

LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT
SEPTEMBRE 2025



BENJAMIN MELMAN
Global Chief Investment
Officer,
Asset Management

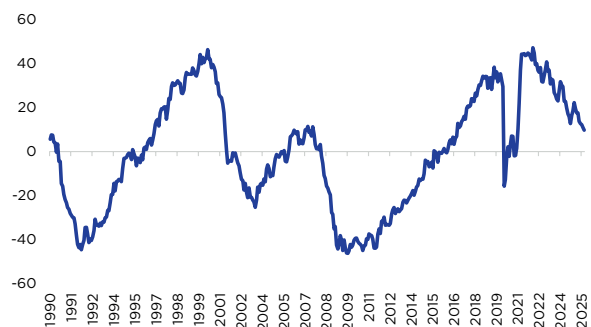
Rentrée agitée, allocation stable

De part et d'autre de l'Atlantique, la rentrée s'annonce riche en actualités. Elle ne nous incite pas à modifier notre allocation, mais elle renforce certaines convictions et introduit de nouveaux points de vigilance.

Des changements à la Fed

Pivot à la Réserve Fédérale : lors de la conférence de Jackson Hole, Jerome Powell a fait évoluer son discours, privilégiant désormais la faiblesse de l'emploi, au détriment de la lutte contre l'inflation pourtant toujours au-dessus de l'objectif. Bien que celle-ci puisse augmenter sous l'effet de la hausse significative des droits de douane, M. Powell estime que cette hausse sera temporaire. Il souligne que, quelle qu'en soit l'origine, c'est bien le ralentissement de l'emploi qui justifie un assouplissement de la politique monétaire. Or, selon qu'il résulte d'un choc d'offre (tassement brutal de l'immigration) ou d'un ajustement de la demande (prudence accrue dans les recrutements), les implications pour l'inflation diffèrent sensiblement. La Fed fait donc, à deux reprises, le choix de minorer le risque inflationniste. Le marché anticipe désormais une normalisation progressive de la politique monétaire vers un taux d'environ 3 %, ce qui correspond à l'estimation médiane du taux neutre de long terme du comité de politique monétaire de la Fed.

Différentiel entre les ménages qui estiment qu'il est facile de trouver un emploi et ceux qui considèrent que c'est difficile (Conference Board)



Source : Bloomberg. Données au 31/08/2025.

Les chiffres ont trait aux années écoulées et ne préjugent pas des résultats futurs.

Le ralentissement de l'emploi est lié à la fois à une baisse de l'immigration et à un tassement des recrutements par les entreprises.





Pression sur l'indépendance de la Fed : après la démission surprise d'Adriana Kugler (pour des raisons encore inconnues), le Président Trump et son administration exercent une pression maximale sur Lisa Cook afin qu'elle quitte ses fonctions (notamment en raison de la déclaration de deux crédits immobiliers pour deux résidences principales). Si l'administration décide de la remplacer, le *Board* de la Fed compterait alors 4 membres sur 7 nommés par le Président. En février prochain, le renouvellement des 12 représentants des Fed régionales, dont la validation relève du *Board*, pourrait permettre à l'administration Trump, en concertation avec les 4 membres, d'étendre facilement sa majorité au sein du Comité de politique monétaire.

« Nous aurons bientôt une majorité, ce sera fantastique », a déclaré Trump. « Une fois que nous aurons une majorité, le marché immobilier va basculer et ce sera formidable. Les gens paient des taux d'intérêt trop élevés. » (CNN, 28 août 2025)

Le marché reste largement indifférent au risque de perte d'indépendance de la banque centrale, malgré son rôle crucial dans le système économique et financier américain. Le dollar, notamment, continue de se stabiliser face aux autres devises. La véritable question est de savoir si cette prise de pouvoir conduira à une « vision Bessent » (préconisant une baisse de 150 points de base des taux, en accord avec les fondamentaux de la règle de Taylor et les prévisions des marchés) ou à une « vision Trump » (visant une baisse de 3 % des taux). Perdre l'indépendance est une chose ; perdre la crédibilité en est une autre. Plutôt que de s'attarder sur cette distinction, il est important de noter que le risque de dépréciation du dollar continue d'augmenter.

Le changement de direction de la Fed, combiné aux préoccupations concernant son indépendance, crée un risque asymétrique de baisse pour le dollar et les taux courts et intermédiaires américains. La prudence reste de mise sur les taux longs : si la Fed perdait son indépendance et sa crédibilité, notamment avec une hausse de l'inflation en raison des tarifs douaniers et des prévisions d'inflation instables chez les ménages, une nouvelle vague inflationniste pourrait se profiler.

