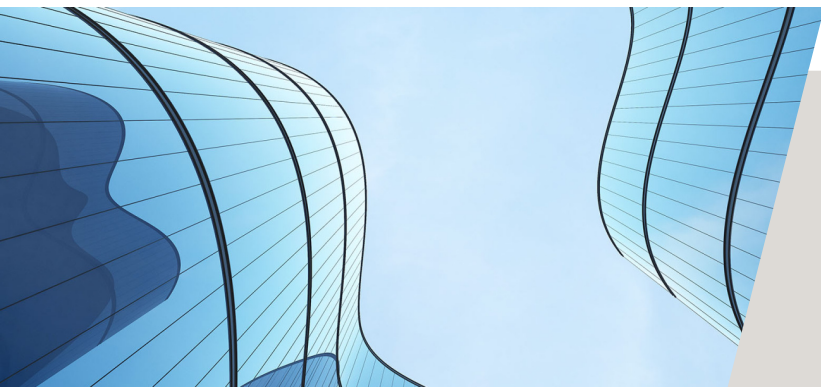




Stratégie Trimestrielle T3 2025 : Architecture Ouverte



Marc Terras

Directeur de la Gestion en
Architecture Ouverte

Les marchés en plein essor malgré les turbulences géopolitiques

Les marchés actions ont poursuivi leur parcours haussier au cours du troisième trimestre, volant de record en record grâce aux accords commerciaux conclus fin juillet avec les États-Unis, à une activité économique mondiale se révélant plus résiliente que prévu et aux espoirs d'un nouveau cycle de baisse des taux initié par la Fed à partir de septembre. L'accentuation de la fragmentation géopolitique mondiale, l'absence d'issues aux conflits armés au Moyen-Orient et en Ukraine et, plus généralement, la persistance de risques baissiers pesant sur les marchés n'ont pas affecté l'optimisme des investisseurs qui sont restés positionnés pour une poursuite de la hausse de la bourse.

Entre le 9 avril et fin juillet, Donald Trump a entretenu l'incertitude autour des droits de douane « réciproques » à coups d'annonces erratiques et contradictoires. Le suspense a été finalement levé avec la conclusion de plusieurs accords commerciaux dès la fin du mois de juillet qui ont propulsé le taux effectif moyen des droits de douane américains à 18,4 %, un record depuis 1933, contre de 2,4 % en début d'année¹. Dans le même temps, le projet de « grande et belle loi » budgétaire du président Trump a été approuvé par le Congrès. La législation devrait ajouter 3 400 milliards de dollars aux déficits primaires au cours des dix prochaines années. Une partie de ce coût supplémentaire devrait cependant être partiellement compensée par des recettes plus élevées provenant de ces nouveaux tarifs douaniers.

Contre toute attente, l'économie mondiale a mieux résisté que prévu depuis le début de l'année. En effet, le PIB mondial au premier trimestre a été supérieur de 0,3 points de pourcentage² par rapport aux prévisions d'avril 2025 grâce à la hausse du commerce mondial tirée par l'envolée des commandes avant le relèvement des taxes douanières, au cycle mondial de baisse des taux d'intérêt, au maintien de politiques budgétaires généreuses et à la baisse du dollar américain qui a grandement soulagé les pays émergents endettés dans cette devise. Si cette résilience a récemment conduit l'ensemble des organismes de prévisions à revoir en hausse leurs projections de croissance en 2025, celles-ci restent toutefois inférieures aux performances réalisées en 2024.

Après son vif rebond au deuxième trimestre (PIB en hausse de 3,8 % en rythme annualisé³ grâce à la vigueur des exportations nettes et des investissements non-résidentiels, notamment dans le domaine de l'IA), la résilience de l'activité économique et la menace d'un redémarrage de l'inflation liée au relèvement des tarifs douaniers ont justifié la réticence de la Fed à baisser ses taux directeurs depuis le début de l'année. Les données d'activité ont, en effet, montré des signes de solidité et certaines enquêtes manufacturières (Philly Fed et Empire Manufacturing) ont même affiché des surprises à la hausse en juillet tandis que les données d'inflation de juin montraient un début d'influence des tarifs sur les prix des biens, l'inflation globale étant passée de 2,4 % à 2,7 % d'une année sur l'autre³. À l'occasion du symposium de Jackson Hole fin août, Mr Powell a finalement ouvert la porte à une possible baisse de taux lors du comité monétaire du 16 septembre en reconnaissant que « la balance des risques (inflation-emploi) pourrait justifier un ajustement » de la politique monétaire. Récemment, l'inflation s'est révélée plus modérée que redoutée grâce au bas prix du pétrole mais aussi parce que la hausse des tarifs douaniers n'a pas encore produit pleinement ses effets. Début septembre, la perspective d'une baisse de taux s'est trouvée renforcée après que le Bureau of Labor Statistics a estimé que l'économie avait créé 911 000 emplois en moins qu'initialement calculé durant l'année se terminant le 31 mars 2025. Considérant que « les risques baissiers sur l'emploi s'étaient accrus », la Fed a réduit le 17 septembre de 25 points de base (pdb) les taux directeurs pour les ramener dans une fourchette de 4,0 %-4,25 %, un plus bas depuis fin 2022. La banque centrale a aussi publié de nouvelles projections économiques corrigeant légèrement en hausse celles du PIB et de l'inflation en 2025 et 2026 tout en précisant que « l'incertitude concernant les perspectives économiques restaient élevées ».

L'économie de la Zone euro connaît un cycle inverse : le PIB a accéléré au premier trimestre grâce au rebond des exportations et de l'industrie manufacturière, puis ralenti au deuxième trimestre à cause du fort recul des investissements productifs. L'industrie manufacturière a récemment rebasculé en zone de contraction en raison du repli de la demande américaine mais aussi de la concurrence croissante de la Chine à la recherche de débouchés de substitution au marché américain. L'excédent commercial réalisé avec les pays hors de l'UE a ainsi fondu de près de 50 %⁴ en juin-juillet de cette année par rapport à la même période en 2024. La zone a également connu des turbulences avec l'annonce de la sollicitation d'un vote de confiance de Bayrou en août faisant baisser le CAC 40 de -3,2 % en deux séances⁵, dont le résultat du 8 septembre a mené à la démission de son gouvernement. Après huit baisses de taux ininterrompues depuis juin 2024, la BCE a opté

pour une pause lors des réunions de juillet et septembre, laissant le taux de dépôt à 2 %, considéré à ce niveau comme le taux « neutre »⁶. Pour Mme Lagarde, l'inflation⁷ est proche de sa cible de 2 % et « les risques pesant sur la croissance économique sont devenus plus équilibrés », tout en reconnaissant que « l'évolution des prix est plus incertaine qu'à l'accoutumée en raison de l'environnement commercial volatil ». La BCE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance en 2025 à +1,1 % contre +0,9 % en juin dernier grâce à un bon début d'année et prévoit une inflation sous-jacente à +1,9 % en 2026⁸.

Après avoir été tirée en début d'année par les exportations et des mesures ciblées de soutien à la consommation et d'incitation au renouvellement de l'équipement productif, l'économie chinoise a perdu son tonus au début de l'été. Ce ralentissement résulte de la baisse de la demande externe, notamment américaine, et interne, le moral des consommateurs chinois restant miné par la persistance de la crise immobilière et un marché du travail en dégradation. Le commerce extérieur demeure le principal moteur de l'économie, et surtout un débouché aux surcapacités industrielles du pays. Malgré la baisse de 24 % des exportations vers les États-Unis entre juin et août de cette année, l'excédent commercial chinois a encore progressé de plus de 14 % en variation annuelle, grâce aux réexportations via le Vietnam, pour contourner les taxes douanières, et aux ventes à l'UE qui ont progressé de 6 % environ sur la même période⁹. Le Parti communiste chinois devrait réexaminer son plan quinquennal à l'occasion du prochain congrès en octobre visant à renforcer la contribution de la demande intérieure.

