

Investment Institute

Rentrée des classes : de la visibilité estivale aux vents changeants de l'automne

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

SEPT. 2025

• Réservé aux investisseurs professionnels

TABLE DES MATIÈRES

THÈME DU MOIS	
Résilience de la croissance mondiale face aux droits de douane	4
Leçons de l'été : visibilité sur les bénéfices et évolution des courbes de taux	7
Le monde multipolaire en action	11
GLOBAL INVESTMENT VIEWS	
Vues des CIO : Un été calme en surface, malgré des turbulences en profondeur	14
Obligations : Pentification des courbes sur fond de déficit	17
Actions : Diversifier en période de risques de concentration	18
Marchés émergents : Retour des thèmes idiosyncrasiques des ME	19
Multi-actifs : Appétit pour le risque et rotation vers les ME	20
Allocation d'actifs Amundi	21



**MONICA
DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« L'été a apporté plus de précisions sur la question des droits de douane et le changement d'orientation de la Fed qui recentre son attention sur la détérioration du marché de l'emploi. Cela continuera de soutenir un sentiment de marché positif, favorisant les actions et le crédit. »

« Soutenues par la publication de résultats solides, les actions américaines continuent de se redresser. Toutefois, compte tenu des valorisations élevées et de la concentration du marché, nous recherchons des opportunités d'élargissement de ce rebond dans les marchés émergents, en Europe et au Japon. »



**VINCENT
MORTIER**
CIO GROUPE

THÈME DU MOIS

Résilience de la croissance mondiale face aux droits de douane

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

États-Unis. : Les droits de douane de 18 % en moyenne ajoutent des pressions stagflationnistes en pesant sur la consommation, le revenu réel et la croissance de l'emploi, tandis que l'inflation reste élevée mais modérée par la désinflation des services. Les propos de Jerome Powell à Jackson Hole ont mis l'accent sur les risques liés à la croissance, les marchés anticipant désormais une baisse des taux en septembre et de nouvelles mesures d'assouplissement en cas de ralentissement de l'économie.

Zone euro : Une hausse des droits de douane à environ 15 % pèsera sur la croissance jusqu'en 2026, laissant la demande intérieure porter la reprise à mesure que les exportations s'essouffleront. La désinflation se poursuit, mais l'inflation persistante des services et de l'alimentation signifie que la croissance reste modeste à environ 1 % et que l'inflation converge vers l'objectif.

Marchés émergents : Les marchés émergents maintiennent une prime de croissance, avec des révisions à la hausse pour la Chine et l'Inde, tandis que les réformes budgétaires et les mesures de relance dans les BRICS atténuent l'impact des droits de douane. Les banques centrales font preuve d'une plus grande indépendance vis-à-vis de la Fed, mais le principal défi sera de soutenir la croissance tout en gérant les risques de stabilité.

La Fed recentre son attention sur la croissance à mesure que les droits de douane pénalisent l'économie

Avec un niveau de droits de douane globalement plus élevé qu'attendu (environ 18 % en moyenne à quelques exemptions près, soit 3 points de pourcentage au-dessus de notre base de référence précédente), nous anticipons une tendance stagflationniste légèrement plus marquée des projections macroéconomiques à court terme.

Nous continuons de penser que l'économie américaine connaîtra un trou d'air au S2 2025 à mesure que les droits de douane impacteront à la hausse les taxes sur la consommation. Les dépenses de consommation des ménages devraient se tasser pour se fixer nettement en deçà des niveaux exceptionnellement élevés des deux dernières années. La croissance des revenus réels devrait ralentir sous l'effet du ralentissement de la croissance des salaires et de l'emploi, tandis que l'inflation reste élevée, même si ce n'est pas de manière permanente.

Compte tenu de la récente révision très importante de la croissance de l'emploi et du très faible niveau des embauches dans le secteur privé, nous prévoyons un ralentissement de la croissance de l'emploi, les entreprises privilégiant la prudence en matière d'augmentation des effectifs dans un contexte de compression des marges par les droits de douane. À l'heure actuelle, nous n'anticipons pas de ralentissement majeur de la consommation, car la santé financière des ménages reste relativement solide et la croissance de l'offre de main-d'œuvre est limitée par la baisse de l'immigration. En résumé, la baisse des marges bénéficiaires pèsera sur la croissance de l'emploi.

Comme l'a reconnu Jerome Powell à Jackson Hole, il semble que les entreprises commencent à répercuter certains coûts liés aux droits de douane sur les consommateurs, en particulier sur les biens, mais nous pensons que les effets inflationnistes globaux pourraient être atténués par des mesures compensatoires.

Les analyses proposées lors des dernières publications de résultats montrent que les entreprises déploient diverses stratégies pour faire face au nouvel environnement tarifaire : beaucoup négocient avec les fournisseurs ou reconfigurent les chaînes d'approvisionnement, tandis qu'environ la moitié des entreprises déclarent répercuter les coûts sur les clients, en particulier celles qui sont plus exposées aux droits de douane. Dans un marché du travail plus équilibré et moins dynamique, les effets de second tour de l'inflation sont moins susceptibles d'être amplifiés, ce qui limite l'impact négatif sur les services qui jouent un rôle clé dans la définition des tendances de l'inflation. Jerome Powell a également souligné l'impact temporaire des droits de douane sur l'inflation, malgré l'incertitude quant aux échéances.

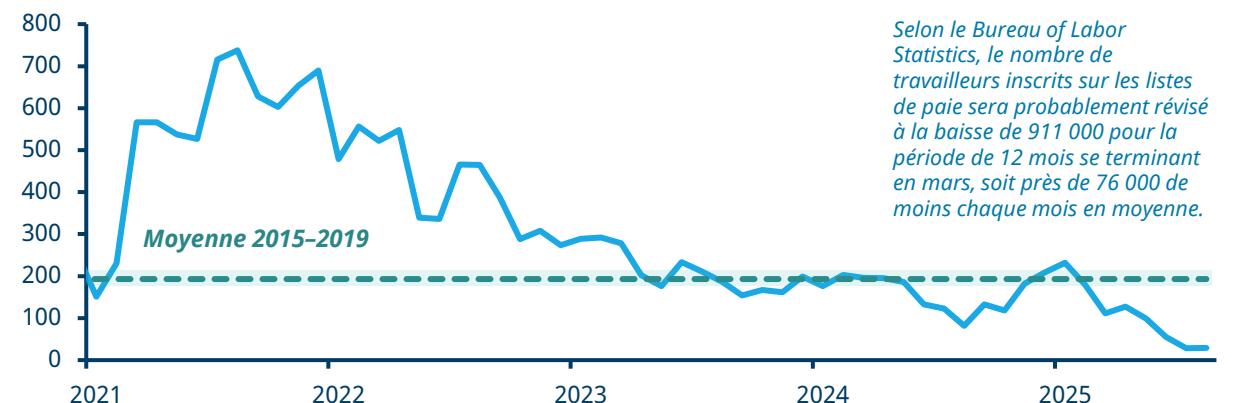
RÉDACTEURS

MAHMOOD PRADHAN
RESPONSABLE
MACROECONOMIE, AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

ANNALISA USARDI
ÉCONOMISTE SENIOR,
RESPONSABLE DE LA
MODÉLISATION
ÉCONOMIQUE AVANCÉE,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

Le dilemme de la Fed : le marché du travail à la peine*

Evolution de l'emploi hors secteur agricole (moyenne sur 3 mois en milliers)



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Bureau of Labor Statistics - Évolution nette moyenne sur 3 mois des effectifs hors secteur agricole, corrigée des variations saisonnières. Données mensuelles, août 2025. * Selon le Bureau of Labor Statistics, le nombre de travailleurs inscrits sur les listes de paie sera probablement révisé à la baisse de 911 000 pour la période de 12 mois se terminant en mars, soit près de 76 000 de moins chaque mois en moyenne.

Dans l'ensemble, l'inflation des services pourrait compenser en partie les pressions liées aux droits de douane sur les prix des biens, mais certains secteurs des services seront également confrontés à une hausse des prix des intrants. L'équivalent loyer pour les propriétaires et les autres composantes des services - importantes dans les paniers de l'IPC et du PCE - ont modéré leur progression et pourraient continuer sur cette voie, ce qui contrebancerait les pressions à la hausse exercées par les prix des biens. Dans l'ensemble, l'impact net sur l'IPC global et le PCE dépendra du degré de transmission, de la vitesse des ajustements des stocks et de l'équilibre entre l'inflation des biens et des services.

« Les perspectives de base et l'évolution de l'équilibre des risques pourraient justifier un ajustement de notre politique. » Les propos de Jerome Powell à Jackson Hole ont surpris les marchés, entraînant un rebond des actions et une baisse notable du rendement des bons du Trésor à deux ans. Il a reconnu que les effets des droits de douane sur l'inflation sont visibles et a indiqué que la Fed craignait de plus en plus que les droits de douane n'entraînent un ralentissement de la croissance. La Fed semble davantage focalisée sur les risques de croissance que sur l'inflation, soulignant que les anticipations d'inflation à long terme restent ancrées et que la politique reste restrictive.

Nous tablons sur une baisse de 25 pb lors de la réunion du FOMC du 17 septembre, le marché anticipant une telle évolution depuis le discours de Jerome Powell. Toutefois, en cas de chiffres de l'emploi et d'IPC plus élevés que prévu en septembre, cet assouplissement pourrait ne pas avoir lieu. En revanche, certains membres du FOMC ayant voté le maintien du *statu quo* lors de la dernière réunion pourraient changer d'avis au regard de la faiblesse des chiffres révisés de l'emploi, qui n'étaient pas encore disponibles au moment du vote. Au-delà du mois de septembre, nous prévoyons une évolution progressive vers plus de souplesse à mesure que l'économie s'affaiblit davantage et que les changements du personnel senior de la Fed font pencher la balance vers une politique plus accommodante.

