



ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

La dynamique économique mondiale est plus nuancée en novembre et le contexte géopolitique reste tendu. Aux États-Unis, l'activité reste soutenue grâce à l'investissement productif mais les perspectives de la consommation se détériorent. En Europe, une phase de croissance et d'inflation faible se confirme. En Asie, la Chine est toujours aux prises à la déflation alors que la croissance indienne impressionne. Le Japon entre dans une phase de stagflation. Les marchés d'actions sont restés stables avec une consolidation des valeurs technologiques et les taux d'intérêts ont globalement baissé. Le rebond du dollar touche à sa fin, l'or progresse, le prix du pétrole baisse, en partie en raison des espoirs de paix en Ukraine. En novembre, Donald Trump a proposé un plan de paix en 28 points visant à mettre fin à la guerre d'Ukraine, traitant notamment des garanties de sécurité pour l'Ukraine, de sa relation future à l'OTAN et à l'UE, et des relations russo-américaines. Une contre-proposition, perçue comme plus favorable à l'Ukraine et à l'Europe, a ensuite été avancée mais rejetée immédiatement par la Russie, qui a toutefois relevé certains éléments positifs. C'est la première fois depuis l'invasion de l'Ukraine par l'armée Russe que des négociations ont lieu au plus haut niveau. Les discussions se sont poursuivies et un compromis paraît possible à court/moyen terme. Les tensions diplomatiques entre le Japon et la Chine se sont intensifiées après que la nouvelle Première ministre Sanae Takaichi ait déclaré que des opérations armées contre Taïwan pourraient justifier une intervention militaire japonaise pour défendre l'île. Les États-Unis ont essayé de faire baisser la pression. Xi Jinping et Donald Trump ont convenu d'une trêve dans la guerre commerciale qui les oppose depuis avril. Au Moyen Orient, une stabilité précaire se maintient et les combats de grande ampleur ont cessé à Gaza.



En Europe, la dynamique de croissance reste modérée. Au troisième trimestre, le PIB de la zone euro a progressé de 0,2 % dans la zone euro (0,3 % au sein de l'Union européenne). En glissement annuel, la croissance s'établit à +1,4 % (contre 1,5 % au T2), soutenue principalement par l'Espagne (+2,8 %) et le Portugal (+2,4 %). L'économie allemande marque une pause, tandis que le plan de relance laisse entrevoir de meilleures perspectives pour 2026. La surprise est venue de la France, dont la croissance reste modérée, mais progresse de +0,9 % en variation annuelle. La reprise est hétérogène : les services poursuivent leur progression (HCOB PMI Services à 53 en octobre), alors que l'industrie manufacturière demeure en contraction (HCOB PMI Manufacturier à 49,6 en baisse). Sur le marché du travail, la situation s'améliore légèrement : le taux de chômage se stabilise à 6,3 % en juillet août septembre, et le taux d'emploi progresse de 0,1 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent.

L'inflation dans la zone euro se rapproche de l'objectif de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE). L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'établit à 2,1 % en glissement annuel pour octobre (contre 2,2 % en septembre), porté notamment par les services, l'énergie et les produits alimentaires. Les disparités nationales restent marquées : l'IPCH atteint 3,2 % en Espagne, 2,3 % en Allemagne, 1,3 % en Italie et seulement 0,8 % en France. La BCE, qui n'a pas abaissé ses taux depuis juin 2025, rendra sa décision le 18 décembre ; le consensus anticipe une posture prudente et ne prévoit pas de baisse des taux directeurs.



Royaume Uni : Au Royaume Uni, le budget a été présenté le 26 novembre et prévoit d'augmenter les impôts de 26 milliards de livre après le relèvement de 40 milliards l'an dernier pour réduire le déficit et une trajectoire de finances publiques permettant de ramener le ratio dette publique sur PIB sous les 100% à la fin de la décennie. Cependant, la dynamique économique ne s'améliore pas. La croissance du PIB s'établit seulement à +1,1 % en glissement annuel (Sept). Les ventes au détail ont déçu, progressant seulement de +0,2 % en glissement annuel (contre +1,0 % attendu). On observe toutefois un net redressement dans l'industrie : le S&P Global PMI manufacturier préliminaire de novembre remonte à 50,2 après une contraction en octobre. Le secteur des services demeure en expansion, mais à un rythme ralenti (S&P Global PMI Services à 50,5 contre 52,3 en octobre). L'inflation recule par rapport à septembre mais reste nettement au dessus de la cible de la Banque d'Angleterre (BoE) : l'IPC d'octobre atteint +3,6 % en variation annuelle (contre 3,8 % en septembre). La BoE doit se prononcer le 18 décembre ; le consensus prévoit une baisse de 25 pdb.

