dommages.

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 30 novembre 2025. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à toute utilisation qui pourrait en être faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédition de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne saurait en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 30 novembre 2025 DOC ID: 4951757

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

Crédits photo : Unya-MT @gettyimages

CONTRIBUTEURS AII*

VALENTINE AINOZ

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE OBLIGATAIRE MONDIALE, AII*

MICKAEL BELLAICHE

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE, AII*

DIDIER BOROWSKI

RESPONSABLE DE LA RECHERCHE SUR LES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES, AII*

PIERRE BROUSSE

STRATÉGISTE ACTIONS SENIOR, AII*

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE SENIOR, AII*

GUY STEAR

RESPONSABLE STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS, AII*

AYUSH TAMBI

STRATÉGISTE ACTIONS SENIOR, AII*

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

ÉDITEURS

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

ÉDITEUR ADJOINT

FRANCESCA PANELLI

SPÉIALISTE INVESTMENT INSIGHTS ET CLIENT DIVISION, AII*

CONCEPTEUR-RÉDACTEUR

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTEUR DE STRATÉGIES, AII*

* Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

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

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 10 décembre 2025. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à toute utilisation qui pourrait en être faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, le manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 15 décembre 2025.

Identifiant du document : 5064494.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie 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 - Ekaterina Chizhevskaya

Amundi Investment Institute

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

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. 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 sous un même chapeau : 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.

Consultez les dernières mises à jour :



- █ Géopolitique
- █ Économie et marchés
- █ Stratégie de portefeuille
- █ Analyses ESG
- █ Hypothèses du marché des capitaux
- █ Recherche Cross Asset
- █ Actifs réels et alternatifs

Retrouvez-nous sur



Visitez le Centre de recherche

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned