

Investment
Institute

Une étape importante pour l'Europe

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

MARS 2025 • Document réservé aux investisseurs professionnels

SOMMAIRE

THEME DU MOIS

De la morosité au dynamisme : L'Allemagne prête à soutenir la croissance de l'Europe 4

L'Ukraine et l'avenir de l'Europe 7

Une étape importante pour l'Europe 9

GLOBAL INVESTMENT VIEWS 10

Vues des CIO : Les marchés entre crainte et optimisme 12

Trois questions d'actualité 14

Multi-Asset : Composer avec l'incertitude en matière d'inflation 15

Obligations : Évolution rapide des anticipations de taux 16

Actions : Poursuite de la rotation du marché 17

Allocation d'actifs Amundi 18

SCÉNARIOS, RISQUES ET PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 19

Scenarios et risques 20

Prévisions macroéconomiques 21



**MONICA
DEFEND**
DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

“ Malgré une croissance atone, nous pensons que l'économie de la zone euro a le potentiel de se renforcer, grâce à la hausse des revenus, à la baisse des taux de la BCE, à l'épargne importante des ménages et au nouveau plan de l'Allemagne visant à augmenter les investissements publics. ”

“ Nous nous attendons à ce que les rotations actuelles du marché se poursuivent. En ce qui concerne les actions, nous restons prudents vis-à-vis des segments les plus surévalués du marché américain, et privilégions les opportunités en Europe et en Asie. ”



**VINCENT
MORTIER**
CIO GROUPE

THÈME DU MOIS

De la morosité au dynamisme : L'Allemagne prête à soutenir la croissance de l'Europe

AUTEUR

DIDIER BOROWSKIRESPONSABLE DE LA
RECHERCHE SUR LA
POLITIQUE
MACROÉCONOMIQUE,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

A RETENIR

La croissance de la zone euro reste faible, mais l'augmentation des revenus, la baisse des taux de la BCE et la forte épargne des ménages soutiennent un renforcement potentiel de l'économie. Les droits de douane américains constituent toujours une menace importante pour les industries européennes clés telles que l'automobile.

Les dépenses de défense de l'UE augmentent, mais elles profitent encore principalement aux États-Unis. La mise en place d'une industrie militaire européenne unifiée prendra des années, même avec un large consensus politique. Le programme industriel de défense européen (EDIP) vise à faire passer les achats en Europe à 50 % d'ici à 2030, mais les problèmes de financement et de coordination en font un objectif à long terme plutôt qu'une solution immédiate.

Le nouveau gouvernement allemand prévoit d'augmenter les investissements publics par le biais d'un fonds de 500 milliards d'euros et d'assouplir les contraintes de la dette sur les dépenses de défense. Cette expansion budgétaire pourrait donner une impulsion de 1,5 % à 2 % du PIB par an à partir de 2026, avec des retombées potentielles sur d'autres économies européennes.

Croissance faible à court terme, mais perspectives favorables

De nombreuses enquêtes suggèrent que la croissance économique dans la zone euro reste faible en ce début d'année, tandis que les conditions du marché du travail ont commencé à s'affaiblir dans plusieurs pays. Les données récentes indiquent également un ralentissement significatif des salaires, les entreprises prévoyant une augmentation moyenne de +3,3 % au cours des 12 prochains mois, contre +4,5 % sur la même période l'année dernière. Toutefois, les salaires devraient encore augmenter plus rapidement que les prix.

Malgré ces défis à court terme, la perspective d'une reprise est soutenue par plusieurs facteurs. L'augmentation des revenus réels, la baisse des taux de la BCE et la bonne santé des conditions financières des ménages sont autant de facteurs qui soutiennent la demande intérieure. L'épargne des ménages a notamment encore augmenté au cours des deux dernières années, le taux d'épargne moyen de la zone euro ayant progressé d'un point de pourcentage depuis la fin de l'année 2021 (à 15,3 %).

Toutefois, les droits de douane annoncés par les États-Unis à l'encontre du Mexique et du Canada constituent une menace qu'il convient de prendre au sérieux. L'augmentation des droits de douane pèserait lourdement sur l'industrie européenne (en particulier en Allemagne et en Italie) et sur le secteur automobile, qui serait l'un des plus exposés. Cette situation crée une grande incertitude pour la croissance européenne, car l'augmentation des droits de douane pourrait avoir de graves répercussions sur des secteurs clés.

Politique monétaire : la BCE devra continuer à assouplir les conditions monétaires

Bien que le débat soit focalisé sur les taux d'intérêt directeurs, il est important de surveiller également ce qui se passe au niveau du bilan de la BCE, qui continue de se réduire, avec une baisse de 25 % par rapport au pic atteint en 2022. Depuis décembre 2024, la BCE a cessé de réinvestir les obligations PEPP (Programme d'achats d'urgence face à la pandémie) arrivant à échéance. En pratique, cela signifie que les achats de la BCE diminueront de près de 500 milliards d'euros en 2025 par rapport à l'année dernière.

Les baisses de taux exercent une pression à la baisse, en particulier sur les taux d'intérêt à court terme, tandis que le resserrement quantitatif exerce une pression à la hausse sur les rendements à long terme. L'efficacité des baisses de taux sur l'assouplissement des conditions financières est limitée lorsque le bilan de la banque centrale se contracte en même temps. De plus, les prêts bancaires au secteur privé augmentent assez lentement.

Les prêts aux entreprises non financières ont augmenté de 2,0 % en glissement annuel en janvier, ce qui est nettement inférieur à leur taux de croissance moyen à long terme. Il en va de même pour les prêts au logement, qui n'ont augmenté que de 1,2 % en glissement annuel, contre une hausse annuelle moyenne de 5,1 %. Dans ce contexte, la BCE devrait maintenir une position accommodante pour soutenir la croissance économique.

Les dépenses de défense en Europe et en Allemagne peuvent-elles changer la donne ?

En 2024, l'UE consacrera 2 % de son PIB à la défense, contre 3,4 % pour les États-Unis. Au cours de la dernière décennie, les dépenses nominales de l'UE en matière de défense ont augmenté de plus de 220 %. Cette forte augmentation reflète le changement stratégique opéré par l'Europe à la suite de l'annexion de la Crimée par la Russie en 2014.

Conférence de Munich sur la sécurité : une nouvelle ère pour l'Europe

Le désengagement militaire annoncé des États-Unis marque le début d'une nouvelle ère, où l'Europe doit prendre en charge sa propre sécurité, ce qu'elle n'est pas encore tout à fait prête à faire. En 2024, l'Europe consacrera 2 % de son PIB à la défense, mais elle doit maintenant renforcer rapidement ses capacités militaires. **Il convient de noter que dans les années 1960, bien que protégée par la protection militaire assurée par les États-Unis, l'Europe consacrait entre 3 et 4 % de son PIB à la défense.**

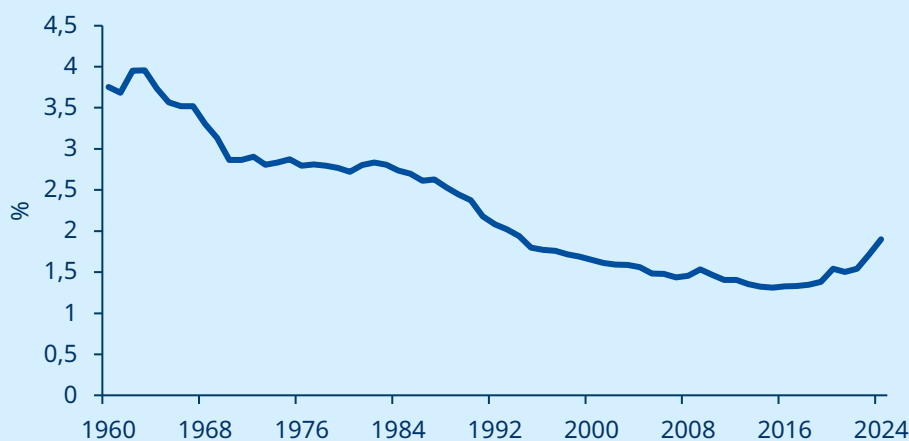
La Commission européenne (CE), à l'instar de la plupart des chefs d'État de l'UE, a présenté plusieurs propositions visant à aider les États membres (EM) à financer leurs engagements accrus en matière de défense. D'une part, l'activation de la **clause de sauvegarde nationale du Pacte de Stabilité et de Croissance permettra de financer les dépenses de défense au niveau national**. Cette mesure devrait permettre aux États membres d'allouer environ 650 milliards d'euros sur quatre ans à la défense, ce qui porterait les dépenses de défense à 3,5 % du PIB. Il est également prévu de mettre en place un mécanisme commun de 150 milliards d'euros structuré sous forme de prêts aux États membres. En théorie, ces initiatives **pourraient mobiliser 800 milliards d'euros pour la défense européenne**.

Cependant, de nombreux pays très endettés, comme la France, l'Italie et l'Espagne, auront du mal à s'engager dans de telles dépenses sans en réduire d'autres ou augmenter les impôts. Cela pourrait avoir des conséquences importantes sur la croissance économique et la stabilité sociale.

Le financement privé reste un enjeu majeur pour le secteur de la défense, en particulier pour les PME et les entreprises de taille moyenne, dont le développement est essentiel à la construction d'un écosystème militaire paneuropéen. Cependant, il est trop tôt pour compter sur la mobilisation de montants significatifs par ce biais. De plus amples informations seront probablement fournies dans le Livre blanc sur la défense, qui sera publié par la CE le 19 mars.

« Alors que les États-Unis se désengagent sur le plan militaire, il est urgent pour l'Europe de renforcer sa propre défense, mais les niveaux élevés d'endettement et les problèmes de financement pourraient ralentir les progrès. »

Évolution des dépenses de défense de l'UE en % du PIB



Les dépenses de défense de l'UE ont augmenté de plus de 30 % entre 2021 et 2024, pour atteindre un montant estimé à 326 milliards d'euros en 2024 (environ 1,9 % du PIB de l'UE).

326 milliards €

Estimation des dépenses de défense des États membres de l'UE en 2024

Source : Agence Européenne de Défense. Décembre 2024

Quel sera l'impact sur la croissance du PIB ?

L'impact économique des dépenses de défense varie considérablement selon que les équipements militaires sont produits ou non localement. Aux États-Unis, l'effet multiplicateur est relativement élevé. En Europe, en revanche, il est généralement inférieur à 0,5, car une grande partie des biens de défense sont importés (la France semble bénéficier d'un effet multiplicateur plus élevés). **En 2023, 70 % des achats militaires des États membres de l'UE ont été effectués en dehors de l'UE, les États-Unis représentant plus de 60 % de ces importations.** En outre, moins de 20 % des investissements de l'UE en matière de défense ont été réalisés conjointement.

Pour résoudre ce problème, le programme industriel de défense européen (EDIP), présenté en mars 2024, vise à développer et à renforcer l'industrie militaire européenne. L'initiative encourage les États membres à acquérir conjointement des équipements de défense et à s'approvisionner à 50 % en Europe d'ici à 2030, puis à 60 % d'ici à 2035. L'idée est de mettre en place des chaînes d'approvisionnement paneuropéennes, mais il existe de nombreux obstacles dans la pratique.

Malgré la volonté politique, la construction d'une industrie européenne de défense unifiée prendra de nombreuses années. À moyen terme, la bonne nouvelle est que cela permettra à l'Europe de stimuler ses investissements technologiques et sa base industrielle. Mais à court terme, en l'absence d'un marché unique de la défense, une grande partie de l'augmentation des dépenses militaires de l'UE profitera principalement aux États-Unis. Cela pourrait permettre à l'Europe d'éviter une véritable guerre commerciale avec les États-Unis, à condition que Donald Trump s'abstienne de taxer les exportations européennes en retour.

« Étant donné qu'une grande partie des dépenses militaires européennes profite toujours aux États-Unis, les efforts visant à développer une industrie européenne unifiée de la défense mettront des années à se concrétiser. »

L'Allemagne : un cas particulier

Le 4 mars, la CDU et le SPD (les deux partis qui formeront la prochaine coalition gouvernementale en Allemagne) ont convenu de faire voter le Parlement sortant sur deux mesures clés :

1. Un fonds spécial doté de 500 milliards d'euros (11,6% du PIB de 2024), inscrit dans la constitution, pour des investissements publics en infrastructures sur 10 ans, dont 100 milliards seraient alloués aux différents États de la fédération allemande.
2. Une réforme de la règle du frein à l'endettement pour les dépenses de défense.

Il s'agit là d'un changement sans précédent. L'Allemagne est l'un des seuls pays de l'UE capable de financer une expansion budgétaire majeure par une augmentation de la dette. En pratique, ces propositions signifient que les dépenses de défense ne seront plus limitées ex ante, ce qui permettra à l'Allemagne d'atteindre son objectif de 3 % du PIB pour les dépenses de défense dès l'année prochaine.

Outre les dépenses de défense, les investissements dans les infrastructures publiques devraient augmenter d'environ 1 % du PIB par an au cours des prochaines années. Cela suffirait à résorber le retard d'investissement, qui s'est accumulé pour atteindre environ 15 % du PIB, d'ici à 2035. Contrairement aux effets multiplicateurs des dépenses de défense, les multiplicateurs fiscaux des investissements dans les infrastructures sont assez élevés (nettement supérieurs à 1), ce qui signifie que ces dépenses auront un impact plus important sur la croissance économique.

Au final, les propositions de la CDU et du SPD devraient relancer l'économie allemande, mais probablement pas avant 2026, compte tenu du temps nécessaire à leur mise en œuvre. Cependant, les propositions ne sont pas encore adoptées : le 10 mars, les Verts, dont les voix sont nécessaires pour atteindre la majorité des deux tiers au Bundestag, se sont opposés à la réforme du frein à l'endettement, susceptible d'obtenir des concessions dans d'autres domaines. La majorité des deux tiers au Bundesrat ne sera obtenue qu'avec le soutien de certains membres du parti politique « Freie Wähler ». Il est donc prématuré de considérer ces propositions comme acquises.

Par conséquent, nous maintenons nos prévisions de croissance pour l'Allemagne et, par extension, pour la zone euro cette année. Cependant, avec une relance des dépenses d'infrastructures de 1 % par an (50 milliards), combinée à une augmentation des dépenses de défense de 1 % à 1,5 % (pour atteindre un objectif compris entre 3 % et 3,5 % du PIB), nous estimons que le stimulus fiscal annuel pour l'Allemagne pourrait s'élever à 1,5 % à 2 % du PIB pendant plusieurs années, à partir de 2026.

Le rebond de la croissance allemande aura inévitablement des retombées sur ses partenaires commerciaux européens, mais cet impact devrait rester modeste, surtout si d'autres pays poursuivent en même temps l'assainissement de leurs finances publiques.

THÈME DU MOIS

L'Ukraine et l'avenir de l'Europe

AUTEUR

**ANNA
ROSENBERG**
RESPONSABLE
GÉOPOLITIQUE,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

La politique étrangère de l'administration Trump a radicalement changé la dynamique entre les États-Unis et leurs alliés, augmenté la pression sur l'Ukraine et adopté le discours de la Russie sur la guerre. En détaillant les différents scénarios pour les négociations de cette année, nous soulignons leurs implications non seulement pour l'avenir de l'Ukraine, mais aussi pour celui l'Europe.

Les dirigeants européens suivront probablement l'un des trois scénarios suivants en réponse à la nouvelle position des États-Unis : premièrement, ils peuvent se contenter de faire le minimum et espérer que tout aille bien ; deuxièmement, ils peuvent accepter l'affaiblissement de l'Ukraine et de l'UE ; ou troisièmement, ils peuvent relever cet enjeu et réduire leur dépendance à l'égard des États-Unis sur le plan de la sécurité.

Scénario 1 : L'Europe fait le strict nécessaire et espère que tout ira bien

Dans le premier cas, l'UE et le Royaume-Uni dépenseraient un peu plus pour la défense au fil du temps, tout en continuant à améliorer lentement les capacités de défense de l'UE et des pays individuels. Alors que l'Ukraine recevrait un soutien militaire plus important, les dirigeants européens finiraient par accepter que l'Ukraine reste vulnérable à une nouvelle agression russe. La protection des États-Unis, bien que vacillante, serait toujours considérée comme le principal pilier de la sécurité européenne.

Scénario 2 : Accepter l'affaiblissement de l'UE sur le plan géopolitique

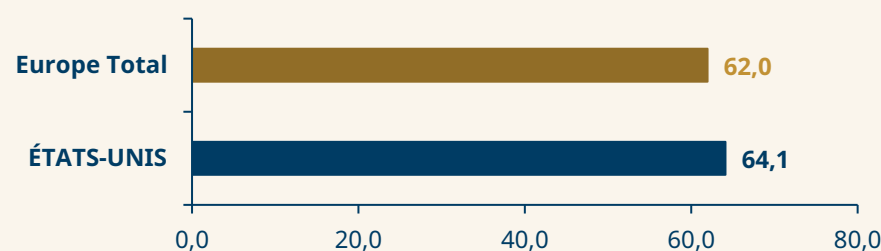
Dans ce cas, les dirigeants européens accepteraient que l'avenir de l'Ukraine soit entre les mains de la Russie (et de l'imprévisibilité des États-Unis). Certains pays essaieraient probablement de renouer des liens avec la Russie dans l'espoir de réduire le risque militaire qu'elle représente. L'UE serait considérablement affaiblie sur le plan géopolitique et les craintes concernant les intentions de Poutine au-delà de l'Ukraine persisteraient.

Scénario 3 : L'UE et le Royaume-Uni relèvent cet enjeu et renforcent leur rôle sur le plan géopolitique

Ce scénario impliquerait que les dirigeants européens, ou une coalition de pays volontaires suffisamment forte avec le soutien de l'UE, relèvent cet enjeu. Cela nécessiterait de faire des compromis, tels que la réorientation des dépenses sociales vers les dépenses de défense, qui devraient augmenter de manière significative pour rivaliser avec les États-Unis. En parallèle, Les Etats européens doivent rapidement coordonner et harmoniser leurs forces armées et leurs équipements et technologies militaires. Avec le temps, l'UE et le Royaume-Uni deviendraient une puissance géopolitique à part entière.

« Un scénario alternatif verrait les États-Unis faire marche arrière et doubler leur soutien à l'Ukraine, ce qui augmenterait les chances d'une guerre directe avec la Russie. »

Aide militaire à l'Ukraine (milliards d'euros)



Source : Amundi Investment Institute, d'après la base de données du Kiel Institute for the World Economy au 3 mars 2025.

Scénarios de négociation entre la Russie et l'Ukraine et implications pour le marché

Scénarios et évolutions possibles

Conséquences sur les marchés

1

La Russie et l'Ukraine acceptent un cessez-le-feu

Le cessez-le-feu est respecté

La Russie est réintégrée dans la communauté internationale et l'Ukraine se reconstruit



Positif pour les actifs à risque ; les actions ukrainiennes et des pays d'Europe centrale et orientale se comportent bien.

2

Refus de la Russie

Les États-Unis redoublent d'efforts pour soutenir l'Ukraine

La guerre se poursuit et une escalade est plus probable



Négatif pour les obligations ukrainiennes, léger recul des marchés d'Europe centrale et orientale

Les États-Unis se désintéressent & se désengagent du conflit

Divisions au sein de l'Europe, certains pays renforcent leur soutien, d'autres non

Il est plus probable que la Russie gagne des territoires

L'évolution des actifs européens dépend des dépenses budgétaires, le recul des marchés ukrainiens est plus important

L'Europe se mobilise pour remplacer les États-Unis

Soutien militaire et financier à l'Ukraine, la guerre continue

Défavorable pour les obligations ukrainiennes sur le court terme. Les actifs européens enregistrent de meilleurs résultats en raison de l'augmentation des dépenses budgétaires en matière de défense.

3

Refus de l'Ukraine

Les États-Unis se désintéressent & se désengagent du conflit

Divisions au sein de l'Europe, certains pays renforcent leur soutien, d'autres non ; déstabilisation politique de l'Ukraine plus probable

Il est plus probable que la Russie gagne des territoires

L'évolution des actifs européens dépend des dépenses budgétaires, le recul des marchés ukrainiens est plus important

L'Europe se mobilise pour remplacer les États-Unis

Soutien militaire et financier à l'Ukraine, la guerre continue

Défavorable pour les obligations ukrainiennes sur le court terme. Les actifs européens enregistrent de meilleurs résultats en raison de l'augmentation des dépenses budgétaires en matière de défense.

4

Désengagement des États-Unis

Divisions au sein de l'Europe Certains pays renforcent leur soutien, d'autres non

La déstabilisation politique de l'Ukraine est plus probable

Il est plus probable que la Russie gagne des territoires

Très négatif pour les obligations ukrainiennes. L'évolution des actifs européens dépend des dépenses fiscales.

L'Europe se mobilise pour remplacer les États-Unis

Soutien militaire et financier à l'Ukraine, la guerre continue



Défavorable pour les obligations ukrainiennes sur le court terme. Les actifs européens enregistrent de meilleurs résultats en raison de l'augmentation des dépenses budgétaires en matière de défense.

Source : Amundi Investment Institute. Données au 8 mars 2025. Ces scénarios sont les plus probables et ne sont pas exhaustifs.

ERIC
MIJOTRESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE ACTIONS
MONDE, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTEGUY
STEARRESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE POUR LES
MARCHÉS DÉVELOPPÉS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

THÈME DU MOIS

Une étape importante pour l'Europe

Au cours des deux dernières années, les marchés d'actions européens (STOXX Europe 600) ont sous-performé les indices américains et mondiaux (S&P 500 et MSCI ACWI). Cela s'explique en grande partie par la singularité des 7 Magnifiques. Toutefois, à la suite des bouleversements provoqués par les annonces de DeepSeek cette année, des inquiétudes sont apparues concernant les valorisations des méga-capitalisations, créant ainsi des opportunités pour d'autres actions et zones géographiques de rattraper leur retard. Jusqu'à présent, en 2025, l'Europe a surperformé les États-Unis et d'autres zones géographiques clés, et la croissance pourrait se poursuivre.

Les actions européennes en vedette

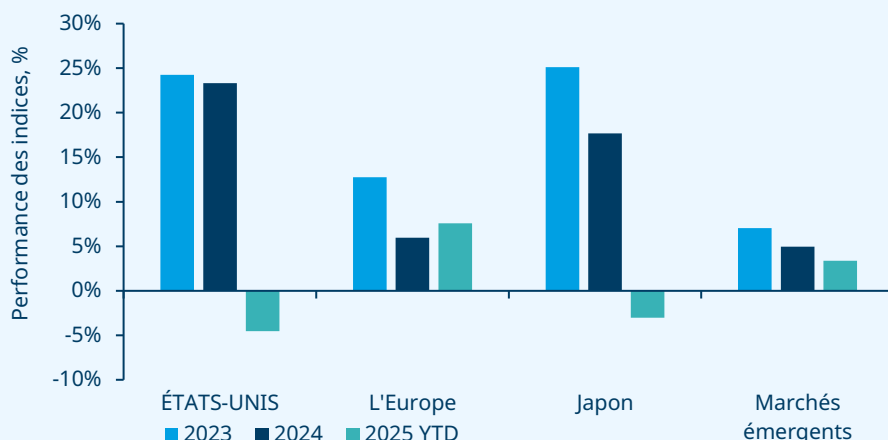
Malgré les inquiétudes liées aux droits de douane américains, à la guerre russo-ukrainienne et à l'évolution de la scène politique européenne, les actions européennes se comportent bien. Depuis l'investiture du président Trump, **l'Europe n'a pas encore été soumise aux droits de douane généralisés imposés au Canada, au Mexique et à la Chine**, ce qui a soutenu les marchés boursiers de la zone euro, car de nombreux analystes avaient craint le pire. Et bien que l'Europe ne soit pas à l'abri des droits de douane américains, nous nous attendons à ce que leurs impacts soient contenus puisque seulement 6 % des ventes des entreprises cotées en Europe pourraient potentiellement être affectées, si l'on exclut la production réalisée localement aux États-Unis et les services.

En ce qui concerne la guerre en **Ukraine**, un **cessez-le-feu** aurait trois implications : 1) un impact à la baisse sur les prix de l'énergie, auxquels l'Europe est très sensible ; 2) la reconstruction de l'Ukraine, estimée à 524 milliards de dollars selon la Banque mondiale, qui devrait bénéficier aux entreprises européennes ; 3) la nécessité de prendre des décisions structurelles en matière d'indépendance de la défense.

Enfin, l'accord entre la CDU/CSU et le SPD (en attente d'approbation) en vue d'un assouplissement majeur de la situation budgétaire de l'Allemagne entraînera une augmentation significative des dépenses en matière de défense et d'infrastructures et pourrait prolonger le rallye.

« La préférence relative pour l'Europe par rapport aux États-Unis reste pertinente, car les valorisations sont plus attrayantes et la relance budgétaire pourrait soutenir la dynamique des bénéfices. »

Performance des indices boursiers



Source : Amundi Investment Institute, Refinitiv, données au 11 mars 2025. US= S&P500 en USD, Europe= STOXX Europe 600 en EUR, Japon = Topix en JPY, EM et Pacific ex Japan sont des indices MSCI en USD. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

Les valorisations relatives de l'Europe par rapport aux États-Unis restent très attractives



Source : Amundi Investment Institute, Refinitiv, données au 11 mars 2025. Le graphique présente le rapport entre le ratio cours/bénéfice (PER) du MSCI Europe et du MSCI USA. sd= écart-type. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

Potentiel de croissance supplémentaire

Depuis la crise financière mondiale de 2008, ce type de rebond du marché européen par rapport au marché américain s'est produit à quatre reprises, et a duré entre quatre et douze mois, entraînant une surperformance des indices de 9 à 22 %.

Le rallye actuel du STOXX Europe 600 a surperformé le S&P500 d'environ 12% depuis le début de l'année. Malgré ce fort rebond, la différence de valorisation entre les actions européennes et américaines est encore significative, se situant à deux écarts-types en dessous de la moyenne historique depuis 1988 (voir le graphique ci-dessus).

Toutefois, au-delà d'une réévaluation, la transformation de ce rebond en une **surperformance sur le long terme nécessiterait une amélioration de la croissance des bénéfiques** ; actuellement, le consensus sur l'Europe reste inférieur à celui d'autres zones géographiques, telles que les États-Unis, le Japon et les pays émergents.

L'exposition aux marchés européens est pertinente et peut se faire avec un **biais procyclique tout en évitant l'exposition aux hausses des droits de douane**. En termes de style, les valeurs de moyenne capitalisation complètent cette approche avec d'autres avantages, notamment des valorisations plus faibles, une croissance des bénéfiques plus forte que celle des grandes capitalisations, des réductions d'impôts potentielles en Allemagne et les bénéfiques de la reconstruction de l'Ukraine. En termes de secteurs, **nous privilégions les banques** (en raison de la pentification de la courbe des taux), les éditeurs de **logiciels** (qui sont à l'abri des droits de douane), et les secteurs de **l'aérospatial et de la défense** (soutenus par des dépenses structurellement plus élevées).

Opportunités en Europe au-delà des actions

Les rendements européens ont augmenté, tandis que les rendements américains ont baissé au cours du mois dernier, ce qui a conduit le *spread* entre les obligations d'État à 10 ans américaines et allemandes à son niveau le plus bas depuis juillet 2023. L'évolution récente des rendements obligataires semble trop importante par rapport aux conditions actuelles des marchés, mais les fondamentaux ont changé. Les risques pesant sur la croissance américaine ont augmenté, tandis que les perspectives de croissance - et les émissions obligataires attendues - ont augmenté en Europe.

Les obligations européennes peuvent être soutenues par la politique monétaire. Nous nous attendons à ce que la BCE continue de réduire ses taux d'intérêt et nous estimons que la Fed ne le fera pas avant le mois de mai. Par conséquent, le *spread* des taux directeurs pourrait augmenter (bien que temporairement) jusqu'à 225 points de base (pbs), faisant passer le *spread* des obligations d'État américaines et allemandes à 2 ans de 170 à 180 pbs et l'écart pour celles à 10 ans de 135 à 160 pbs.

Les marchés obligataires périphériques pourraient offrir des opportunités encore plus importantes. Les mesures ambitieuses prises par le nouveau gouvernement allemand en matière de dépenses d'infrastructure et de défense devraient trouver un écho sur d'autres marchés. Néanmoins, l'augmentation des dépenses allemandes - et la forte croissance en Europe du Sud et de l'Est - impliquent toujours un resserrement continu des *spreads* espagnols, italiens et d'autres pays européens par rapport à l'Allemagne dans le segment des obligations à 5-10 ans de la courbe.

GLOBAL
INVESTMENT
VIEWS



Les marchés entre crainte et optimisme

En février, les marchés ont montré que l'optimisme était de mise : malgré les annonces de nouvelles surtaxes douanières, les risques d'inflation et le bouleversement engendré par DeepSeek, le sentiment positif continue de prévaloir. En Europe, les actions ont atteint de nouveaux sommets historiques et, aux États-Unis, on constate un élargissement du rallye boursier, la prédominance des « sept magnifiques » commençant peut-être à s'estomper. Cependant, l'incertitude reste à des niveaux extrêmes, de nouvelles craintes ayant fait surface après la publication de données économiques américaines médiocres et d'un IPC plus élevé que prévu en janvier, ce dernier enregistrant sa plus forte hausse en un an et demi. Pour évaluer si l'optimisme qui règne actuellement sur les marchés peut se maintenir, nous nous concentrons sur les thèmes suivants :

- **Tout d'abord, l'inflation est la principale préoccupation**, le marché y étant toujours très sensible, ce qui pourrait s'avérer un défi de taille pour D. Trump. De récentes enquêtes de consommation mettent en évidence une incertitude croissante, les anticipations d'inflation à long terme des consommateurs atteignant 3,3 %, leur plus haut niveau depuis 2008, avec la plus forte dispersion depuis les années 1980.
- **Deuxièmement, la croissance mondiale devrait se stabiliser** à mesure que l'inflation baisse progressivement, mais **l'incertitude politique engendrée par l'arrivée de D. Trump est une source de risques supplémentaires**.
- **Troisièmement, la zone euro bénéficie de la politique plus lisible de la BCE**. Le soutien budgétaire en Allemagne après les élections et une éventuelle augmentation des dépenses de défense sont des thèmes majeurs à surveiller.
- **Enfin, la Chine reste déterminée à éviter une guerre commerciale aux conséquences désastreuses**, comme en témoigne sa réponse mesurée aux surtaxes douanières imposées par D. Trump.

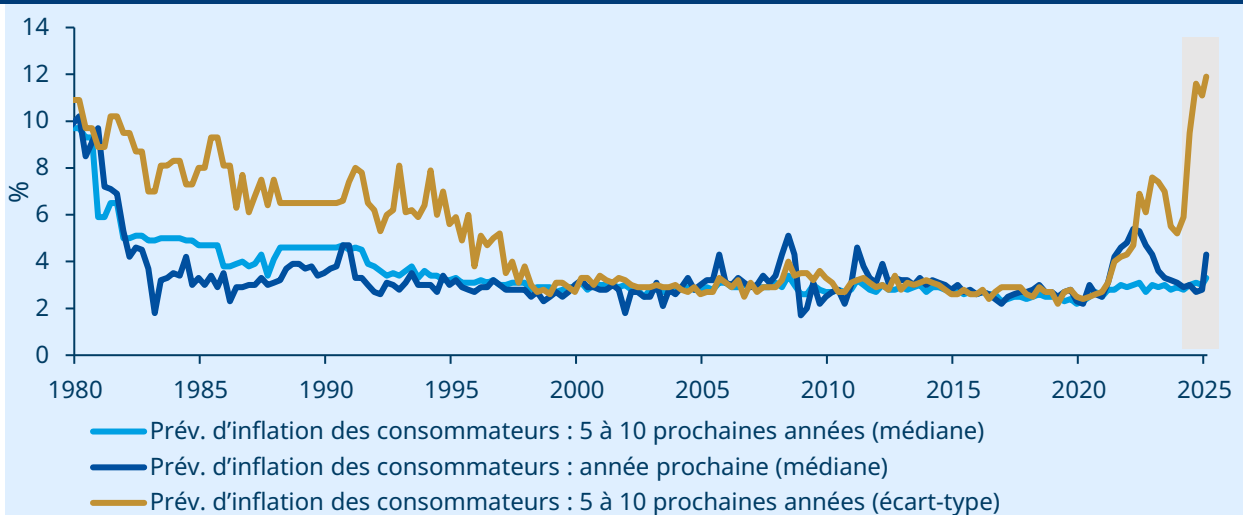


VINCENT MORTIER
CIO GROUPE



MONICA DEFEND
DIRECTRICE D'
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

Les anticipations d'inflation des consommateurs augmentent et se dispersent



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Les données se réfèrent aux enquêtes de consommation de l'Université du Michigan. Données au 20 février 2025.

Dans ce contexte, les actifs risqués continuent de bénéficier d'un certain soutien, mais la complaisance observée dans quelques secteurs incite à se tourner vers de nouvelles opportunités plus intéressantes, tout en s'attachant résolument à bien diversifier ses placements.

- **En ce qui concerne les obligations, nous maintenons une approche active et tactique de la durée. En zone euro, où la croissance est en retard, nous nous attendons à ce que la BCE continue de baisser ses taux.** Aux États-Unis, la réévaluation des taux de la Fed a été rapide : nous continuons d'anticiper des baisses de taux en 2025 et nous pensons que la probabilité d'une hausse des taux de la Fed est très faible pour l'instant, dans un contexte de politique déjà restrictive et de contexte budgétaire relativement calme. En ce qui concerne le **crédit mondial**, les perspectives sont positives et soutenues par une combinaison d'activité économique résiliente, de modération de l'inflation et de politique monétaire moins restrictive aux États-Unis et dans la zone euro. Nous privilégions les obligations d'entreprises européennes de qualité IG, tout en restant prudents sur le haut rendement américain en raison de valorisations élevées.
- **Exploiter l'élargissement du rebond des actions.** Nous sommes plus positifs sur la zone euro, que ce soit par rapport aux États-Unis, en raison de ses valorisations plus intéressantes, ou par rapport au Royaume-Uni, où les perspectives économiques sont plus faibles. En Europe, nous recherchons des entreprises présentant des bilans et un *pricing power* solides. Aux États-Unis, nous recherchons les opportunités au-delà des méga capitalisations. Nous privilégions les banques et le secteur des matériaux et recherchons des entreprises tournées vers le marché intérieur qui sont bien placées pour bénéficier des allègements fiscaux et des assouplissements réglementaires attendus.
- **Sur les ME, nous maintenons une position globalement neutre, en raison des évolutions macroéconomiques et géopolitiques en cours.** Nous sommes devenus plus optimistes sur l'Inde après la récente correction qui a détendu les valorisations et compte tenu de signes indiquant que les révisions de bénéfices pourraient avoir passé le creux de la vague.
- **Gestion cross-asset :** Nous conservons une **opinion positive sur les actifs risqués**, avec une position constructive sur les actions et le crédit, tout en procédant à des rotations internes pour saisir les opportunités. Nous sommes notamment devenus **plus optimistes sur les actions européennes**, mais sommes passés de positifs à **neutres sur les actions japonaises**, car nous ne voyons pas de catalyseurs immédiats de croissance (contexte de yen plus fort et volatilité potentielle). Afin d'améliorer la résilience globale de l'allocation face à des scénarios défavorables, nous maintenons certaines couvertures sur les actions et la durée, tout en conservant **une attitude positive envers l'or**.

Malgré la forte incertitude, le contexte reste favorable aux actions. Dans ce domaine, nous privilégions les opportunités en Europe susceptibles de bénéficier d'un possible cessez-le-feu en Ukraine et de meilleures valorisations qu'aux États-Unis.

Sentiment de risque global

Aversion

Appétit



La position globale en matière de risque reste légèrement positive, avec quelques rotations parmi les actions et une position globalement positive sur la durée.

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.

Changements par rapport au mois dernier

- Obligations : nous avons procédé à quelques ajustements tactiques de notre position sur la durée au cours du mois.
- Cross-asset : nous sommes devenus plus positifs sur les actions européennes tout en passant à une position neutre sur les actions japonaises.

Trois questions d'actualité

1

Que pensez-vous des droits de douane réciproques de D. Trump ?

Le 13 février, D. Trump a annoncé la mise en place du « *Fair and Reciprocal Trade Plan* » (Plan de commerce juste et réciproque), visant à corriger les déséquilibres dans les relations commerciales des États-Unis et à contrer les accords commerciaux non réciproques. Toutefois, la mise en œuvre concrète de ces mesures est loin d'être assurée, notamment en raison de la difficulté d'obtenir des données bilatérales à jour, précises et cohérentes en matière de droits de douane. Compte tenu des répercussions de la hausse des droits de douane, nous avons récemment revu légèrement à la baisse les prévisions de croissance aux États-Unis et revu à la hausse les projections d'inflation. Cela ne modifie pas la trajectoire d'atterrissage en douceur, mais ramène l'économie américaine à une tendance plus rapide, la rendant moins « exceptionnelle » par rapport aux autres.

Conséquences en matière d'investissement

- Maintien d'une position diversifiée sur les actions mondiales
- Positif sur l'or

2

Comment analysez-vous les dernières évolutions de l'inflation aux États-Unis ?

Les dernières données de l'IPC montrent que l'inflation persiste, avec un indice global en hausse à 3,0 % et un indice sous-jacent à 3,3 % en variation annuelle. Ce premier rapport sur l'inflation de l'année pourrait refléter certains effets saisonniers, ainsi que les hausses de prix annuelles qui interviennent généralement en début d'année. Toutefois, malgré ces effets saisonniers, nous prévoyons que l'IPC global restera autour de 2,6 % au premier semestre et qu'il augmentera à 2,9 % au second semestre, avec des risques à la hausse à moyen terme en raison de la forte demande des consommateurs et de l'arrêt de la désinflation des coûts du logement. D'une manière générale, nous estimons que la Fed ne se pressera pas pour baisser ses taux et qu'elle fera une pause ce trimestre pour observer les répercussions économiques des nouvelles mesures prises par l'administration américaine.