États-Unis

Le plus long « shutdown » de l'histoire des États-Unis (43 jours), a pris fin le 12 novembre avec la signature par D. Trump d'un accord budgétaire validé par le Congrès. Le Bureau du budget du Congrès (CBO) a estimé que cet arrêt de six semaines réduira la croissance du 4ème trimestre d'environ 1,5 point de pourcentage. Si la réouverture stimulera l'activité du 1er trimestre 2026 (est. 2,2pt), environ 11 milliards de dollars sont définitivement perdus pour l'économie américaine. Les indicateurs macroéconomiques de septembre ont pu être publiés, mais certaines statistiques d'octobre ne seront jamais diffusées. Les indicateurs, dont nous disposons pour le secteur manufacturier ne donnent pas de direction claire : le US S&P Global Manufacturing PMI est sorti à 52,2 pour novembre en hausse par rapport à octobre, mais l'ISM Manufacturing était inférieur aux attentes à 48,2. Si l'investissement productif lié à l'IA et la réindustrialisation portent la croissance, l'incertitude liée à la guerre commerciale et des effets déstockages commencent à peser sur l'activité. Les services restent néanmoins dans une phase d'expansion. Cependant, le marché du travail continue de montrer des signes de faiblesse. Les statistiques publiées pour septembre indiquent que les créations d'emploi ont ralenti et le taux de chômage est passé de 4,3 % en août à près de 4.5%. Les ventes de détail (sept) étaient inférieures aux attentes en croissance de +0,2%. Selon une enquête mensuelle menée par l'université du Michigan, le moral des consommateurs a encore baissé en novembre, poursuivant une tendance à la baisse qui s'est aggravée en raison de la hausse persistante des prix et de la prolongation de la fermeture des services publics. Donc les perspectives des entreprises sont toujours bonnes mais celles des consommateurs se détériorent, alors que les dernières statistiques disponibles sur l'inflation montrent un maintien de l'indice des prix à la consommation (IPC) à +3% en glissement annuel. Après deux baisses de 25 points de base (pdb) en septembre et octobre, la prochaine décision de la Réserve fédérale (Fed) aura lieu le 10 décembre. Malgré l'absence de données du chômage officielles en raison du shutdown, le marché anticipe que la Fed baissera à nouveau ses taux directeurs portant la fourchette cible à 3,50–3,75 %.



Asie

Japon : La dynamique s'est nettement détériorée au Japon, notamment en raison de la faiblesse de l'investissement résidentiel privé et du recul des exportations suite à la guerre commerciale initiée par les Etats-Unis. Au troisième trimestre, le PIB régresse de -1,8 % en variation annuelle, contre +2,3 % au trimestre précédent. Ce recul renforce l'appel de la Première Ministre à un plan de relance budgétaire massif. Les données d'inflation sont également préoccupantes : l'IPC atteint 3,0 % en glissement annuel en octobre (contre 2,9 % en septembre). La Banque du Japon (BoJ), qui doit statuer le 19 décembre, se trouve dans une position délicate et son gouverneur a indiqué qu'il favorisait une nouvelle hausse de son principal taux directeur.

Chine : En Chine, les négociations commerciales avec les Etats-Unis se poursuivent et les liens diplomatiques avec le Japon se tendent. La croissance du PIB s'élève à +4,8 % en glissement annuel au troisième trimestre. La dynamique déflationniste persiste mais semble s'atténuer : l'IPC remonte légèrement à +0,2 % en octobre (après une contraction en septembre), tandis que l'indice des prix à la production (IPP) continue de se replier, à -2,1 % en octobre contre -2,3 % en septembre. Le secteur immobilier reste en difficulté : les prix des logements neufs se replient de -2,2 % en glissement annuel en octobre, comme au mois précédent. Dans ce contexte, la Chine envisage de nouvelles mesures pour soutenir son marché immobilier, notamment en accordant des subventions hypothécaires aux nouveaux acheteurs et en augmentant les remboursements d'impôt sur le revenu pour les emprunteurs. Enfin, les ventes au détail progressent de +2,9 % en octobre en glissement annuel, au-dessus des attentes (2,7 %) mais en deçà du niveau de septembre (+3,0 %). Dans ce contexte, on observe aucun changement du côté de la Banque populaire de Chine qui poursuit sa politique monétaire accommodante.