La demande intérieure devra soutenir la zone euro sur fond d'impact négatif des droits de douane

L'accord tarifaire entre les États-Unis et la zone euro, bien que toujours sujet à évolution, a réduit l'incertitude liée aux droits de douane. Toutefois, ces droits de douane étant supérieurs à nos niveaux de référence précédents, le relèvement du taux tarifaire moyen d'environ 12 % à environ 15 %, renforce les anticipations d'une croissance plus faible jusqu'à la fin de 2025 et en début 2026. Ce que reflètent également les révisions des prévisions de septembre de la BCE.

L'activité en Europe a légèrement surpris à la hausse, en partie en raison de l'anticipation des flux commerciaux avant l'échéance des droits de douane, qui a temporairement soutenu la demande extérieure et les exportations de la zone euro.

« Les propos de Jerome Powell à Jackson Hole indiquent que la Fed s'intéresse désormais aux questions de croissance, les marchés s'attendant à une baisse des taux en septembre et à une position plus accommodante à l'avenir. »

Malgré l'assouplissement monétaire, la demande intérieure, en particulier la consommation, n'a pas connu de reprise marquée : le taux d'épargne des ménages reste élevé et la confiance des ménages est faible par rapport aux normes historiques.

Nous pensons que la croissance restera faible au S2 2025 à mesure que les droits de douane prendront pleinement effet et que le commerce net deviendra un frein. Au cours des 12 à 18 prochains mois, la demande intérieure doit « faire le plus gros du travail » : la consommation privée devrait se normaliser progressivement et l'investissement devrait graduellement redémarrer. Nos perspectives dépendent de plusieurs éléments :

- poursuite de l'assouplissement monétaire soutenant l'activité domestique ;
- politique budgétaire qui ne devient pas restrictive et dans certains cas expansionniste (notamment en Allemagne) ;
- persistance, bien que plus lente, de la croissance de l'emploi, avec un chômage globalement stable ; la croissance des salaires ralentit mais le revenu disponible réel est soutenu par une désinflation progressive à mesure que la confiance s'améliore et que le taux d'épargne diminue ;
- reprise progressive des investissements et des capex (infrastructures, R&D, construction résidentielle) à mesure que les conditions monétaires s'assouplissent, que les chocs d'incertitude politique s'estompent et que des programmes budgétaires ciblés soutiennent les infrastructures, l'industrie liée à la défense et la R&D.

Inflation : L'IPCH s'est établi en moyenne à 2,4 % en 2024, principalement sous l'impulsion des services. La désinflation s'est poursuivie en 2025 à différents rythmes. La baisse des prix de l'énergie et des matières premières, les pressions désinflationnistes liées aux droits de douane, l'appréciation de l'euro et les pressions concurrentielles sur les biens industriels hors énergie devraient soutenir la tendance désinflationniste jusqu'en 2026, en partie contrebalancée par la hausse de l'inflation des produits alimentaires et des services. Nous prévoyons un PIB de 1,1 % en 2025 (projection de la BCE en septembre : 1,2 %) et de 0,9 % en 2026 (BCE : 1,0 %). Inflation IPCH 2,1 % (projection de la BCE en septembre : 2,1 %) et 1,7 % en 2026 (BCE : 1,7 %).

Marchés émergents

Principaux facteurs estivaux pour réévaluer les perspectives des marchés émergents

Alors que l'été touche à sa fin, il convient de souligner deux facteurs clés à prendre en compte pour réévaluer les perspectives macroéconomiques des marchés émergents. Le premier facteur concerne les perspectives de croissance des marchés émergents, qui dépendent du statut plus avancé des taux de droits de douane dans le monde. Bien que la situation actuelle puisse encore être ajustée en cas de nouveaux accords entre l'administration américaine et certains pays, le paysage tarifaire est de plus en plus défini. Le deuxième facteur concerne la politique monétaire mondiale, en particulier la manière dont elle est influencée par la réévaluation plus accommodante de la trajectoire à venir de la Réserve fédérale par le marché, mais surtout, par l'évolution de Jerome Powell en termes d'ajustement de la politique monétaire américaine.

En ce qui concerne la croissance, la performance économique au premier semestre a été plus résiliente que prévu dans plusieurs régions. Malgré quelques fluctuations, le commerce mondial est resté solide. En outre, les nouveaux taux de droits de douane (à quelques exceptions près) ne montrent que des augmentations marginales par rapport à notre base de référence précédente. De ce fait, les marchés émergents continuent de bénéficier d'une prime de croissance supérieure à leur moyenne historique, avec des révisions à la hausse des taux de croissance de la Chine et, plus récemment, de l'Inde.

Cela dit, la croissance devrait ralentir au second semestre, plusieurs pays mettant déjà en œuvre des mesures budgétaires de soutien. Au sein des BRICS, qui comptent parmi les pays les plus touchés par les hausses de droits de douane, l'Inde a mis en place une nouvelle réforme de la taxe sur les produits et services (Goods and Services Tax - GST) passant de quatre tranches jusqu'ici, à seulement deux, avec à la clé un taux moyen de GST moins élevé qui devrait stimuler la consommation. Parallèlement, le Brésil a annoncé un plan d'urgence visant à étendre le crédit aux secteurs touchés par les droits de douane, à reporter les impôts et à augmenter les achats publics. Bientôt, l'accent sera mis sur l'évaluation de la marge de manœuvre politique disponible et des risques pour la stabilité macro financière, dans l'hypothèse, notamment, d'une nouvelle vague de relance budgétaire.

Depuis le début du dernier cycle de hausse des taux et des cycles d'assouplissement qui ont suivi, les banques centrales des pays émergents ont fait preuve d'un certain degré d'indépendance par rapport à la Réserve fédérale. Ainsi, le récent changement de discours de la Fed n'a-t-il, ni accéléré ni prolongé, le cycle d'assouplissement bien avancé dans les marchés émergents. Au cours du mois écoulé, alors que les marchés réévaluaient les anticipations d'assouplissement de la Fed, la Banque d'Indonésie a accéléré son cycle d'assouplissement, mais cela en raison des craintes liées à la croissance, tandis que les banques centrales de Colombie et de Corée du Sud ralentissaient le leur en raison de craintes inflationnistes.

ALESSIA BERARDI

RESPONSABLE STRATÉGIE MACRO, MARCHÉS EMERGENTS, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

THÈME DU MOIS

Leçons de l'été : visibilité sur les bénéfices et évolution des courbes de taux

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

L'été n'a pas interrompu la forte hausse des marchés actions débutée le 8 avril. Les publications de résultats ont même amplifié l'ambiance positive, en particulier aux États-Unis et en ce qui concerne les grandes entreprises technologiques. Les valeurs financières, notamment en Europe, en ont également bénéficié. En conséquence, le S&P 500 est encore plus concentré qu'il ne l'était en début d'année et les valorisations sont à nouveau au plus haut. Cela pourrait donner l'occasion à d'autres marchés de se distinguer, ne serait-ce que temporairement. Dans cette perspective, l'Europe est un candidat sérieux si l'on considère ses niveaux de valorisation.

Les bons du Trésor américain se sont redressés durant l'été, la baisse des chiffres de l'emploi et les révisions à la baisse ayant soutenu les anticipations de baisse des taux de la Fed. En revanche, les rendements en Europe, au Royaume-Uni et au Japon ont augmenté sous l'effet des anticipations budgétaires au Japon et des pressions sur l'offre en Allemagne. Les marchés du crédit ont bien résisté, l'Euro IG se positionnant près de ses moyennes à long terme et les rendements corrigés du risque étant soutenus par une volatilité plus faible.

Les marchés actions ont bien progressé cette année (MSCI ACWI en hausse de 13 % en USD). Après l'effondrement qui a suivi le « Jour de la Libération », le 2 avril, ils se sont redressés à partir du 8 avril, date à laquelle les craintes relatives aux droits de douane ont atteint leur paroxysme.

Les 7 magnifiques ont sous-performé en début d'année suite à la sortie du modèle R1 de DeepSeek et leur baisse a été accélérée par l'épisode de stress de début avril. Depuis, elles ont une nouvelle fois surperformé le S&P 500, portant le niveau de concentration de l'indice à son plus haut. A leur plus haut de début d'année, les titres BATMMAAN représentaient 37 % du S&P 500, avant de tomber à 34 % le 8 avril ; ils représentent désormais 38 % de l'indice.

Alors que le vote du projet de loi de finances américain (OBBA) début juillet et un certain nombre d'accords de droits de douane clés, notamment avec l'Europe et le Japon, ont permis aux marchés de se rassurer, l'attention s'est portée cet été sur les publications de résultats qui ont renforcé cette tendance.

Les résultats ont globalement été bons, notamment aux États-Unis et surtout pour les géants technologiques, mais aussi pour les financières européennes.

Dans l'ensemble, les marges ont bien résisté de part et d'autre de l'Atlantique, la plupart des droits de douane n'étant pas encore entrés en vigueur.

Aux États-Unis, avec 94 % des entreprises ayant publié leurs résultats, les bénéfices trimestriels ont progressé de 12,9 %, soit bien au-dessus des 5,8 % attendus au 1er juillet. Tous les secteurs ont dépassé les attentes, avec en tête les services de communication (+48,8 % contre 31,8 %), les technologies de l'information (+23 % contre 17,7 %), la consommation cyclique (+6,9 % contre -3,5 %) et les valeurs financières (+13,9 % contre 2,7 %). Même les secteurs en repli, comme l'énergie, les matériaux et les services aux collectivités, ont enregistré des performances supérieures aux attentes.