Conséquences en matière d'investissement

- Gestion tactique de la duration, privilégiant le segment intermédiaire de la courbe américaine

3

Que pensez-vous du budget de l'Inde pour 2025-2026 ?

Le budget actualisé de l'Inde met l'accent sur l'assainissement des finances publiques. Le déficit budgétaire pour l'exercice 2026 prévoit une réduction du déficit budgétaire à 4,4 % du PIB, contre 4,9 % actuellement. La structure de l'impôt sur le revenu a été révisée afin d'augmenter le revenu disponible de la classe moyenne, tandis que les subventions alimentaires devraient augmenter. Un renforcement des programmes ruraux devrait améliorer les conditions économiques dans les zones rurales. Dans la foulée de cette annonce, la RBI a réduit son taux directeur de 25 points de base, à 6,25 %, afin de soutenir la croissance économique.

Conséquences en matière d'investissement

- Maintien d'une position stratégique positive sur les actions indiennes

La Fed est confrontée à des perspectives incertaines, avec un déficit budgétaire attendu à un niveau élevé et d'éventuels chocs sur l'offre de main-d'œuvre, qui pèseront sur les perspectives d'inflation et de croissance.



* 2 % est le résultat d'hypothèses provisoires sur le changement des politiques américaines encore inconnues au moment de la rédaction.

MULTI-ASSET

Composer avec l'incertitude en matière d'inflation

Nous anticipons des perspectives économiques globalement favorables, même si les données du quatrième trimestre ont révélé des tendances divergentes entre les économies. Aux États-Unis, la croissance s'est avérée solide, portée par une consommation des ménages soutenue, tandis qu'en Europe, elle a enregistré une dynamique plus faible. En raison de l'incertitude liée aux conflits commerciaux, la croissance mondiale se heurte à des risques baissiers et les banques centrales ont commencé à agir de manière asynchrone. La Fed est temporairement en pause, la BCE est déterminée à suivre une trajectoire bien définie vers la neutralité et la BoJ devrait relever ses taux en 2025. De manière générale, malgré des conditions macroéconomiques, de crédit et de liquidité encore raisonnablement favorables, nous restons attentifs aux risques d'inflation et de révision des bénéfices au second semestre. Nous privilégions donc une allocation légèrement pro-risque avec des couvertures et de l'or.

Nous conservons une vision constructive des actions, mais avec quelques ajustements, car le contexte reste favorable aux actifs risqués. En ce qui concerne les actions, **nous avons encore renforcé notre positionnement positif dans la zone euro**, soutenu par une BCE accommodante et des valorisations relativement attractives, tout en **abaissant notre positionnement sur les actions japonaises** à neutre en raison des anticipations de renforcement du yen. La prime de croissance continue de favoriser les ME, en particulier la Chine, où les politiques de croissance et de relance devraient atténuer l'impact des surtaxes douanières.

En ce qui concerne les obligations, nous restons optimistes sur les bons du Trésor américain à 2 ans et maintenons nos prévisions de pentification du segment de 5 à 30 ans de la courbe des rendements. Nous restons également optimistes sur les taux de l'UE, mais **nous sommes devenus moins optimistes sur les taux du Royaume-Uni**, car nous estimons désormais que la sous-évaluation est moins marquée. Nous restons prudents sur les JGB japonaises, tout en maintenant notre position positive sur les BTP italiens par rapport aux Bunds allemands. Nous continuons de considérer **le crédit IG européen comme le segment le plus prometteur du marché du crédit**, tout en restant neutres sur la dette des ME en devises fortes comme en monnaie locale.

Afin de se couvrir contre les risques géopolitiques et la volatilité liée à l'inflation, nous pensons que les investisseurs ont intérêt à envisager une couverture des actions aux États-Unis, où les valorisations semblent excessives, et une couverture de la duration pour gérer le risque d'inflation, tout en maintenant une allocation à l'or.

RÉDACTEURS

FRANCESCO SANDRINI

RESPONSABLE DES STRATÉGIES MULTI-ASSET

JOHN O'TOOLE

RESPONSABLE DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT MULTI-ASSET

Nous restons optimistes quant aux opportunités en Europe, tout en nous protégeant activement contre les risques d'inflation et l'incertitude géopolitique.

Convictions cross-asset d'Amundi

		---	--	-	=	+	++	+++	
Actions	MD					◆	◆	◆	◆ Position actuelle ◆ Changement vs mois dernier
	ME				◆	◆			
Crédit						◆			
Duration	MD					◆	◆	◆	
	ME				◆				
Pétrole						◆			
Or						◆			

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+++). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. FX = devises, BTP = obligations d'État italiennes, BoJ = Banque du Japon, JGB = obligations d'État japonaises, BoE = Banque d'Angleterre. Pour d'autres définitions et abréviations de devises, veuillez consulter la dernière page du présent document.

OBLIGATIONS

Évolution rapide des anticipations de taux

En 2025, l'impact sur l'inflation et la croissance des politiques de D. Trump est la principale préoccupation en termes d'évaluation de la trajectoire de la Fed. Après les craintes initiales d'inflation plus élevée, les marchés ont désormais commencé à intégrer le risque de déception en matière de croissance. Cela a entraîné une réévaluation forte et rapide des attentes du marché concernant la trajectoire de la Fed. Ces mouvements de marché importants invitent à maintenir **une position active sur la durée et à rechercher des opportunités dans tous les domaines**. De manière générale, nous maintenons notre positionnement positif sur la durée et le crédit, avec une préférence pour les titres de qualité supérieure et les échéances plus courtes. Sur les ME, nous restons globalement neutres, avec une préférence pour la dette en devises fortes par rapport à la dette en devises locales.

Obligations mondiales et européennes

- Nous sommes globalement positifs sur la durée. Depuis le début de l'année, nous sommes d'abord devenus plus constructifs sur la durée européenne et, plus récemment, nous avons commencé à nous rapprocher de la neutralité. Nous restons prudents sur la durée de la dette en JPY, car la BOJ a annoncé de nouvelles hausses à venir.
- Nous sommes **positifs sur le crédit**. Nous restons optimistes sur les valeurs financières européennes et davantage sur celles de qualité IG que HY.
- En ce qui concerne les devises, **nous privilégions le JPY et l'US dollar et avons revu à la hausse notre positionnement sur la GBP, qui est désormais positif**. Nous restons prudents sur l'EUR et le CNY.

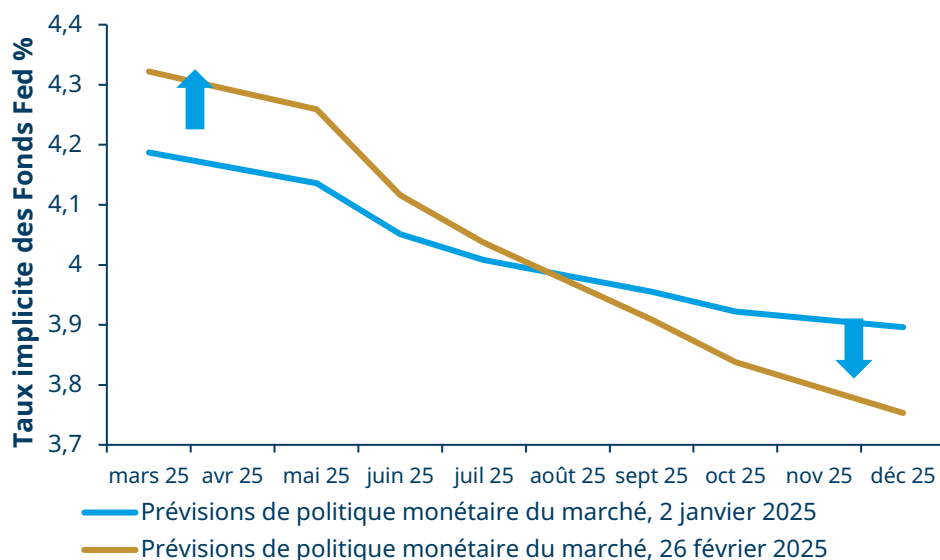
Obligations américaines

- **Nous restons tactiques sur la durée** et continuons de privilégier les maturités intermédiaires qui offrent un couple rendement/risque raisonnable.
- Côté crédit, nous privilégions les signatures de qualité supérieure et nous nous orientons vers des émetteurs présentant des courbes de maturité plus courtes. Nous continuons de **privilégier les valeurs financières par rapport aux industrielles, mais dans une moindre mesure que le mois dernier**.
- Nous continuons de **privilégier les alternatives HY**, telles que les *leveraged loans*, car les spreads sont à leur plus bas de plusieurs années et la valorisation des rendements n'est pas si intéressante.

