



Monthly Macro Insights — Septembre 2025



Marc-Antoine Collard
Chef économiste – Directeur de la
recherche macroéconomique

Les investisseurs espèrent la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire, mais dans un contexte de résilience du cycle économique. Or, ce scénario rêvé s'avère de plus en plus mis à l'épreuve en raison d'une dynamique défavorable d'inflation se heurtant à un marché du travail en déclin.

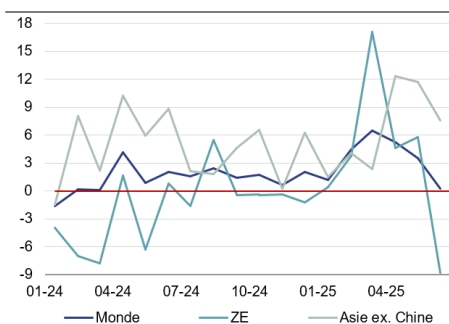
Une gueule de bois post « front-loading¹ » ?

L'activité industrielle mondiale a connu une forte hausse au cours des premiers mois de 2025, accompagnée d'un essor encore plus important des exportations. Une partie de l'augmentation s'explique par un certain rattrapage après le trou d'air observé au second semestre 2024, mais est principalement due à un "front-loading¹" précoce des entreprises et des ménages ayant effectué des achats avant la mise en place des droits de douane. Or, malgré une solidité indéniable de la demande américaine dans le secteur technologique, un ralentissement du commerce mondial et de l'activité industrielle est maintenant en cours, la production industrielle mondiale étant en stagnation sur les trois mois les plus récents alors que le volume des exportations se contracte.

Certes, le PMI² manufacturier mondial d'août compilé par S&P a augmenté à 50,9 contre 49,7 en juillet³, suggérant que la période morose pourrait être de courte durée. En revanche, l'indice a été volatil ces derniers mois, et le bilan est moins positive au regard des sous-composantes de l'indice. Parmi celles-ci, les perspectives futures des entreprises

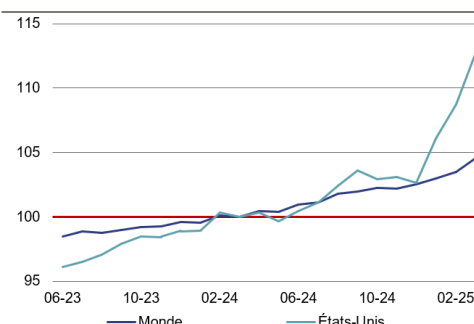
ont montré que le niveau de confiance des entreprises est resté inférieur à la moyenne de long terme pour le dix-septième mois consécutif, tandis qu'une grande partie de l'amélioration récente de l'indice a été concentrée dans la constitution de stocks plutôt que dans les ventes finales. En outre, les résultats de l'enquête S&P dans certains pays sont en contradiction avec des enquêtes comparables, rendant les perspectives encore plus incertaines. Par exemple, le PMI² manufacturier américain a bondi de +3,2 pts à 53 points³, son niveau le plus élevé depuis plus de trois ans, et explique une part importante de la hausse de l'indice mondial en août. Dans le même temps, l'ISM manufacturier n'a quant à lui augmenté que de +0,7 pt pour atteindre 48,7⁴, signalant une demande faible pour un sixième mois consécutif en raison notamment de l'imprévisibilité entourant l'évolution de la politique commerciale.

Monde - Production industrielle
en %, 3m/3m ann.



Source : JP Morgan, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2025

Monde - Échanges mondiaux en volume
indice, mars 2024 = 100, moy. mob. 3 mois



Source : OCDE, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2025

Les perspectives en Chine demeurent floues...

Malgré l'effondrement des exportations vers les États-Unis, la Chine a bénéficié de la bonne tenue des dépenses d'investissement mondiales par le biais de stratégies de contournement des droits de douane et de réorientation vers d'autres marchés, aidant l'économie à rester remarquablement résiliente sur la première partie de 2025. Cependant, dans la mesure où les États-Unis intensifient leur surveillance du réacheminement des marchandises chinoises, ce moteur de la croissance chinoise est à risque.