En Europe, où 72 % des entreprises ont publié leurs résultats, la croissance des bénéfices a été plus faible qu'aux États-Unis mais a tout de même dépassé les attentes (+4,6 % contre 0,6 %), portée par la bonne tenue des valeurs financières (+14,4 % contre 2 %).

RÉDACTEURS

ERIC MIJOT

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE ACTIONS MONDIALES, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

GUY STEAR

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

*7 magnifiques : les sept grands géants technologiques : Microsoft, Apple, Google (Alphabet), Amazon, Meta, Nvidia et Tesla

**BATMMAAN : les 7 magnifiques + Broadcom.

« Une bonne saison de publication des résultats, notamment pour les géants technologiques américains. »

Les valeurs industrielles, les technologies de l'information et la santé ont également surperformé les prévisions, la santé ayant été le secteur défensif le plus résilient en Europe et aux États-Unis ce trimestre.

En conséquence, le consensus IBES sur les bénéfices pour 2025 a été révisé à la hausse aux États-Unis à +11,3 % (contre +9,4 % en juin), tandis qu'il a été légèrement abaissé en Europe, au Japon, dans la région Pacifique hors Japon et dans les marchés émergents. Toutes les régions se négocient désormais à des ratios cours/bénéfices (PER) supérieurs à leurs moyennes sur 12 ans. Le ratio cours/bénéfices américain est à 22,8x et celui de la région Pacifique hors Japon à 18,1x, des niveaux qui n'ont pas été observés depuis plus de dix ans. L'Europe, quant à elle, est proche de sa moyenne à long terme.

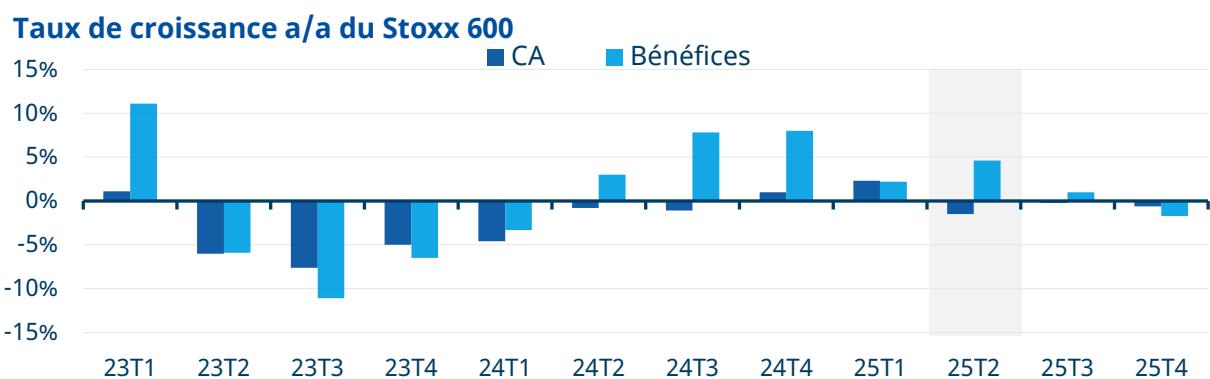
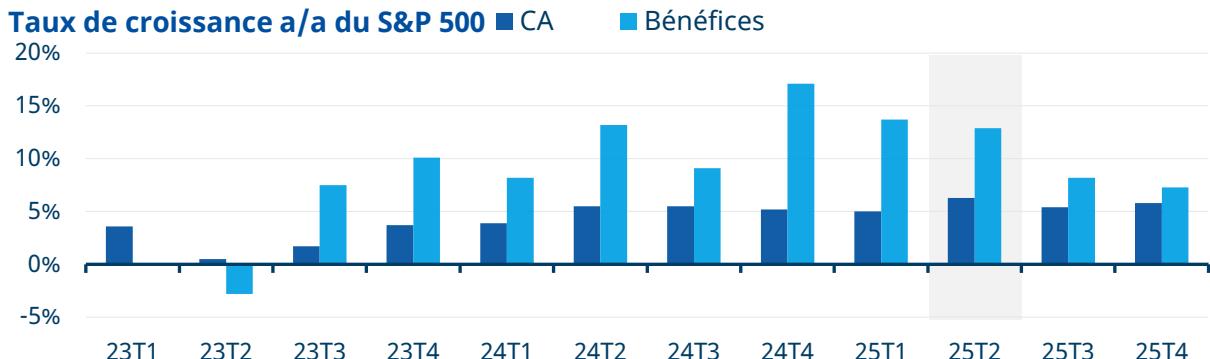
Région	Croissance des bénéfices IBES 2025	PER (prév. à 12 mois)	vs moyenne sur 12 ans
États-Unis	+11,3 % (contre +9,4 %)	22,8x	Plus haut en 12 ans
Europe	+0,2 % (contre +2,7 %)	14,8x	Proche de la moyenne
Japon	+3,1 % (contre +5,5 %)	15,7x	Supérieur à la moyenne
Pacifique hors Japon	+0,2 % (contre +1 %)	18,1x	Plus haut en 12 ans
ME	+10,3 % (contre +11,6 %)	13,2x	Supérieur à la moyenne

La dépréciation du dollar américain cette année a eu un impact décisif sur les bénéfices et la performance.

Au 22 août, les performances en monnaie locale depuis le début de l'année des indices MSCI des États-Unis (+10 %), de l'Europe (+11,5 %) du Japon (+9,9 %) et même des marchés émergents (+14,8 %) étaient assez similaires, mais ces mêmes variations exprimées en dollars (+10 %, +24,8 %, +17,6 % et +17,8 % respectivement) rappellent que les devises jouent un rôle clé dans l'allocation internationale.

Cette évolution a été séquentielle. Tout d'abord, le nouvel attrait de l'Europe (avec la réforme budgétaire allemande, quand les géants technologiques étaient moins en vogue) a dopé l'euro et le marché actions de la région en début d'année. Ensuite, avec la publication des résultats du T2, le marché s'est davantage focalisé sur l'impact des taux de change sur les résultats, ce qui, cette fois, a eu tendance à favoriser les États-Unis. Après une séquence tirée par le *bottom-up* (publications des résultats), il est probable que la prochaine sera davantage influencée par les facteurs macroéconomiques, laissant une certaine marge de manœuvre pour un élargissement des opportunités, au moins temporairement.

Séquence des CA et des bénéfices aux États-Unis et en Europe — l'impact des taux de change sur les bénéfices a cette fois favorisé les États-Unis



Taux : un été marqué par la baisse des rendements des bons du Trésor et la pentification des courbes

La première grande tendance de l'été a été l'évolution des bons du Trésor américain, les rendements à 10 ans se situant désormais dans le bas de la fourchette observée depuis le Jour de la Libération, juste au-dessus de 4 %. Le catalyseur de cette baisse des rendements a été l'emploi, avec des chiffres faibles en juillet et en août et une révision à la baisse des données au cours des douze derniers mois. Lors de son discours à Jackson Hole, le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a souligné que le tassement des chiffres de l'emploi pourrait justifier de nouvelles baisses de taux. Nous en prévoyons trois cette année, à compter de septembre.

En revanche, les rendements à 10 ans en Europe, au Royaume-Uni et au Japon ont augmenté cet été. Les anticipations d'adoption de mesures de relance budgétaire par le gouvernement japonais ont propulsé les rendements des JGB à 10 ans au-dessus de 1,6 % pour la première fois cette année. Cela a fait craindre que les investisseurs japonais réduisent leurs positions en obligations étrangères, y compris européennes. Les rendements allemands à 10 ans ont oscillé autour de 2,7 %, en dessous du pic de 2,9 % atteint mi-mars, mais toujours bien au-dessus des niveaux de 2,5 % enregistrés au début de l'été. L'offre en Allemagne est également problématique, contribuant à la hausse des rendements. Au Royaume-Uni, malgré la faiblesse des données économiques, les rendements ont eu tendance à suivre l'Allemagne plutôt que les États-Unis.

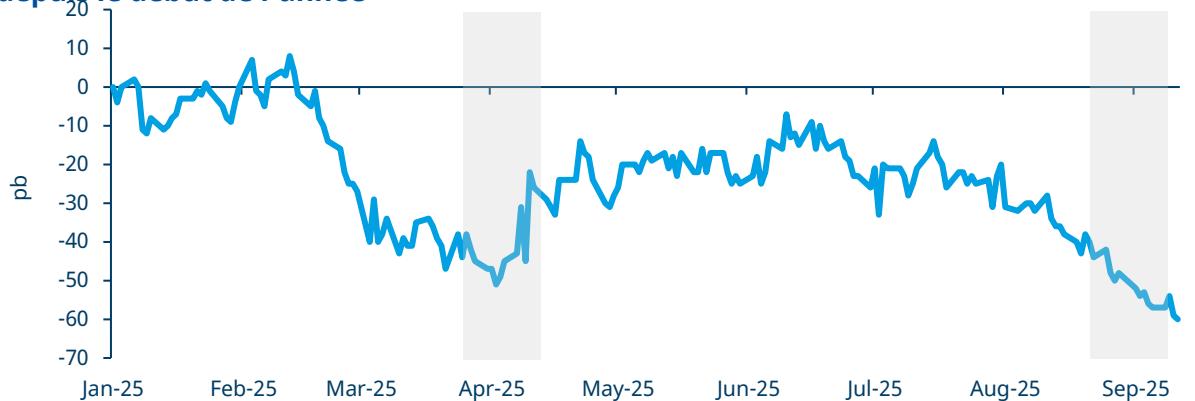
Par conséquent, les écarts de rendement entre les États-Unis et l'Allemagne et entre les États-Unis et le Royaume-Uni semblent désormais attractifs. Le différentiel de spread entre les bons du Trésor et les Bunds à 10 ans est en phase avec son niveau le plus bas de l'année, en baisse par rapport aux 190 pb enregistrés début juin. Le différentiel de spread entre les bons du Trésor et les Gilts à 10 ans est d'environ -60 pb, son niveau le plus bas cette année.