Obligations des ME

- Nous maintenons une **position neutre sur la durée**, avec une tendance à l'allonger en cas de correction.
- **En ce qui concerne les titres en devises fortes, nos perspectives restent constructives, mais nous restons sélectifs**.
- En ce qui concerne les devises locales, nous sommes très sélectifs, privilégiant les pays qui disposent d'une plus grande marge de manœuvre en matière de politique monétaire et explorant certaines opportunités tactiques, comme le peso mexicain.
- **Nous restons constructifs sur le crédit, en particulier sur le segment HY**, car nous n'anticipons pas d'élargissement significatif des spreads.

Forte réévaluation par le marché de la trajectoire des taux de la Fed (pour le marché à terme)



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 26 février 2025. Les données reflètent les prévisions de taux pour 2025 en fonction des contrats à terme.

RÉDACTEURS

**AMAURY
D'ORSAY**

RESPONSABLE
OBLIGATIONS

**YERLAN
SYZDYKOV**

RESPONSABLE
MONDIAL DES MARCHÉS
ÉMERGENTS

**MARCO
PIRONDINI**

DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS AUX
ÉTATS-UNIS

ACTIONS

Poursuite de la rotation du marché

La surperformance des États-Unis se maintient depuis un bon moment, avec une hausse plus rapide depuis 2023, portée par l'engouement autour de l'IA. Toutefois, les premiers mois de 2025 ont marqué une pause dans cette tendance, les marchés internationaux, en particulier l'Europe, surperformant les États-Unis, où les secteurs présentant des valorisations excessives pourraient faire l'objet d'une réévaluation. L'incertitude importante en matière de surtaxes douanières, les progrès de l'IA et les risques encore élevés de concentration sont autant de facteurs **faisant de la diversification le thème principal du marché**. Les révisions de bénéfices et l'amélioration du moral des investisseurs continuent de soutenir les actions européennes, dont les valorisations restent relativement attractives. Les marchés émergents d'Asie offrent également des opportunités, l'Inde étant plus attractive après la récente correction.

Actions européennes

- **L'élargissement du marché reste très favorable aux actions européennes.** Les marchés continueront de surveiller l'impact potentiel des politiques de D. Trump.
- En Europe, nous nous concentrons sur les **entreprises résilientes, dont le modèle économique n'est pas remis en cause, présentant un bilan solide.**
- Nous restons prudents sur les secteurs de l'industrie et de la technologie et avons renforcé notre prudence sur les télécommunications. Nous maintenons un positionnement positif sur la consommation non cyclique et la santé, tout en cherchant à saisir les opportunités dans le luxe.

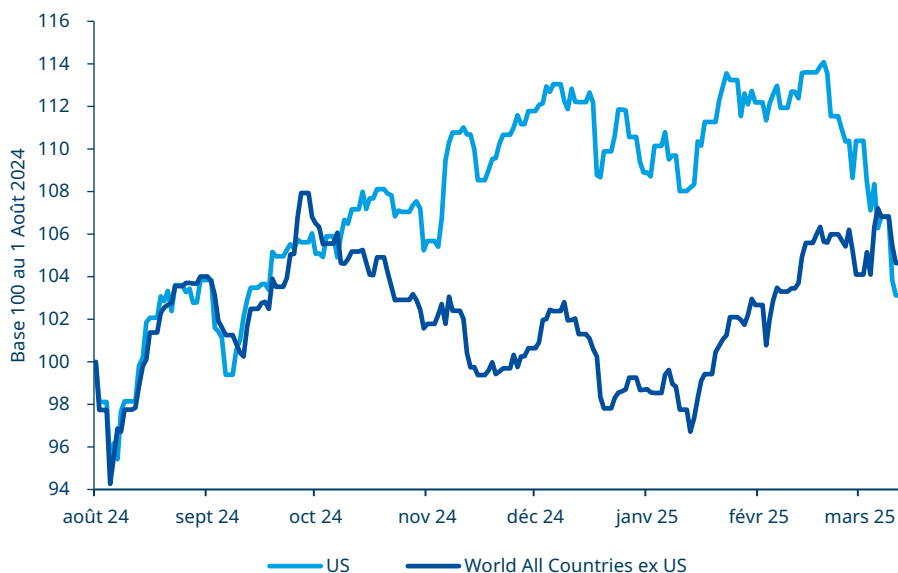
Actions mondiales et américaines

- Nous nous concentrons sur les actions dont la **dynamique de bénéfices est stable et dont la rentabilité du capital investi est élevée.** Les actions américaines restent globalement chères, la **prise de distance par rapport aux méga capitalisations** contribuant toujours à atténuer les fluctuations des valorisations induites par les revirements de l'appétit pour le risque.
- Nous restons concentrés sur les entreprises qui **bénéficieront des politiques de D. Trump.**
- Nous sommes prudents sur les secteurs de la technologie et de la consommation et privilégions les matériaux et les financières, telles que les banques susceptibles de bénéficier de la hausse de la courbe des taux.

Actions des ME

- Sur les **actions des ME**, un dollar plus faible et un ralentissement marqué de l'économie américaine soutiennent une position plus positive à l'avenir.
- **Nous avons revu à la hausse notre opinion positive sur l'Inde** après la récente correction et les signes de stabilisation des révisions. Nous restons positifs en Indonésie, tandis que nous sommes prudents sur Taiwan où la croissance est incertaine.
- **Au niveau sectoriel, nous privilégions l'immobilier et la consommation non cyclique**, qui offrent une stabilité des bénéfices à un prix raisonnable.

Performance des États-Unis par rapport au reste du monde



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 11 mars 2025. Indices MSCI Total Return en USD.

RÉDACTEURS

BARRY GLAVIN

RESPONSABLE DE LA
PLATEFORME DE
GESTION ACTIONS

YERLAN SYZDYKOV

RESPONSABLE MONDIAL
DES MARCHÉS
ÉMERGENTS

MARCO PIRONDINI

DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS AUX
ÉTATS-UNIS

OPINIONS

Allocation d'actifs Amundi

Focus ce mois-ci

- **Le crédit est attractif dans la recherche de revenu** : les fondamentaux des entreprises sont solides et les entreprises améliorent leur profil de crédit. Les facteurs techniques favorables, notamment les rendements plus élevés qui attirent les investisseurs en quête de revenu et l'offre nette limitée, stimulent la demande.

Actions et facteurs mondiaux

Régions	Evolution vs m-1	--	-	=	+	++
États-Unis	▼			◆		
Europe	▼				◆	
Japon	▼			◆		
ME	▲				◆	
Chine	▲				◆	
ME hors Chine	▲				◆	
Inde	▲					◆

Obligations et devises

Duration	Évolution vs m-1	--	-	=	+	++
É.-U.	▼			◆		
UE	▼				◆	
R.-U.						◆
Japon		◆				

Crédit	Évolution vs m-1	--	-	=	+	++
IG É.-U.					◆	
HY É.-U.	▼		◆			
IG UE						◆
HY UE				◆		

Dette ME	Évolution vs m-1	--	-	=	+	++
Oblig. d'État chinoises				◆		
Oblig. d'État indiennes					◆	
Dette ME en devise forte	▲					◆
Dette ME en devise locale	▲					◆
Oblig. d'entreprises ME					◆	

Source : Résumé des opinions exprimées au 11 mars 2025 (incluant les changements lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du 19 février 2025 et actualisation les plus récentes des opinions. Opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Les opinions vont de double négatif à double positif, = 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.

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



SCÉNARIOS, RISQUES ET
PRÉVISIONS
MACROÉCONOMIQUES

Scénario central et scénarios alternatifs

Probabilité 70 %

SCÉNARIO CENTRAL Croissance résiliente à plusieurs vitesses

Probabilité 20 %

SCÉNARIO BAISSIER Pression stagflationniste renouvelée

Probabilité 10 %

SCÉNARIO HAUSSIER Poursuite de la désinflation et gains de productivité



GÉOPOLITIQUE

- Montée du protectionnisme.
- Reconfiguration des chaînes d'approvisionnement mondiales.
- Ukraine-Russie : combats en cours.
- Moyen-Orient : discussions et conflits probables.
- Chine-É.-U. : détérioration des relations.
- Relations É.-U.-Europe sous pression.

- Nouvelles alliances autarciques défiant les démocraties des économies avancées : divergences entre les pays avancés.
- Obligation pour les pays de choisir entre les É.-U. et la Chine. Début de déclin du commerce mondial.

- Atténuation des risques géopolitiques.
- L'évolution de la dynamique des pouvoirs remodèle le commerce mondial, favorisant une croissance équilibrée et la prospérité.



INFLATION & POLICY MIX

- Tendance désinflationniste toujours intacte.
- Les BC des MD devraient atteindre des taux neutres en 2025. La plupart des BC des ME ont atteint leur taux maximum.
- Politiques budgétaires divergentes : É.-U. : sous surveillance, UE : consolidation, Chine : expansion.

- Le protectionnisme commercial affaiblit les perspectives de croissance. La réponse des BC est également freinée.
- L'endettement public important maintient le coût de la dette à un niveau élevé et restreint la marge de manœuvre politique.

- Stabilisation de l'inflation autour des cibles des banques centrales (et les prévisions restent ancrées).



TRAJECTOIRE CROISSANCE

- Retour à la croissance potentielle.
- Croissance résiliente à plusieurs vitesses : reprise modérée en Europe, léger ralentissement aux États-Unis. Écart de croissance toujours en faveur des ME.
- Révision à la hausse du potentiel de croissance de l'Inde.

- Production plus faible et forte réduction des migrations vers les économies avancées : l'offre de main-d'œuvre diminue et la croissance aussi.
- Les déséquilibres économiques persistent, ce qui réduit encore le potentiel de croissance (Chine, UE, etc.).

- Potentiel de croissance à moyen terme relevé grâce à des réformes favorables.
- Investissements et activités stimulés par les politiques industrielles et commerciales.



CHANGEMENT CLIMATIQUE

- Le changement climatique entrave la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes.
- Dominance chinoise dans les minerais essentiels.

- De nouveaux retards politiques impliquent davantage d'incidents climatiques défavorables qui entravent le dynamisme économique.

- Géo-ingénierie, politiques coordonnées au niveau mondial.

Risques pesant sur le scénario central



FAIBLE

Probabilité

FORTE

10%

Resserrement quantitatif des BC combiné à un changement structurel des acheteurs de titres du Trésor américain

15%

Crise géopolitique aux répercussions mondiales

15%

Forte augmentation de la volatilité des marchés due à la montée de l'incertitude géoéconomique

20%

Accélération de l'inflation dans les MD, en raison des tensions commerciales et géopolitiques

IMPACT DE MARCHÉ

Positif pour le monétaire et l'or.

Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.

Positif pour le cash et l'or

Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.

Négatif pour les govies et les actions chères

Négatif pour le crédit, les actions et les actifs des ME.

Négatif pour les actifs risqués.

Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.

Source : Amundi Investment Institute, au 20 février 2025. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes. Govies : emprunts d'Etat

PRÉVISIONS

Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques						
Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, a/a, %			Inflation (IPC), a/a, %		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Pays développés	1.6	1.5	1.3	2.7	2.5	2.2
États-Unis	2.8	2.0	1.7	3.0	2.7	2.3
Zone euro	0.7	0.7	0.9	2.4	2.2	1.9
<i>Allemagne</i>	-0.2	0.3	0.7	2.4	1.9	2.0
<i>France</i>	1.1	0.6	1.0	2.3	1.6	1.7
<i>Italie</i>	0.5	0.6	0.9	1.1	1.6	2.0
<i>Espagne</i>	3.2	2.4	1.7	2.9	2.2	1.8
Royaume-Uni	0.7	0.8	1.1	2.5	2.7	2.5
Japon	0.1	1.5	0.7	2.7	2.7	2.3
Pays émergents	4.3	4.0	3.8	5.3	4.0	3.5
Chine	5.0	4.4	3.9	0.2	-0.1	0.4
Inde	6.7	6.5	6.1	4.9	5.3	5.9
Indonésie	5.0	5.0	5.1	2.3	1.7	3.4
Brésil	3.4	2.0	2.0	4.4	5.5	4.6
Mexique	1.5	0.5	1.5	4.7	3.5	4.1
Russie	3.7	1.0	1.5	8.4	7.0	5.0
Afrique du Sud	0.6	1.0	1.3	4.4	3.2	4.2
Turquie	3.2	3.0	3.4	60.0	33.3	19.4
Monde	3.2	3.0	2.9	4.3	3.4	3.0

Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %					
	4 mars 2025	Amundi	Consensus	Amundi	Consensus
		T2 2025	T2 2025	T4 2025	T4 2025
États-Unis*	4.50	4.00	4.35	3.75	4.10
Zone euro**	2.75	2.00	2.15	1.75	2.15
Royaume-Uni	4.50	4.00	4.20	3.75	3.80
Japon	0.50	0.50	0.60	0.75	0.80
Chine***	1.50	1.25	1.30	1.00	1.20
Inde	6.25	6.00	5.90	6.00	5.75
Brésil	13.25	14.75	15.25	14.75	15.00
Russie	21.00	19.00	20.25	16.00	16.95

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 4 mars 2025. Consensus et taux actuels au 4 février 2025. IPC : indice des prix à la consommation. * : Limite supérieure de la fourchette cible des Fed funds. ** : Taux de dépôt. *** Taux des prises en pension de la Banque populaire de Chine à 7 jours. T2 2025 désigne fin juin 2025 ; T4 2025 désigne fin décembre 2025. Les taux actuels et le consensus proviennent de Bloomberg.

CONTRIBUTEURS AII*

SERGIO BERTONCINI

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

POL CARULLA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

UJJWAL DHINGRA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

SILVIA DI SILVIO

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, CROSS ASSET

PATRYK DROZDIK

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

KARINE HERVÉ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST,

SOSI VARTANESYAN

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

RÉDACTRICES EN CHEF

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE ÉDITION & DIVISIONS CLIENT, AII*

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

FRANCESCA PANELLI

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

CY CROSBY TREMMEL

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

CONCEPTION ET VISUALISATION

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII*

* Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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 contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées de février 2025. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait 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 SAS. 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. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

De plus, 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 ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : Mars 2025 – Réf. du document : 4318716

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.

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus - EschCollection

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 au sein d'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.

Découvrez les dernières mises à jour sur :



- 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