Le MSCI World clôture le trimestre quasiment à son précédent record établi le 22 septembre 2025, et affiche une hausse de 6,86 % en devises locales au troisième trimestre⁵. Portées par des résultats trimestriels supérieurs aux attentes, les valeurs technologiques américaines mènent encore la course en tête, l'indice Nasdaq progressant encore de 11,24 % en dollars sur le trimestre grâce aux « 7 Magnifiques » qui gagnent 15,52 % toujours en dollars⁵. En revanche, l'indice Dow Jones, plus représentatif de « l'ancienne économie » américaine enregistre une modeste hausse de 5,22 % en dollars sur la période tout en signant un nouveau record le 30 septembre dernier. La volatilité du S&P 500 retrouve en septembre ses plus bas niveaux de l'année à 15 %⁵ reflétant l'appétit croissant des investisseurs pour les actions américaines corroboré par la forte reprise des flux nets acheteurs sur les OPC en actions américaines qui s'élèvent à 49 milliards de dollars contre des flux nets de rachats de 92 milliards de dollars les deux mois précédents⁷. Exprimé en euro, le S&P 500 ne gagne que 0,10 % depuis le début de l'année en raison de la baisse de 11,76 % du dollar contre la devise européenne⁵. Les actions de la Zone euro sous-performent les valeurs américaines, avec une hausse de 3,89 % (Eurostoxx) sur le trimestre contre +7,85 % pour le S&P 500 en euro⁵. Les taux longs américains ont abordé une phase de détente au cours du trimestre due à la modération de l'inflation et à l'affaiblissement du marché de l'emploi qui ont alimenté des anticipations de reprise du cycle de baisse des taux par la Fed dès le mois de septembre. En Zone euro, la hausse des taux allemands à 10 ans reflète les besoins de financement public à venir liés à la mise en place du plan de relance de 500 milliards d'euros, tandis que les rendements à 10 ans français ont atteint un nouveau record depuis 2011 à 3,6 % le 25 septembre dernier⁵ après la dégradation par Fitch de la note de la dette française sur fond de remontée du risque politique. Les obligations souveraines de la Zone euro perdent 0,21 % sur le trimestre⁵.

Nos orientations de gestion pour le quatrième trimestre 2025

Malgré les records déjà atteints par de nombreux indices boursiers, les investisseurs n'ont jamais été aussi optimistes depuis le mois de février selon l'enquête de BofA¹⁰, grâce notamment à la nouvelle force motrice que constitue le développement de l'IA pour l'économie américaine. La Fed vient d'entamer un nouveau cycle de baisse des taux qui devrait rendre la valorisation des actions américaines plus attractive, d'autant que les prévisions de croissance bénéficiaire sont régulièrement revues en hausse. La « grande et belle loi » budgétaire de Donald Trump, qui prévoit la reconduction de nombreux allègements fiscaux de 2017, a été adoptée début juillet. Le marché du travail américain n'inspire pas encore d'inquiétude car si les embauches ont effectivement ralenti, les licenciements restent modérés et le taux de chômage évolue à sa moyenne basse historique. Enfin, l'inflation américaine reste modérée, grâce à la baisse des tensions sur le marché du travail et les bas prix du pétrole. Mais les prix à la consommation pourraient remonter sous l'effet de la transmission progressive aux prix de détail de la hausse des coûts liée aux tarifs douaniers. Les tensions géopolitiques persistent en dépit du plan de Trump pour trouver une issue à Gaza, tandis que le Président américain envisage de se défaire sur les Européens pour gérer le conflit en Ukraine. La fragmentation géopolitique mondiale s'intensifie comme l'illustre le sommet de Tianjin organisé par la Chine début septembre visant à renforcer l'unité du « Sud global » contre l'Occident. La guerre tarifaire de Donald Trump n'est pas terminée et donne lieu ;régulièrement à de nouvelles annonces punitives. En outre, la faiblesse du fondement juridique¹¹ des accords commerciaux conclus depuis juillet, tout comme le manque de détails concernant leur mise en oeuvre les rendent fragiles. Sur le plan intérieur, la dérive autocratique de Donald Trump ravive le risque politique et exacerbe la polarisation. L'indépendance de la Fed est régulièrement menacée et reste pour l'instant en sursis sous la protection de la justice. Enfin, les sommets atteints par la valorisation des valeurs dans l'IA et les dépenses colossales d'investissements que celles-ci engagent dans cette technologie réveillent le souvenir de l'éclosion de la bulle internet il y a 25 ans, même si la toile de fond actuelle est différente à bien des égards. Dans ce contexte, nous préconisons la poursuite d'une stratégie d'investissement prudente se traduisant par une exposition neutre aux actions, une forte diversification géographique et une poche monétaire substantielle.