« Les bons du Trésor américain se sont redressés cet été, les rendements à 10 ans tombant à environ 4 % après que la baisse des chiffres de l'emploi et les révisions à la baisse ont renforcé les attentes de baisses des taux d'intérêt de la Fed. »

Les différentiels États-Unis vs Allemagne semblent désormais attractifs L'écart de spread à 10 ans entre les bons du Trésor est conforme à son niveau le plus bas de l'année



Le spread entre les bons du Trésor et les Gilts à 10 ans est à son plus bas niveau depuis le début de l'année



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 11 septembre 2025.

Le deuxième thème majeur du marché obligataire cet été a été la pentification des courbes. Les courbes de taux américaines et européennes se sont fortement pentifiées entre janvier et mai, avant de se stabiliser. Plus récemment, la courbe américaine s'est aplatie, avec un resserrement du spread du segment de 5 à 30 ans.

Nous pensons que la pentification reprendra bientôt. La hausse des anticipations d'inflation et de l'offre devrait entraîner une hausse des primes de terme, tandis que les anticipations d'assouplissement des banques centrales devraient pousser les rendements à court terme à la baisse. Par conséquent, nous pensons que les courbes évolueront vers au moins un écart-type au-dessus de leurs médianes à long terme.

Comme le montre le graphique ci-dessous, la pente de 5 à 30 ans aux États-Unis se situe juste au-dessus de sa médiane de 25 ans et le potentiel de pentification haussière est désormais important.

La pentification du segment de 5 à 30 ans aux États-Unis se situe juste au-dessus de la médiane de 25 ans et le potentiel de pentification haussière est désormais important.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 11 septembre 2025

« Les courbes de taux américaines se pentifient à nouveau, avec un potentiel de hausse du segment 5-30 ans bien au-dessus de sa médiane à long terme. »

THÈME DU MOIS

RÉDACTEUR

Un monde multipolaire en action

ANNA
ROSENBERG
RESPONSABLE
GÉOPOLITIQUE,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

La multipolarité géopolitique devrait persister, avec des risques de mauvaise appréciation, de reconfiguration des alliances et de renforcements militaires alimentant l'incertitude et les risques de sécurité.

Les États-Unis utilisent les droits de douane comme outil de politique étrangère, mais leur marge d'action reste contrainte. Le pays prend également conscience de sa dépendance vis-à-vis de la Chine pour les terres rares, tandis que la Russie, largement autosuffisante, a ignoré les demandes de Trump de mettre fin à la guerre. Ces dynamiques mettent en évidence les limites de l'influence américaine dans ce monde multipolaire.

L'Europe et les puissances émergentes sont en train de recalibrer leurs positions, renforçant ainsi la tendance à la « grande diversification » dans les domaines du commerce, de la sécurité et des ressources.

Conformément à notre opinion de longue date selon laquelle le niveau du risque géopolitique augmentera pendant le reste de la décennie, les derniers mois ont révélé une accélération de la transition vers un monde multipolaire.

La multipolarité est l'un des systèmes politiques les plus instables car elle suppose un degré élevé d'incertitude quant aux intentions des autres États, augmentant le risque de mauvaise appréciation, la concurrence et conduisant à des alliances souvent changeantes. Elle accélère également le renforcement des capacités militaires.

Depuis l'arrivée au pouvoir du président américain Donald Trump, il est devenu évident que la puissance brute (contrôle des minéraux, de l'énergie, de la nourriture) et la force militaire sont les éléments qui comptent.

Les États-Unis utilisent les droits de douane pour atteindre leurs objectifs de politique étrangère et accroître leur puissance, tandis que la protection militaire qu'ils offrent sert de levier sur leurs alliés pour les forcer à céder à leurs demandes. Par conséquent, de nouveaux droits de douane sont probables, impactant la croissance mondiale, l'inflation et l'incertitude.

Toutefois, les États-Unis ont perdu leur statut d'hégémon et leur marge de manœuvre s'en trouve limitée. Désormais, ceux qui disposent de ressources essentielles et de puissance militaire ont la possibilité de résister aux exigences des États-Unis, lesquels chercheront à empêcher la formation d'alliances contre eux et les efforts de dédollarisation, mais avec un succès limité.

Les États-Unis prennent donc conscience de leur dépendance à l'égard de la Chine. Cette dernière a commencé à limiter les exportations de terres rares plus tôt cette année, ce qui a eu un impact direct sur la production manufacturière américaine et européenne. Cette dépendance limite l'ampleur de la détérioration des relations entre les États-Unis et la Chine à court terme. Toutefois, cette compétition entre grandes puissances étant ce qu'elle est, il est peu probable que les relations changent de manière significative, même si par la suite des accords commerciaux limités sont conclus.

« Les États-Unis prennent conscience de leur dépendance à l'égard de la Chine. »

La Russie, largement autonome, a ignoré les demandes de Donald Trump de mettre fin à la guerre. Au lieu de cela, la Russie continuera à tester l'OTAN avec des tactiques de guerre « hybride ». Nous continuons de tabler sur l'absence de cessez-le-feu au cours des prochains mois. Pour l'instant, il est peu probable que la Russie abandonne ses ambitions maximales dans le cadre du conflit en cours. Quant aux États-Unis, il est peu probable qu'à l'approche des élections de mi-mandat ils mettent en œuvre des sanctions secondaires suffisamment douloureuses. Cela ne veut pas dire que les États-Unis ne recourront pas à des sanctions secondaires, mais plutôt que celles-ci seront limitées pour éviter une hausse des coûts énergétiques aux États-Unis.

Couverture géopolitique dans un monde multipolaire

Les puissances de taille moyenne (en particulier dans les marchés émergents) ont le sentiment que la protection de leurs relations géopolitiques est justifiée (Inde, Brésil). L'Inde dispose de leviers dans la mesure où elle représente une alternative à la Chine. Ainsi, malgré la froideur actuelle des relations entre les États-Unis et l'Inde, il existe des possibilités d'amélioration puisque Narendra Modi se rendra aux États-Unis dans le courant de l'année et que les États-Unis n'ont aucun intérêt à pousser d'autres puissances à se rapprocher de la Chine.

L'UE, de son côté, peine à se positionner dans ce nouvel ordre géopolitique. Elle manque de puissance militaire et dépend d'autres pays pour certaines ressources clés. L'UE cherchera ainsi à influencer Donald Trump pour essayer de limiter les dégâts ou de faire passer des réformes économiques, budgétaires et politiques. Les contraintes politiques rendent la première option plus probable, du moins jusqu'à ce que le renforcement militaire et la géopolitique de l'Allemagne facilitent des réformes plus audacieuses.

Compte tenu de ces dynamiques (ainsi que de l'intensification des troubles politiques aux États-Unis), les gouvernements et les investisseurs continueront de chercher à réduire leur dépendance. La « Grande diversification », comme nous l'avons appelée précédemment, se poursuivra à travers les zones géographiques, les classes d'actifs, les devises, les matières premières, les échanges commerciaux et les liens sécuritaires. Les efforts récents des États-Unis pour s'assurer l'accès aux minéraux rares au Congo en sont un exemple, tout comme les efforts européens pour finaliser les partenariats commerciaux avec le Mexique et le Mercosur.

Accord pour l'énergie entre les États-Unis et l'UE : symbolique ou réalisable ?

La Commission européenne a pris l'engagement ambitieux d'acheter de l'énergie américaine : 750 milliards de dollars sur trois ans, soit 250 milliards de dollars par an. Ce chiffre est supérieur au total des importations d'énergie de l'UE à l'échelle mondiale. Nous pensons que le défi est de taille et qu'il faudra très probablement plus d'un an pour atteindre l'objectif de 250 milliards de dollars par an. En ce qui concerne les importations de GNL, nous remarquons qu'à l'heure actuelle, l'UE n'a pas la capacité de stockage nécessaire pour acheter les quantités requises dans le cadre de cette enveloppe de 250 milliards de dollars. De leur côté, les États-Unis n'ont, à l'heure actuelle, pas la capacité de fournir les quantités de GNL requises.

Cet objectif est très ambitieux étant donné que l'UE a importé environ 70 milliards de dollars de produits énergétiques américains en 2024 et que les projections n'estiment qu'à environ 207 milliards de dollars les exportations américaines de pétrole et de gaz naturel vers l'UE entre 2026 et 2028, ce qui laisse un écart de 543 milliards de dollars.

L'accord vise à réduire la dépendance de l'UE aux combustibles fossiles russes en augmentant les importations énergétiques américaines. Pourtant, de nombreux défis rendent cet objectif irréalisable, notamment le fait que les infrastructures d'exportation américaines sont déjà à pleine capacité et que leur expansion nécessite des investissements longs et coûteux. En outre, la réduction des importations énergétiques russes par l'UE, bien que substantielle, ne représente qu'environ 20 milliards de dollars par an susceptibles d'être transférés aux fournisseurs américains. Compte tenu de ces facteurs, le respect de l'engagement d'achat d'énergie de 750 milliards de dollars semble plus symbolique que réalisable dans les délais prévus.