Inde : Le Premier ministre indien Narendra Modi doit rencontrer Vladimir Poutine les 4 et 5 décembre dans le cadre d'accords commerciaux, malgré les déclarations de Donald Trump en août accusant l'Inde de financer l'effort de guerre russe. Sur le plan intérieur, la dynamique économique du pays se maintient : la croissance du PIB au troisième trimestre atteint 8,2 % en glissement annuel, contre 7,8 % au trimestre précédent. Les indicateurs avancés confirment cette tendance, avec une expansion du secteur manufacturier en novembre (HSBC PMI Manufacturing à 57,5) ainsi que du secteur des services (HSBC PMI Services à 59,5). L'inflation reste basse en octobre, l'IPC s'établissant à 0,3 % contre 1,4 % en septembre, ce qui ouvre la voie à une possible baisse des taux par la Banque de réserve de l'Inde (RBI). La prochaine décision de politique monétaire est attendue le 5 décembre, avec un consensus prévoyant une réduction de 25 pbb.



Marchés Actions

Les marchés actions ont clôturé le mois dans une tendance légèrement baissière, pénalisés notamment par les replis du Japon et des marchés émergents : le MSCI ACWI (en USD) termine en baisse de -0,1 %, tandis que les MSCI Marchés Émergents sous-performent nettement perdant -2,5 % sur le mois tirés par la Chine (-4%). Des doutes sur la rentabilité future des investissements dans l'IA et les incertitudes en début de mois sur la décision de la Fed ont pesé sur les indices américains. En revanche, des données d'emploi décevantes et des propos plutôt « dovish » de certains gouverneurs du FOMC ont renforcé les attentes d'une baisse de taux en décembre combinées à la fin du « shutdown », favorisant un rebond en fin de mois. Le Nasdaq 100 finit en repli de -1,6 %, le S&P 500 termine légèrement positif à +0,1 %, et les petites et moyennes capitalisations continuent de bien performer et le Russell 2000 clôture à +0,85 %.



En Europe, la phase de consolidation se poursuit, mais les marchés restent globalement positifs sur l'année. L'Euro Stoxx 50 progresse légèrement de +0,1 % sur le mois et affiche +15,8 % depuis le début de l'année. Les actions françaises terminent à l'équilibre mais le DAX a consolidé (-0,5 % sur le mois), demeurant néanmoins l'indice européen le plus performant depuis le début de l'année, avec une hausse de +19,7 %.

L'Asie est la région qui a le plus sous-performé sur le mois de novembre : le Japon a enregistré la plus forte baisse, le Nikkei 225 reculant de -4,1 %. La Chine enregistre son deuxième mois de baisse consécutif : le HSCEI (Hang Seng China Enterprises Index) terminant en repli de -0,4 %.



Marchés Obligataires

Aux États-Unis, la trajectoire des taux est restée baissière, comme en octobre. Les investisseurs anticipent à la fois un ralentissement de la croissance et une poursuite des baisses de taux de la Fed au premier semestre 2026. Le rendement du bon du Trésor à 2 ans a reculé de -8 pdb sur le mois pour s'établir à 3,49 %. Le 10 ans suit la même tendance avec une baisse de -6 pdb, à 4,01 %. Le rendement du 30 ans est resté relativement stable, en légère hausse de +1 pdb pour terminer à 4,66 %.

En Europe, les rendements sont restés globalement stables, à l'exception de l'Allemagne, où ils ont été affectés par l'annonce d'un plan de relance et les perspectives d'émissions nettes importantes. Les investisseurs considèrent que la BCE ne baissera plus ses taux directeurs. Le Bund 10 ans clôture en hausse de +6 pdb à 2,69 %, tout comme le taux à 2 ans qui augmente de +6 pdb à 2,03 %. En France, l'OAT 10 ans se stabilise et recule légèrement de -1 pdb à 3,41 %, tandis que l'OAT 2 ans progresse de +6 pdb à 2,25 %. Les spreads vis-à-vis de l'Allemagne se resserrent : le spread 10 ans français diminue de -7 pdb pour atteindre +72 pdb. Le spread 10 ans italien, comme celui du Portugal, baisse de -4 pdb. On notera de nouveau que le spread à 10 ans français (72 pdb) reste supérieur au spread 10 ans italien (71 pdb), comme le mois précédent.