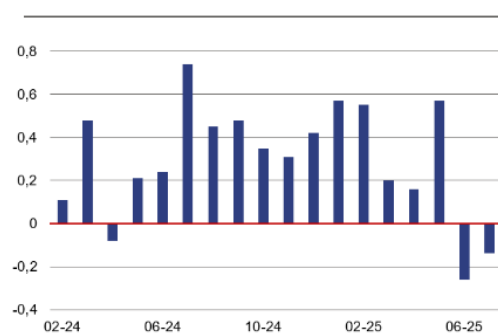
En parallèle, les autorités avaient augmenté en début d'année l'éventail d'appareils électro-ménagers pouvant bénéficier de subventions publiques, élargissant ainsi la portée du programme visant à stimuler la demande intérieure. Or, la faiblesse des ventes au détail ces derniers mois suggèrent que l'impact économique positif de ces mesures semble s'estomper rapidement.

Selon le Bureau National des Statistiques, l'activité manufacturière chinoise est restée bloquée en zone de contraction en août, avec un PMI² de 49,4 contre 49,3 en juillet⁴. Il est vrai que le PMI non-manufacturier a quant à lui légèrement augmenté pour s'établir à 50,3,

mais le sous-indice de la construction est tombé au niveau le plus bas (49,1) ⁴ depuis la pandémie, signe que les difficultés du marché immobilier se sont intensifiées. Les prix des maisons anciennes ont encore baissé de -0,55% m/m en juillet, tandis que ceux des maisons neuves ont reculé de -0,31% ⁴, s'inscrivant dans le prolongement de la plus forte baisse en huit mois qui avait été enregistrée en juin. La série de mesures de soutien gouvernementales récentes n'a guère contribué à raviver l'intérêt pour l'investissement immobilier.

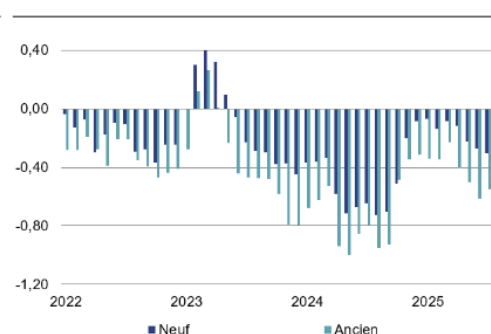
Ainsi, les perspectives restent incertaines et, malgré de meilleures conditions météorologiques et une pause de 90 jours sur l'application éventuelle de droits de douane américains additionnels, les PMI ² d'août en Chine ont montré que l'économie n'a pas surmonté les faiblesses identifiées en juillet. Bien que ces statistiques plaident en faveur d'un assouplissement monétaire plus important, la PBOC ⁵ pourrait être prudente quant à l'ajout de liquidités supplémentaires, compte tenu de la hausse du cours des actions qui semble distancer la réalité économique.

Chine - Ventes au détail
en %, m/m



Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2025

Chine – Prix immobiliers
en %, m/m



Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2025

...tout comme aux États-Unis

La Fed fait face à un dilemme grandissant entre ses deux mandats : la stabilité des prix et le plein emploi. Sur ce dernier point, les statistiques récentes ont témoigné d'un nouvel affaiblissement du marché du travail, avec une augmentation moyenne de seulement +29 000 postes⁶ par mois entre juin et août. Combinées à une baisse du nombre d'heures travaillées et à un taux de chômage atteignant un sommet post-pandémie de 4,3 %⁶, cela met en évidence un affaiblissement de la demande de main-d'œuvre, ce qui ouvre la voie à une réduction du taux directeur de la Fed lors de la réunion de mi- septembre.

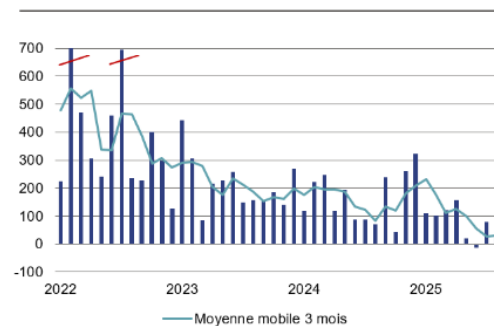
Cependant, les progrès vers une normalisation de l'inflation vers la cible sont au point mort. En juillet, le taux d'inflation de base du PCE – la mesure de l'inflation sous-jacente privilégiée par la Fed – a encore augmenté pour atteindre 2,9 %, largement au-dessus de l'objectif. De plus, les salaires et traitements dans l'indice du coût de l'emploi ont augmenté de +0,9% t/t au deuxième trimestre 2025⁶, interrompant la tendance de

modération antérieure, tandis que le rythme de croissance du coût unitaire de main-d'œuvre a accéléré pour atteindre 2,5% a/a⁶, un point haut depuis le premier trimestre de l'année dernière.