LORENZO PORTELLI

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE CROSS ASSET, DIRECTEUR DE LA RECHERCHE AMUNDI ITALIE, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE



Estimation des importations par l'UE de pétrole et de gaz naturel depuis les É.-U.

Source : AIE, Commission européenne, US Census Bureau, AAF

GLOBAL
INVESTMENT
VIEWS



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



Un été calme en apparence, mais avec des signes de turbulences

Les actions américaines ont atteint de nouveaux sommets en août et les marchés européens se sont rapprochés de leurs niveaux de mars, tandis que les spreads des obligations d'entreprises se sont resserrés durant l'été. Le sentiment de marché a été dominé par les anticipations de dépenses d'investissement dans l'IA, les publications par les entreprises américaines de bons résultats et le ton relativement accommodant de la Fed à Jackson Hole. Les marchés semblent ne pas tenir compte des risques liés à l'activité économique (par exemple, les marchés du travail), des pressions politiques sur la Fed, des déficits budgétaires et des marges des entreprises.

Nous pensons que les thèmes ci-dessous sont maintenant susceptibles de dicter l'évolution des marchés :

- **Les droits de douane auront un impact plus important sur la croissance américaine que sur l'inflation.** Les pressions inflationnistes devraient être transitoires, mais pourraient ne pas se concrétiser d'un seul coup (ie services vs biens). La croissance restera dans un trou d'air cette année et en 2026 en raison du ralentissement tant du marché du travail que de la croissance des salaires (pas encore visible clairement). La hausse de l'inflation à court terme pèsera également sur la consommation pour le reste de l'année. La zone euro sera également affectée par les droits de douane, mais la BCE continuera de la soutenir. La croissance au second semestre sera plus faible qu'au premier semestre. Néanmoins, la demande intérieure résiste, soutenue par la croissance des salaires réels, mais les risques à l'exportation sont élevés.
- **L'attention de la Fed passe de l'inflation à la croissance, tandis que la pression politique sur la Fed s'intensifie.** Dans l'ensemble, nous maintenons notre prévision de trois baisses de taux cette année (la première ayant lieu en septembre), ces baisses se justifiant par l'affaiblissement de l'économie alors que la Fed recentre ses efforts sur l'emploi. La BCE restera probablement dépendante des données économiques et ouverte à des baisses de taux au cours des prochains mois.

Le ton conciliant de la Fed et la hausse de la prime de risque sur les actifs américains continueront de peser sur le dollar



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 8 septembre 2025. Prime de terme des bons du Trésor à 10 ans de Adrian, Crump & Moench.

Une prime de risque plus élevée sur les actifs américains (dollar, bons du Trésor) aura des répercussions sur la construction de portefeuille, compte tenu du rôle traditionnel de ces actifs dans l'allocation d'actifs

- **La croissance des marchés émergents a été légèrement révisée à la hausse pour cette année (4,2 %) par rapport à nos prévisions de juillet.** Les pressions extérieures sur la Chine se sont quelque peu apaisées, ce qui nous a conduits à relever notre prévision de croissance à environ 4,8 % pour cette année. Bien qu'il soit plus proche de l'objectif du gouvernement, nous pensons qu'un ralentissement persistera car la demande intérieure reste faible. **L'approche transactionnelle de Trump, notamment sur le plan des droits de douane, pourrait accélérer la poussée vers le multilatéralisme et un monde multipolaire** (par exemple, les BRICS) – à l'opposé de ce qu'il a dit vouloir faire. L'Inde dépend davantage de la consommation intérieure pour sa croissance que des exportations. Nous pensons que l'impact négatif des droits de douane américains sur la croissance est atténué par des mesures budgétaires, notamment la rationalisation et la réforme de la taxe sur les biens et services, qui stimuleront la consommation intérieure.
- **Risques de prodigalité budgétaire liés à l'augmentation de la trajectoire de la dette dans les pays développés et pressions sur les marges des entreprises américaines liées aux droits de douane.** À ce stade, nous pensons que ce qui compte le plus pour les bénéfices des entreprises, c'est l'impact des droits de douane sur les marges des entreprises, en particulier la capacité des entreprises à répercuter leurs coûts afin d'éviter une érosion des marges. Par conséquent, nous surveillerons de près la dynamique entre les prix à la production et les prix à la consommation aux États-Unis.

En résumé, le niveau élevé de la dette dans les pays développés, la pression politique sur les institutions américaines et la nécessité de nouvelles mesures politiques en Europe retiendront l'attention des marchés, tandis que dans les pays émergents, la croissance s'améliore de manière sélective. Nous notons également la complaisance des marchés américains, qui regardent à l'opposé des risques sur notre radar. Ce contexte nous permet de maintenir notre appétit modéré pour le risque.

Amundi Investment Institute : Pentification de la courbe des taux, priorité aux bénéfices des entreprises

L'augmentation des attentes en matière d'inflation, le creusement des déficits budgétaires et l'augmentation des primes de terme exercent une pression à la hausse sur les segments long terme des courbes de taux, tandis que l'assouplissement monétaire entraînera une baisse sur les segments à court terme. La pentification des courbes devrait se poursuivre dans la plupart des grands marchés développés comme les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. En Europe, les projets de dépenses budgétaires de l'Allemagne et la réforme des systèmes de retraite, notamment aux Pays-Bas, devraient exercer une pression sur la partie longue de la courbe.

Les résultats des entreprises américaines pour le deuxième trimestre ont été nettement supérieurs aux attentes, tirés par les secteurs des services de communication et des technologies de l'information*, ce qui a tiré les marchés vers le haut. À très court terme, nous pensons que les perspectives du marché seront dictées par des facteurs macroéconomiques (marchés du travail, consommation et toute éventuelle poussée à court terme de l'inflation aux États-Unis) et par la politique monétaire.

Selon nous, les craintes liées aux déficits budgétaires, les anticipations d'inflation et l'assouplissement monétaire continueront d'entraîner une pentification des courbes de taux des marchés développés, notamment de celle des États-Unis.

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Les conditions de crédit sont stables et la dynamique des marchés est forte, mais cela pourrait changer en cas de déception sur les résultats. Nous restons équilibrés et légèrement positifs sur les actifs risqués :

- **Sur le marché obligataire, les inquiétudes liées aux dépenses budgétaires, à l'inflation et à l'assouplissement des banques centrales seront au centre des préoccupations des marchés.** Nous sommes globalement neutres sur la duration, mais entrevoions un potentiel de pentification de la courbe. En ce qui concerne les obligations d'entreprise, nous sommes légèrement moins optimistes sur les obligations européennes de qualité supérieure, mais celles-ci restent à un niveau idéal en termes de valorisations.
- **Les risques de concentration sur les actions américaines sont élevés et toute faiblesse sur le front économique pourrait exacerber la volatilité.** Nous préférons donc conserver une approche diversifiée et globale en faveur de l'Europe, du Royaume-Uni et du Japon. Nous surveillons également si la volatilité dans ces régions peut offrir des opportunités de sélection de titres de qualité élevée.
- **Les prévisions positives de croissance des bénéfices sur les marchés émergents** et l'affaiblissement du dollar nous permettent de rester optimistes quant à l'évolution structurelle des marchés émergents, mais nous continuons à surveiller l'évolution de la question des échanges commerciaux. Nous confirmons également que les facteurs idiosyncrasiques restent le pilier central de nos prises de position. Nous restons positifs sur l'Amérique latine et l'Asie émergente. Sur le marché obligataire, l'assouplissement de la Fed et l'inflation globalement maîtrisée des ME nous incitent à rester optimistes.
- **Dans le segment multi-actifs, nous reconnaissons que l'économie mondiale évolue dans un environnement nuancé** et restons donc bien équilibrés, avec un léger biais en faveur des actifs risqués tels que les actions émergentes. En revanche, nous conservons une opinion positive à l'égard des emprunts d'État et des matières premières comme l'or.

Sentiment global vis-à-vis du risque

Aversion

Appétit



Alors que nous entrons dans une phase de ralentissement (mais sans dégradation massive) de la croissance économique, notre positionnement global vis-à-vis des actifs risqués est modérément positif, porté par les fondamentaux plutôt que par l'euphorie du marché.

Variations par rapport au mois précédent

- **Obligations** : Notre opinion sur le crédit IG européen s'est quelque peu modérée, mais nous restons optimistes.
- **Multi-actifs** : En ce qui concerne les actions, nous sommes plus positifs sur les marchés émergents et tactiquement neutres sur l'Europe.
- **Devises** : Positionnement tactique neutre sur l'USD et prudence à court terme sur l'EUR, après la récente appréciation de la devise régionale. Concernant le dollar, nous percevons un potentiel de consolidation maintenant, malgré des anticipations de faiblesse à moyen terme.

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.

Les valorisations, les pressions potentielles sur les marges dues aux droits de douane d'ici la fin de l'année et la croissance américaine inférieure au potentiel nous empêchent de rehausser notre positionnement sur les actifs risqués.