France : pas d'issue à la crise mais pas de drame en vue

L'appel du Premier ministre à un vote de confiance organisé le 8 septembre a provoqué une hausse de la volatilité de la dette publique et des actions françaises. Plus que l'ampleur de la réduction du déficit (conforme cette année aux engagements du gouvernement), le véritable problème de la France réside dans l'instabilité politique et la difficulté à voter les budgets. Il est frappant de constater que, depuis la nomination de Georgia Meloni à la présidence du Conseil en Italie, la V^e République française, créée pour assurer la stabilité politique, s'apprête à accueillir un cinquième Premier ministre. Trois scénarios possibles se profilent si la motion de confiance est rejetée :

1. La nomination d'un nouveau gouvernement : un Premier ministre issu de la famille politique présidentielle, de la droite, ou de la gauche modérée pourrait être désigné pour élargir la base politique. Cela aboutirait tout au mieux à un léger ajustement des efforts budgétaires, laissant la situation critique mais relativement inchangée. Ce scénario, privilégié par les marchés, semble déjà intégré dans les cours actuels.

2. Une nouvelle dissolution de l'Assemblée nationale : deux situations principales pourraient en découler :

- Un parlement reconduit à peu près identique, avec une famille présidentielle probablement affaiblie, compliquerait l'adoption du budget. En cas de blocage, le gouvernement pourrait recourir à des ordonnances pour adopter un budget provisoire avec des crédits mensuels, mais cette situation ne serait pas politiquement viable sur le long terme et compromettrait la réduction du déficit. Le *spread* français pourrait légèrement s'écarter, même si une crise financière reste improbable.
- Une majorité du Rassemblement National (RN) pourrait émerger. Avec l'abandon du « Frexit », la révision de la promesse de retraite à 60 ans, et les efforts faits auprès des milieux économiques lors des législatives, leur victoire n'effraie plus nécessairement les investisseurs. Toutefois, la crédibilité du RN doit encore se construire, ce qui pourrait maintenir des primes de risque élevées pour la France.



La formation d'une nouvelle union de la gauche et sa victoire, le scénario le plus redouté par les marchés, semblent aujourd'hui improbables en raison des fortes dissensions et des sondages peu porteurs.

3. Une démission du Président : face à la crise politique, une démission du Président mettrait en lumière l'incapacité du pays à parvenir à un consensus, ce qui devrait se traduire, dans un premier temps, par une prime d'incertitude accrue.

Actuellement, nous n'identifions aucune opportunité de repositionnement sur les actifs français après leur sous-performance, ni de raison solide pour réduire nos positions davantage.

Dans l'ensemble, nous conservons une allocation légèrement sous-pondérée en actions via les États-Unis. Bien que le pivot de la Fed, voire sa possible perte d'indépendance, puisse être perçu comme positif, la récente révision à

la hausse des attentes des résultats des entreprises semble s'essouffler. Avec l'impact progressif des tarifs douaniers sur les prix finaux, des pressions à la baisse sur les marges des entreprises pourraient émerger.

De plus, la question de la monétisation de l'investissement en IA générative prend de l'ampleur, mais certaines enquêtes, dont celle du MIT publiée cet été, indiquent son effet limité pour de nombreux utilisateurs. La concurrence chinoise croissante relativise également l'oligopole établi par quelques acteurs américains.

Les difficultés en France ne nous amènent pas à revoir notre allocation pour l'Europe. Sur les marchés obligataires, nous favorisons les stratégies de portage tout en évitant les maturités trop longues. Enfin, nous sous-pondérons le dollar, compte tenu des orientations exprimées à Jackson Hole et du risque associé à l'indépendance de la Fed.

	Nos convictions	Évolution par rapport au mois passé
CLASSES D'ACTIFS		
Actions	-	→
Obligations	=	→
Dollar	-	→
Cash	=	→
ACTIONS		
US	-	→
Europe (ex-UK)	=	→
Royaume-Uni	+	→
Japon	=	→
Chine	=	→
Émergents Global	=	→
OBLIGATIONS SOUVERAINES		
US	=	→
Eurozone	=	→
Émergents	=	→
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES		
US Investment Grade	+	→
Euro Investment Grade	+	→
US High Yield	=	→
Euro High Yield	=	→

Vues du comité d'investissement sur la classe d'actifs/zone géographique sur une échelle allant de -/- à +/+. Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France). Scores arrêtés au 29/08/2025.



EN BREF

- Jerome Powell a fait évoluer son discours à Jackson Hole, privilégiant désormais la faiblesse de l'emploi, au détriment de la lutte contre l'inflation pourtant supérieure aux objectifs.
- Le pivot de la Fed et les préoccupations concernant son indépendance créent un risque asymétrique de baisse pour le dollar et les taux courts et intermédiaires.
- En France, le vote de confiance au Gouvernement annoncé par le Premier ministre a provoqué de la volatilité sur la dette publique et les actions françaises, sans modifier notre allocation pour l'Europe.



AVERTISSEMENT :

Achevé de rédiger le 02/09/2025. Le présent document est émis par Edmond de Rothschild Asset Management (France).

Ce document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent notamment être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edmond-de-rothschild.com