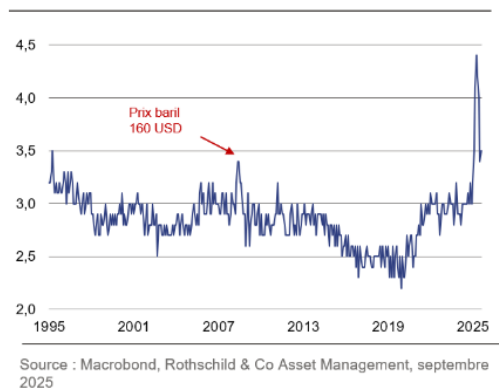
En outre, les prochains rapports sur l'inflation montreront très probablement une hausse significative des prix alors que les espoirs des entreprises en matière de réduction tarifaire s'évanouissent rapidement. Au contraire, de nouveaux droits de douane ont été mis en place au cours des dernières semaines, tandis que des droits de douane sectoriels supplémentaires sont attendus. L'augmentation des prix des biens intermédiaires se répercute maintenant sur l'ensemble de la chaîne de production jusqu'aux biens de consommation finale, et les stocks précédemment constitués ont été considérablement réduits.

La question clé est donc la suivante : la détérioration du marché du travail sera-t-elle plus conséquente que la hausse de l'inflation ? Si tel était le cas, cela ouvrirait la porte à un assouplissement substantiel de la politique monétaire américaine. Cependant, les anticipations d'inflation semblent s'être partiellement désancrées – du moins selon les enquêtes auprès des ménages – alors que l'inflation est supérieure à la cible depuis plus de quatre ans et ne devrait pas y revenir avant 2027, au plus tôt. En conséquence, les dynamiques de l'inflation devraient placer la plupart des membres de la Fed dans une position inconfortable, sauf peut-être ceux qui sont loyalistes à l'administration Trump qui exige des taux d'intérêt plus bas afin de financer les déficits budgétaires importants qu'elles a créés. L'ironie est que la récente attaque sans précédent contre l'indépendance de la Fed impliquera très probablement des rendements à long terme plus élevés qu'ils ne l'auraient été autrement, le marché obligataire étant devenu un des derniers remparts contre la détérioration institutionnelle sévissant de l'autre côté de l'Atlantique.

États-Unis – Création d'emplois
en milliers



États-Unis – Anticipations d'inflation
en %, enquête U. du Michigan



Performance des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 29/08/2025	Variation sur 1 mois	Variation en 2025
Marchés actions			
CAC 40	7 704	-0,9%	4,4%
Euro Stoxx 50	5 352	0,6%	9,3%
S&P 500	6 460	1,9%	9,8%
Nikkei 225	42 718	4,0%	7,1%
Devises			
EUR/USD	1,17	2,4%	12,9%
EUR/JPY	171,9	-0,1%	5,6%
Taux d'intérêt			
	Niveau au 29/08/2025	Variation sur 1 mois en pdb ⁽¹⁾	Variation en 2025 en pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	1,99%	3	-75
États-Unis	4,14%	-20	-18
10 ans			
Eurozone	2,72%	3	36
États-Unis	4,23%	-15	-34

(1) Point de base.

Source: Bloomberg. Données au 30/04/2025. Performances exprimées en devises locales.

Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances des indices sont nettes calculées dividendes non réinvestis.

Achevé de rédiger le 8 septembre 2025.

Voir ce document sur notre site internet



(1) « front-loading » désigne une stratégie d'anticipation des commandes ou des investissements avant une période d'incertitude ou de changement de politique commerciale.

(2) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction.

(3) Source : S&P Global, Septembre 2025.

(4) Source : Bloomberg, septembre 2025.

(5) Banque populaire de Chine

(6) Source : Fed, juillet 2025

Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

Édité par Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management, sous peine de poursuites.

À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs.

Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et présents dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 38 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs.

Plus d'informations sur am.eu.rothschildandco.com

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Suisse

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Allemagne – Autriche

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Belgique – Pays-Bas – Luxembourg

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Italie

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Espagne

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

[Visitez notre site internet](#)



[Suivez-nous sur LinkedIn](#)