OBLIGATIONS

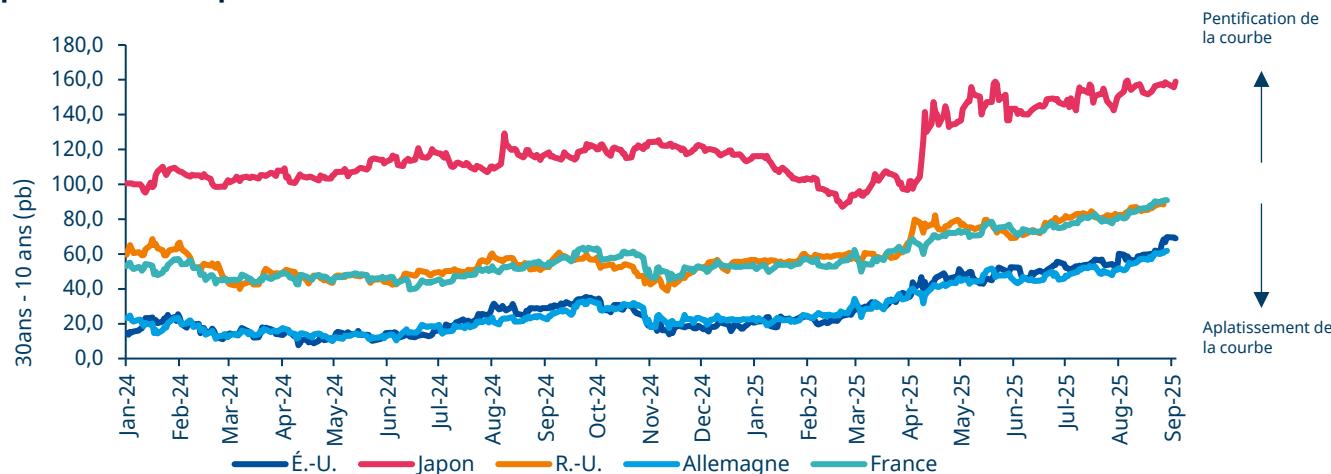
Pentification des courbes sur fond de déficit

La hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis à court terme, les projets de dépenses budgétaires aux États-Unis et dans l'UE (hausse de l'offre obligataire) et la poursuite de l'assouplissement monétaire sont les principaux thèmes sur lesquels nous nous concentrerons à moyen terme. Ensemble, ces éléments ont entraîné une hausse des rendements aux États-Unis, en Europe, au Royaume-Uni et au Japon, en particulier sur le segment à long terme des courbes. En outre, les réformes du système de retraite dans certains pays d'Europe devraient pousser les rendements à long terme à la hausse.

Au Royaume-Uni, nous sommes attentifs à l'inflation et au budget du gouvernement (en novembre) et à sa capacité à rassurer les marchés sur le fait que le financement ne sera pas un problème. Cela dit, les spreads des obligations d'entreprises sont serrés, mais nous percevons une valeur sélective et un portage attrayant, notamment dans les obligations européennes de qualité supérieure.

Duration et courbes de taux	Crédit d'entreprises	Devises
<ul style="list-style-type: none"> Nous sommes globalement neutres sur la duration, y compris aux États-Unis, car les profils rendement/risque ne sont pas attractifs. La pentification des courbes devrait néanmoins se poursuivre. En ce qui concerne l'UE, nous sommes également neutres. Sur le plan tactique, nous sommes devenus légèrement prudents vis-à-vis de la duration « core » (Allemagne et France) en raison de l'évolution des plans budgétaires, mais nous sommes positifs vis-à-vis des obligations périphériques (Italie et Espagne). Au Royaume-Uni, la pentification de la courbe est intéressante. Au Japon, en revanche, la détérioration de la situation budgétaire et l'inflation nous incitent à la prudence. 	<ul style="list-style-type: none"> Suite au récent resserrement des spreads, nous avons abaissé notre opinion positive sur le crédit IG de l'UE. La classe d'actifs offre toujours un portage attractif, ce qui nous permet de rester positifs. Nous continuons de privilégier les titres des secteurs bancaires et à bête élevé, ainsi que les instruments à moyen terme (3-7 ans). Bien que nous soyons globalement neutres, le haut rendement européen offre toujours une valeur sélective, en particulier sur les échéances à court terme dans les secteurs de la finance et des télécommunications. 	<ul style="list-style-type: none"> Sur l'USD, nous sommes désormais proches de la neutralité, après sa forte baisse. Toutefois, nous maintenons que les baisses de taux de la Fed et le potentiel de rapatriement des capitaux internationaux devraient peser sur la devise à moyen terme. Compte tenu de l'appréciation de l'EUR/USD jusqu'à présent, nous avons tactiquement adopté une position négative sur les devises régionales en raison de la faible dynamique de croissance dans les pays « core » et de l'environnement politique. Nous restons prudents sur la livre sterling.

La propension budgétaire croissante et l'augmentation de l'offre de dette favorisent la poursuite de la pentification de la courbe



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 3 septembre 2025.

RÉDACTEURS

AMAURY D'ORSAY
RESPONSABLE DE LA PLATEFORME OBLIGATIONS

ACTIONS

Diversifier en période de risques de concentration

Malgré les remous géopolitiques et les incertitudes politiques persistantes, les marchés actions internationaux ont poursuivi leur progression. Les secteurs de l'IA soutiennent les marchés, tandis que les statistiques économiques ne montrent pour l'instant aucun signe d'impact des droits de douane. Les résultats des entreprises ont été supérieurs aux attentes aux Etats-Unis, mais les risques de concentration augmentent. Nous sommes donc favorables à la poursuite du transfert hors du marché américain vers l'Europe et le Japon.

Nous pensons que l'Europe est mieux positionnée pour atténuer certains impacts liés aux droits de douane par le biais des politiques budgétaires et monétaires. Elle devrait également bénéficier de réformes visant à renforcer la compétitivité au niveau de l'UE et à réduire les coûts de l'énergie. Sur l'ensemble des marchés, la volatilité devrait persister et nous cherchons à tirer parti de la faiblesse des cours des actions de qualité. De manière générale, nous continuons à privilégier les bilans solides et les risques idiosyncrasiques.

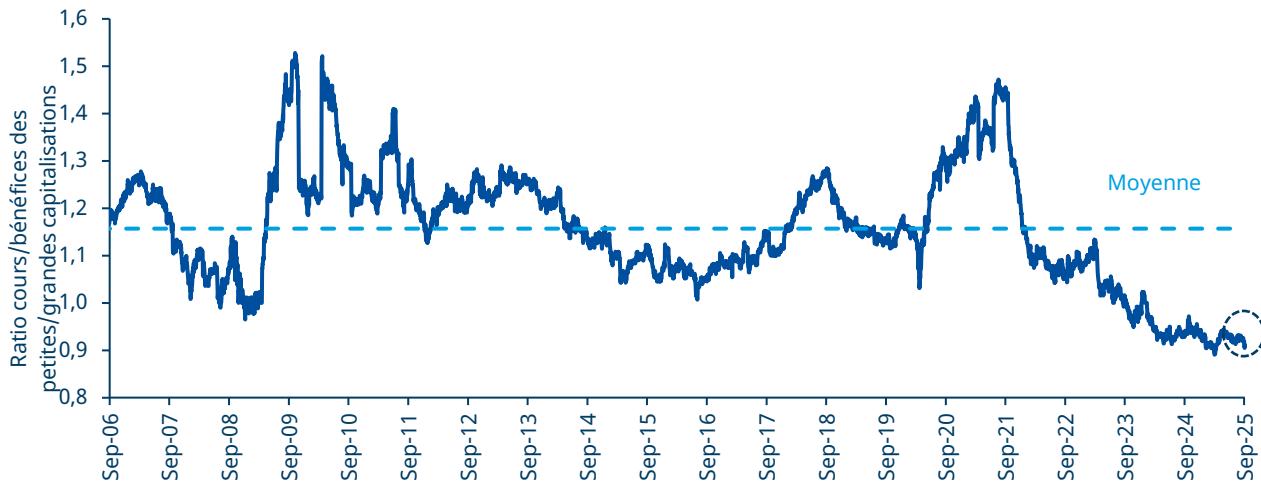
Convictions mondiales

- Nous pensons que les valorisations américaines sont préoccupantes et préférons éviter les segments technologiques très coûteux.
- En Europe, nous restons constructifs, notamment sur le segment des petites et moyennes capitalisations, compte tenu de leur exposition aux marchés intérieurs et de valorisations attractives par rapport aux grandes capitalisations. Nous maintenons également notre positionnement sur le Royaume-Uni compte tenu des valorisations et des dividendes élevés qu'on y trouve, même si nous gardons un œil sur la dynamique du déficit dans le pays.
- Au Japon, nous recherchons des entreprises internationales de qualité et restons optimistes quant au thème de réforme des entreprises. Nous apprécions également les petites capitalisations, compte tenu de la solidité de leurs bénéfices et de leurs niveaux de valorisation.

Convictions sectorielles et de style

- Nous conservons notre opinion « barbell » et privilégions les sociétés défensives et les valeurs cycliques de qualité des secteurs de l'industrie et des matériaux avec une exposition au marché intérieur.
- Aux États-Unis, les effets des droits de douane sur les valeurs de croissance nous incitent à privilégier les segments « value ». Nous apprécions également les entreprises de qualité qui sont relativement protégées des politiques de Donald Trump. Dans le secteur financier, certaines grandes capitalisations bancaires pourraient bénéficier de la pentification de la courbe des taux, des changements réglementaires favorables et de la baisse des impôts.
- Des accès de volatilité à court terme devraient se manifester avant la fin de l'année. Par conséquent, nous sommes optimistes quant au facteur « faible volatilité ».

Valorisations attractives des petites vs grandes capitalisations européennes d'un point de vue historique



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 2 septembre 2025. PER = ratio cours/bénéfices prévisionnel à 12 mois

RÉDACTEURS

BARRY GLAVIN

RESPONSABLE DE LA PLATEFORME ACTIONS

MARCHÉS ÉMERGENTS

Retour des thèmes idiosyncrasiques des marchés émergents

Les thématiques spécifiques aux pays apparaissent à nouveau sur les marchés émergents : on observe une amélioration de l'environnement économique en Chine (les pressions extérieures se sont atténuées mais la demande intérieure reste faible) ou encore en Inde, tandis que le Brésil et l'Indonésie reviennent à l'avant-plan de la scène politique. Toutefois, la volatilité sur le front commercial reste un facteur dont il faut tenir compte dans les marchés émergents. Dans des pays comme l'Inde, les réformes fiscales internes sont de bon augure pour la consommation intérieure, qui est un pilier de la croissance.