Actions

Depuis le deuxième trimestre, nous avons pris quelques bénéfices sur les actions américaines qui avaient été renforcées tactiquement après la violente correction boursière d'avril. Nous estimons leur valorisation excessive et reposant sur des promesses de rentabilité dans l'IA toujours incertaines. Les actions de la Zone euro sont restées surpondérées, avec toujours une préférence pour la « value »¹² qui a continué de creuser l'écart avec la « croissance ». Depuis le début de l'année, l'indice « value » de l'Eurostoxx monte de 27,75 % contre +9,10 % pour l'indice « croissance »¹³. Nous avons aussi renforcé les actions japonaises qui bénéficient d'une bonne dynamique économique interne grâce au cercle vertueux salaires-prix enclenché par la BoJ pour sortir le pays de la déflation. Enfin, les pays émergents restent privilégiés, en particulier les actions chinoises qui

devançant tous les autres zones géographiques avec une hausse de 18,66 % sur le trimestre¹⁴.

Taux

Les marchés obligataires mondiaux ont gagné 0,60 % au cours du troisième trimestre 2025¹⁵, retrouvant même le 17 septembre leur plus haut depuis mars 2022 grâce à la poursuite du repli des rendements longs américains reflétant une inflation anticipée stable, un marché du travail montrant des signes de fragilité et plus généralement un risque de ralentissement économique aux États-Unis. Les marchés ne sont pas convaincus que les recettes fiscales additionnelles générées par les tarifs douaniers suffiront à financer la nouvelle loi budgétaire. Nous avons conservé nos investissements dans la dette souveraine de la Zone euro dans la perspective d'une reprise du cycle de baisse des taux si les conditions économiques se dégradaient plus rapidement que prévu.

Crédit

Aux États-Unis, les spreads¹⁶ de crédit se sont comprimés à leur plus bas depuis 1998, tandis qu'en Zone euro, ils se rapprochent de leur plus bas en raison de fondamentaux toujours favorables. La demande pour le crédit reste forte, attirée par des rendements qui demeurent élevés et des taux de défaut faibles. Par ailleurs, nous restons investis sur la dette émergente avantagée par la dépréciation du dollar américain. Nous avons, en outre, poursuivi quelques prises de bénéfices que nous avons réinvesties en supports monétaires en attendant d'avoir plus de visibilité sur l'évolution de plusieurs sources d'inquiétude et afin de disposer ainsi de réserves liquides pour saisir des opportunités.

Voir ce document sur notre site internet



-
- (1) Source : State of U.S. Tariffs, 7 août 2025
- (2) Source : World Economic Outlook Update, FMI, Juillet 2025.
- (3) Source : Bureau of Economic Analysis, septembre 2025.
- (4) Source : Eurostat : 20,407 Mds € contre 39,215 Mds €
- (5) Source : Bloomberg, 30/09/2025.
- (6) Le taux neutre est celui qui ne freine ni ne stimule l'économie. Il est évalué par la BCE entre 1,75% et 2,25%
- (7) Les prix à la consommation ont augmenté de 2% en variation annuelle en août 2025
- (8) Projections macroéconomiques, BCE, septembre 2025.
- (9) Source : Bloomberg, 30/09/2025.
- (10) Global Fund Manager Survey – BofA, 16 septembre 2025
- (11) La Cour Suprême devrait statuer en novembre sur la légalité des taxes douanières décidées par Donald Trump sans l'accord du Congrès.
- (12) On parle de stratégie "value" lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire, dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.
- (13) Source : Bloomberg, 30/09/2025. Indices Eurostoxx Value (total return) et Eurostoxx Croissance (total return)
- (14) Source : Bloomberg, 30/09/2025.
- (15) Source : Bloomberg, 30/09/2025. Bloomberg Global Aggregate index en US\$
- (16) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme « sans risque ».

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. 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. Veuillez noter que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

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 bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et présents dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 50 milliards d'euros et regroupons plus de 200 collaborateurs⁽¹⁾.

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

(1) Source : Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

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

Belgique – Pays-Bas – Luxembourg

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

Suisse

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

Italie

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Allemagne – Autriche

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

Espagne

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

[Visitez notre site internet](#)



[Suivez-nous sur LinkedIn](#)