Au Japon, l'envolée des taux longs se poursuit, alimentée par une inflation élevée et les perspectives d'un plan de relance accompagné d'une politique monétaire plus restrictive. Le taux à 10 ans japonais clôture le mois en hausse de +14 pdb à 1,81 %, tandis que le taux à 30 ans gagne +29 pdb pour atteindre 3,35 %.



Change, Or & Pétrole

Le mouvement de rebond du dollar initié mi-septembre semble toucher à sa fin. Le billet vert s'est légèrement déprécié face à l'euro sur le mois : l'EUR/USD termine en hausse de +0,5 % à 1,16 après un passage sous les 1,15. La livre sterling s'apprécie également : le GBP/USD finit en hausse de +0,65 % à 1,32. Le yen continue de se déprécier face au dollar dans un contexte de maintien de l'inflation japonaise : l'USD/JPY gagne +1,4 % et atteint 156. L'or progresse encore mais ne clôture pas à un plus haut : l'once termine à 4239\$ soit une hausse de +5,9 % sur le mois. Enfin, le prix du pétrole recule en raison d'anticipations d'un retour de la production russe lié au plan de paix : le Brent clôture à 63 \$/baril, en baisse de -2,9 %.



VARIATIONS MENSUELLES

Marchés d'actions	30/11/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
S&P 500	6849	3,7%	0,1%	16,4%
Nasdaq 100	25435	4,9%	-1,6%	21,0%
Eurostoxx 50	5668	2,8%	0,1%	15,77%
CAC 40	8123	1,8%	0,0%	10,1%
Dax 30	23837	3,2%	-0,5%	19,7%
Nikkei 225	50254	3,3%	-4,1%	26,0%
MSCI ACWI (USD)	1005	3,5%	-0,1%	19,5%
MSCI World (USD) NTR	4398	3,7%	0,2%	18,6%
Stoxx Europe 600	576	2,5%	0,8%	13,6%
HSCEI	9130	2,4%	-0,4%	25,2%
TOPIX	3378	2,4%	1,4%	21,3%
MSCI Marchés Emergents	1367	2,5%	-2,5%	27,0%
Marché des changes	30/11/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
EUR/USD	1,160	0,7%	0,5%	12,0%
USD/JPY	156	-0,1%	1,4%	-0,7%
EUR/GBP	0,88	-0,3%	-0,1%	5,9%
EUR/CHF	0,93	0,1%	0,4%	-0,8%
Matières premières - Volatilité	30/11/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
Pétrole (Brent, \$/baril)	63	1,0%	-2,9%	-15,3%
Or (\$/once)	4239	4,3%	5,9%	61,5%
VIX	16	-7,08	-1,09	-1,0
Marchés du crédit	30/11/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
Itraxx Main	+53 bp	-3 bp	-2 bp	-5 bp
Itraxx Crossover	+256 bp	-12 bp	-9 bp	-57 bp
Itraxx Financials Senior	+57 bp	-3 bp	-2 bp	-7 bp
Marchés des taux	30/11/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
€STR	1,93	-	-	-98 bp
Euribor 3M	2,06	+1 bp	+2 bp	-65 bp
Libor USD 3M	4,85	-	-	-
Taux 2 ans (Allemagne)	2,03	+1,50 bp	+6 bp	-5 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	2,69	-1 bp	+6 bp	+32 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	3,49	-2 bp	-8 bp	-75 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	4,01	-5 bp	-6 bp	-56 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	30/11/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
France	+72 bp	-5 bp	-7 bp	-11 bp
Autriche	+28 bp	-2 bp	-2 bp	-13 bp
Pays-Bas	+14 bp	-1 bp	-1 bp	-9 bp
Finlande	+34 bp	-2 bp	-2 bp	-12 bp
Belgique	+50 bp	-5 bp	-4 bp	-11 bp
Irlande	+20 bp	-1 bp	-3 bp	-7 bp
Portugal	+32 bp	-2 bp	-4 bp	-17 bp
Espagne	+48 bp	-3 bp	-3 bp	-22 bp
Italie	+71 bp	-5 bp	-4 bp	-45 bp

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Société Générale Gestion, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

SOCIETE GENERALE GESTION

91-93, BLD PASTEUR 75015 PARIS

SA au capital de 567 034 094 EUR 491 910 691 RCS Paris

Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

sous le numéro GP-09000020

Société Générale Gestion est courtier en assurance immatriculée à l'ORIAS sous le n° 24 006 914

www.societegeneralegestion.fr