Dans l'ensemble, compte tenu du ton conciliant de la Fed, les investisseurs internationaux devraient bénéficier d'une meilleure croissance des marchés émergents et d'une dynamique bénéficiaire positive qui leur permettra de se diversifier en dehors des États-Unis. Cela dit, nous surveillons les risques géopolitiques et les évolutions sur le front commercial.

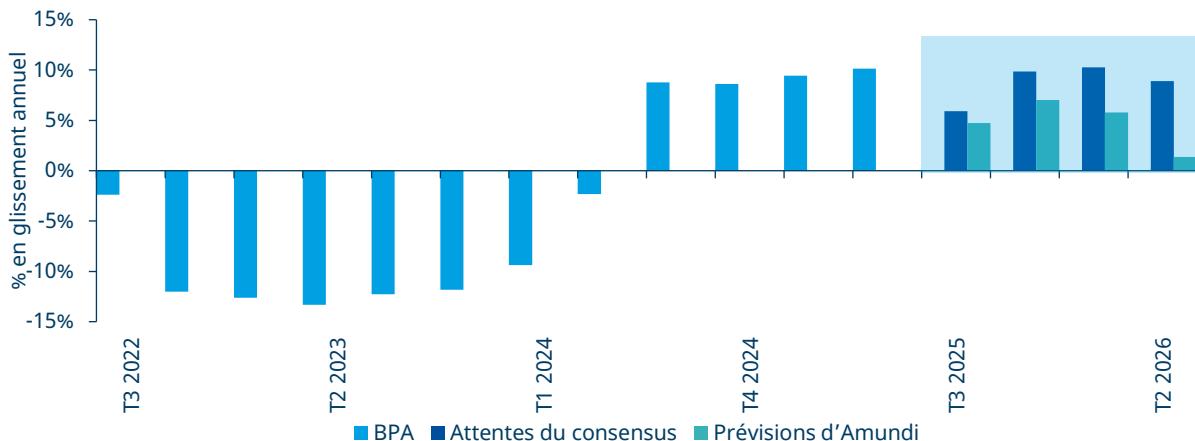
Obligations émergentes

- La baisse des taux aux États-Unis et le contexte d'inflation maîtrisée dans les pays émergents sont généralement favorables aux obligations de ces pays.
- Nous sommes notamment optimistes à l'égard de la dette en monnaie locale au Brésil, au Mexique et au Pérou. Nous apprécions également la Hongrie et l'Afrique du Sud, où les rendements réels sont attractifs et où l'action des banques centrales devrait avoir un impact favorable.
- Nous restons constructifs sur les obligations en devises fortes des pays d'Amérique latine et d'Europe, tout en adoptant une approche sélective. Nous reconnaissons que les valorisations se sont comprimées, mais nous pensons qu'il existe une marge de compression supplémentaire, en particulier sur le segment du haut rendement.
- En Asie, notre opinion neutre sur les emprunts d'État chinois reste inchangée et nous restons optimistes sur l'Inde.

Actions émergentes

- En Chine, même si nous reconnaissons que le sentiment s'améliore, nous restons neutres compte tenu des surcapacités persistantes dans de nombreux secteurs. Nous surveillons de près l'impact sur les bénéfices des entreprises des politiques anti-involution du gouvernement.
- Les valorisations indiennes sont désormais plus attractives et les prévisions de croissance des bénéfices sont également positives. Nous restons optimistes sur le thème structurel, même si des incertitudes persistent concernant les dépenses d'investissement privées et les droits de douane.
- Sur le plan régional, nous sommes optimistes quant à l'Amérique latine et aux pays émergents de la région EMOA. Les valorisations sont attractives au Brésil, mais nous surveillons la situation budgétaire et l'impact des droits de douane.

La dynamique des résultats des entreprises des marchés émergents est positive à court terme, malgré quelques divergences régionales



Source : Amundi Investment Institute, FactSet, Bloomberg, au 1er septembre 2025. Données trimestrielles pour l'indice MSCI Emerging Markets en USD. La partie grisée correspond aux prévisions, qui résultent de calculs internes.

RÉDACTEURS

YERLAN

SYZDYKOV

RESPONSABLE MONDIAL DES
MARCHÉS ÉMERGENTS

MULTI-ACTIFS

Appétit pour le risque et rotation vers les marchés émergents

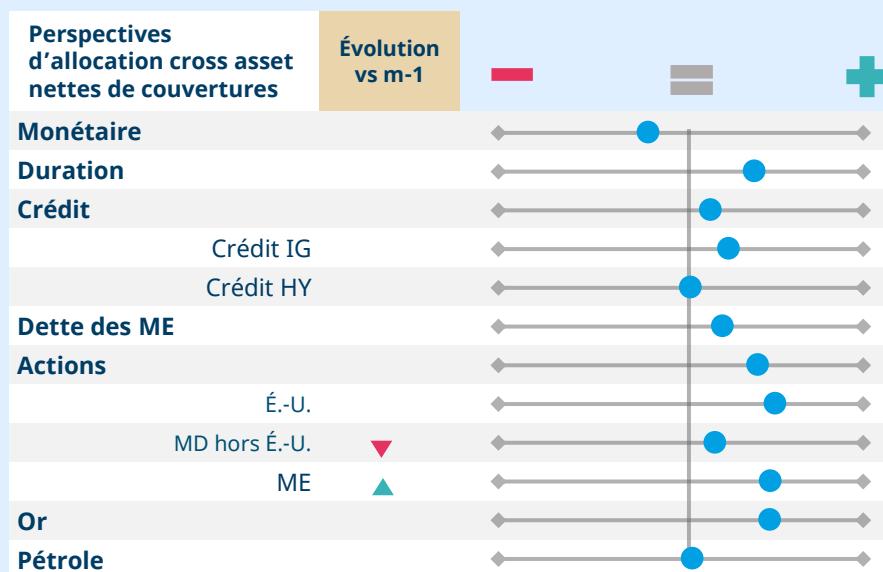
Au cours de l'été, nous n'avons pas observé de données macroéconomiques extrêmes en provenance des États-Unis ou de l'Europe, ce qui a permis aux marchés de rester relativement calmes. Nous avons toutefois constaté une détérioration du marché du travail américain alors même que la hausse des droits de douane américains s'est confirmée. Ces deux facteurs devraient exercer une pression sur la consommation. Nous confirmons notre scénario d'un ralentissement de la croissance aux États-Unis. En revanche, la politique monétaire devrait être accommodante tant dans l'UE qu'aux États-Unis. Par conséquent, nous sommes légèrement optimistes à l'égard des actifs risqués et notamment des marchés émergents et estimons qu'il faut mettre en place des mesures de protection sous la forme d'or (risques géopolitiques, détérioration budgétaire) et de couvertures des actions.

Nous sommes positifs sur les actions, y compris les actions américaines (en équilibrant les grandes et moyennes capitalisations) et, légèrement positifs sur le Royaume-Uni. Nous avons, en revanche, tactiquement rétrogradé l'Europe à neutre (où les droits de douane pourraient peser sur les bénéfices des entreprises) afin de renforcer nos positions dans les marchés émergents. Les pays émergents offrent un large éventail de marchés, comme l'Inde, et nous sommes plus optimistes à leur égard. Ils devraient bénéficier de l'affaiblissement du dollar et du ton accommodant de la Fed qui devrait bientôt baisser ses taux. Deuxièmement, même si nous restons optimistes sur la Chine, nous avons en partie déplacé notre positionnement de la Chine vers les autres ME. Les inquiétudes des régulateurs concernant le rebond marqué du marché dans le pays pourraient ouvrir la voie à une correction à court terme.

Nous restons optimistes sur les emprunts d'État des marchés développés depuis de nombreux mois dans un contexte de désinflation générale et d'assouplissement des politiques des banques centrales. Compte tenu des inquiétudes liées aux déficits budgétaires (notamment aux États-Unis), nous préférons rester sur le segment intermédiaire des courbes de taux (5 ans). Nous sommes également positifs sur la duration en Europe et au Royaume-Uni et voyons d'un bon œil les BTP italiens. Au Royaume-Uni, la croissance devrait être inférieure au consensus et le positionnement de la BoE devrait favoriser une certaine compression entre les Gilts et les bons du Trésor américain. Nous restons en revanche prudents sur les obligations d'État japonaises. Nous maintenons notre opinion légèrement positive sur les obligations IG européennes et des ME.

Au regard de la montée des risques de concentration, nous pensons qu'il est de plus en plus nécessaire de protéger les actions américaines et envisageons d'autres couvertures en cas de volatilité des actifs risqués. Sur le marché des changes, nous sommes prudents sur l'USD, mais positifs sur le NOK et le JPY. Dans les ME, nous privilégions les devises latino-américaines par rapport au CNY.

Perspectives Multi-Actifs d'Amundi*



▼ Baisse par rapport au mois dernier

▲ Housse par rapport au mois dernier

Source : Amundi, au 3 septembre 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.

RÉDACTEURS

FRANCESCO SANDRINI

RESPONSABLE DES STRATÉGIES MULTI-ASSET

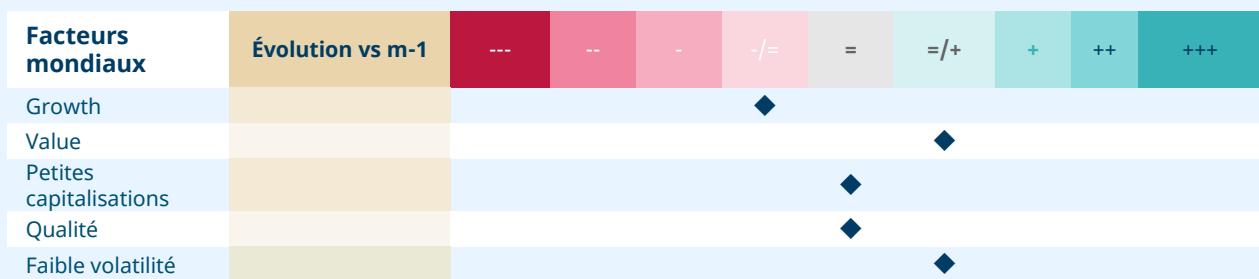
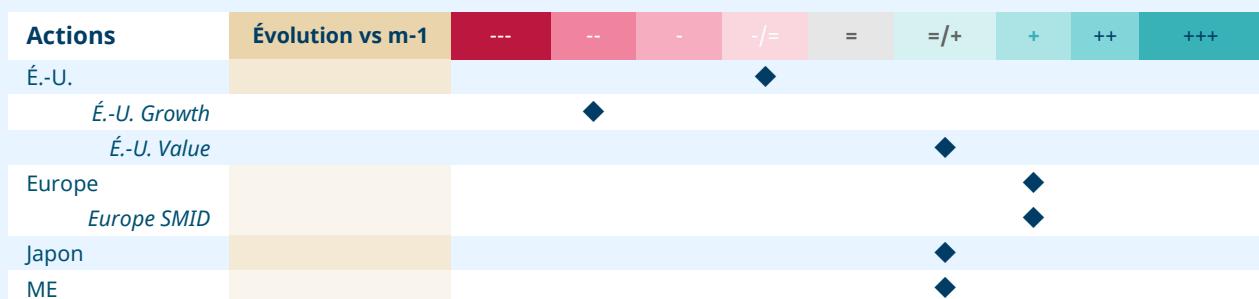
JOHN O'TOOLE

RESPONSABLE DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT MULTI-ASSET

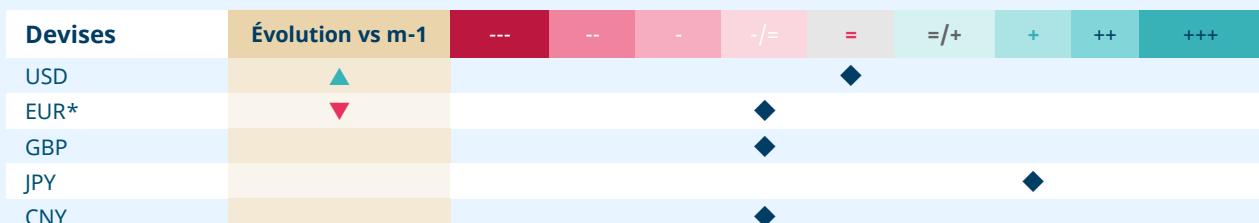
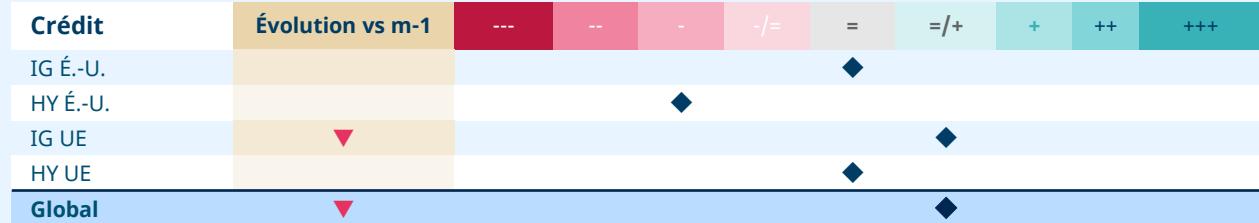
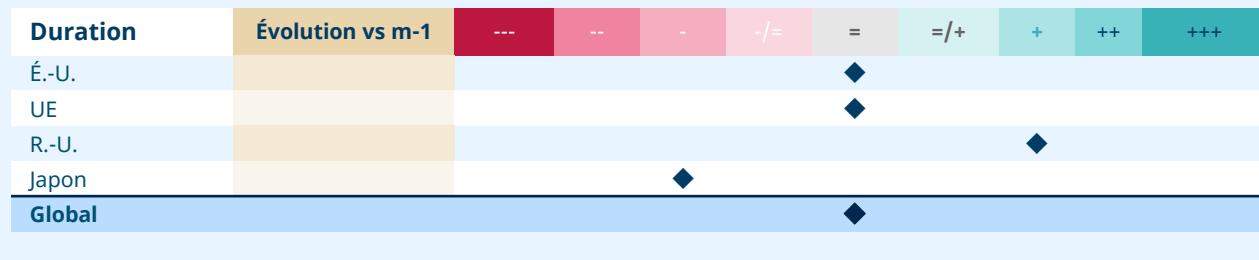
« Nous maintenons une position constructive sur le risque, mais il convient d'explorer les opportunités de rotation, notamment vers les pays émergents, à la lumière de l'évolution de l'environnement macro-économique. »

Opinions d'Amundi par classe d'actifs

Opinions sur les actions



Opinions sur les obligations

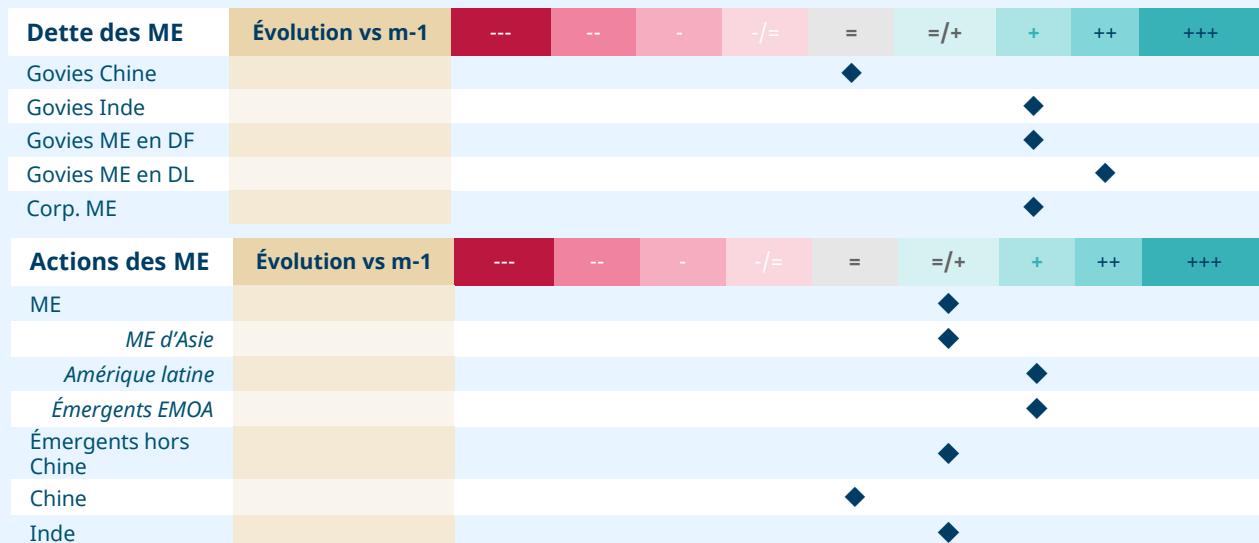


▼ Baisse par rapport au mois dernier

▲ Hausse par rapport au mois dernier

Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du **3 septembre 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 en matière de taux de change. *déclassement de =/+ à -/=

Opinions sur les marchés émergents



Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du **3 septembre 2025**.

▼ 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.msccibarra.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 7 septembre 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 tenue 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. Hypothèses sur les droits de douane au 28 août 2025. La valeur nominale des droits de douane des pays est ajustée en fonction des droits de douane sectoriels (article 232) et/ou des exemptions. Pour l'Inde, 25 % de droits de douane universels et 25 % de sanctions secondaires sur les importations russes de pétrole ; pour la Chine, 20 % lié au fentanyl et 10 % en droits réciproques. Droits de douane sectoriels sur le Canada et le Mexique uniquement pour les importations non conformes à l'AEUMC.

Date de première utilisation : 7 septembre 2025. DOC ID: 4285688

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.

CONTRIBUTEURS AII*

ALESSIA BERARDI

RESPONSABLE STRATÉGIE MACRO, ME

ANNA ROSENBERG

RESPONSABLE GÉOPOLITIQUE

ANNALISA USARDI

ÉCONOMISTE SENIOR, RESPONSABLE DE LA MODÉLISATION ÉCONOMIQUE AVANCÉE

ERIC MIJOT

DRESPONSABLE STRATÉGIE ACTIONS INTERNATIONALES

GUY STEAR

RESPONSABLE STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS

LORENZO PORTELLI

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE CROSS ASSET

MAHMOOD PRADHAN

RESPONSABLE MACROÉCONOMIE

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

RÉDACTEURS

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

RÉDACTEUR ADJOINT

CY CROSBY TREMMEL

INVESTMENT INSIGHTS, 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 15 septembre 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.

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 septembre 2025.

Identifiant du document : 4821795

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 - DMP

Amundi Investment Institute

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

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

Consultez les dernières mises à jour :



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

Retrouvez-nous sur



Visitez notre Centre de Recherche

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned