

# LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX  
THÈMES D'INVESTISSEMENT  
OCTOBRE 2025



**BENJAMIN MELMAN**  
Global Chief Investment  
Officer,  
Asset Management

## Derrière une apparente résilience germent des zones de fragilités

L'économie mondiale aborde cette fin d'année avec une apparente sérénité que peu d'observateurs auraient osé prédire au cœur des tensions commerciales du printemps.

Six mois après le *Liberation Day*, les chiffres de la croissance mondiale résistent en dépit de certaines disparités mondiales, avec une estimation autour de 2,9 % selon le FMI pour 2025 et 2026, soit un rythme inchangé par rapport à 2024. L'environnement est pourtant lesté par des droits de douane renforcés, un endettement record tant aux États-Unis, au Royaume-Uni qu'en France ou même au Japon avec une nouvelle relance budgétaire en vue, et une inflation persistante, laquelle demeure au-dessus des cibles de la Fed depuis plus de quatre ans. Les États-Unis continuent ainsi d'afficher une vigueur supérieure à celle des autres grandes économies, avec une progression du PIB estimée à 2,2 %. Les dépenses d'investissement sont surtout portées par l'IA tandis que les investissements résidentiels restent à la peine. La consommation reste robuste au global mais les ménages les moins aisés montrent des signes de faiblesse tandis que les 10 % les plus aisés représentent 50 % de la consommation, bénéficiant de l'effet

richesse que procure un S&P au plus haut, autant de signes que la demande privée est moins homogène qu'il n'y paraît. L'Europe demeure quant à elle engluée dans une reprise hésitante sous le nouveau leadership de l'Allemagne qui cherche à accélérer sa réponse budgétaire. Mais les délais d'implémentation restent longs et les plans de relance ne soutiennent pas encore l'investissement à ce stade. Le nouveau cap est tout de même donné.

Jusqu'ici, les marchés financiers poursuivent leur ascension imperturbable dans le sillage de la reprise du cycle d'assouplissement monétaire de la Fed et de l'essor de l'Intelligence Artificielle tandis que la volatilité reste exceptionnellement basse et les flux vers les fonds actions progressent. Emblématique de cette phase d'hyper-concentration des indices, les actions liées à l'IA expliquent près des trois quarts de la performance du S&P 500 depuis le lancement de ChatGPT en 2022.





## Les premiers craquements

Derrière cette façade apaisée se dissimulent pourtant les premières fissures.

**Primo, le marché de l'emploi américain se détériore**, comme en témoigne la révision à la baisse significative des créations d'emplois. Leur rythme de croissance annuelle est désormais inférieur à 1 %, un niveau historiquement bas hors périodes de récession. Le constat est encore plus inquiétant quand on distingue entre emploi public et privé, ce dernier secteur ayant fortement décliné en termes absolus et relatifs.

**Deuxio, la résurgence des tensions sino-américaines se superpose au risque de l'emploi américain suite à l'annonce par Donald Trump de nouveaux droits de douane de +100 % sur toutes les importations chinoises à partir du 1er novembre**, assortis de restrictions d'exportation massives sur les produits chinois et sur les logiciels jugés critiques. Pékin, de son côté, venait de présenter son propre arsenal protectionniste avec de nouvelles règles d'exportation sur les terres rares imposant une autorisation préalable pour toute entreprise étrangère manipulant des composants contenant ne serait-ce qu'un fragment de minerai chinois. Si la surtaxe entrerait en vigueur, on approcherait d'un quasi-embargo commercial entre les deux premières puissances mondiales, ce qui fragiliserait les chaînes d'approvisionnement globales.

**Tertio, la Banque d'Angleterre, dans son dernier *Financial Stability Report*, alerte sur la prolifération des structures de crédit privé désormais gérées hors du champ bancaire traditionnel, avec des effets de levier souvent mal identifiés.** Les défauts de crédit dans le secteur automobile américain de Tricolor et First Brand soulignent à la fois un endettement élevé, ainsi que l'opacité et la complexité des structures de financement. Ces défauts remettent en cause les standards de « *due diligence* » et l'évaluation des risques dans le *private credit*, un marché de plus de 1 500 milliards de dollars aux États-Unis. Ce manque de transparence relève d'un cran la perception du risque des marchés de crédit privés et peut accentuer le risque de contagion sur d'autres débiteurs privés à effet de levier.

## Une intensité capitaliste rarement vue dans la technologie : menace ou opportunité ?

La hausse du financement privé a été massive surtout dans l'IA dans un contexte de course effrénée aux nouvelles infrastructures sans que la question du retour sur investissement ne soit encore réellement posée si l'on en juge les valorisations élevées du secteur. Dans une étude de Goldman Sachs, **les cinq grands (Microsoft, Amazon, Google, Meta, Oracle) devraient engager près de 380 milliards de dollars en Capex en 2025, soit une hausse de plus de 60 % en glissement annuel, principalement pour soutenir l'IA générative.** Cette étude souligne aussi que le rendement sur investissement reste supérieur au coût du capital pour la majorité des « hyperscalers ». En d'autres termes, les marges d'exploitation supportent encore cette expansion mais les estimations de bénéfices futurs posent question.

Parmi les points de vigilance, notons d'une part que les segments cloud/IA connaissent un ratio Investissement rapporté aux ventes qui approche 35 % contre une moyenne historique autour de 15 %. Cette concentration des investissements renforce les barrières à l'entrée mais accroît le risque systémique qui serait lié à l'effet d'une réduction soudaine du budget d'un seul acteur sur tout le marché de ses fournisseurs. Notons d'ailleurs qu'à la suite de l'importante émission obligataire d'Oracle, Moody's a sonné l'alarme sur certains déséquilibres potentiels : forte dépendance vis-à-vis de gros contrats IA, endettement qui croîtrait plus vite que l'EBITDA, *cash-flows* négatifs prolongés, et une dette pouvant pousser le levier (ratio dette / EBITDA) autour de 4 tours.

D'autre part, les capacités physiques et énergétiques s'avèrent limitées, liées notamment à la saturation des réseaux électriques autour de grands centres (« hubs » de Virginie du Nord, Dublin, Francfort) et au délai moyen de mise en service d'un nouveau datacenter assez long. En somme, l'IA exige des infrastructures massives, énergivores, coûteuses, et longues à rentabiliser.



## Vers une allocation d'actifs de plus en plus sélective

**Sur le dollar, après plus d'une décennie de domination, la devise connaît l'une des plus fortes dépréciations sur neuf mois en plus de quarante ans**, reflétant un triple phénomène : une approche accommodante de la Réserve Fédérale malgré une inflation persistante, des inquiétudes croissantes quant à la perte d'indépendance de la Fed qui pourraient s'intensifier avec le départ de Jerome Powell, et un désir accru des investisseurs de couvrir leur risque dollar, en parallèle à la stratégie de « dédollarisation » adoptée par de nombreuses banques centrales émergentes, notamment à travers l'achat de métaux précieux. À titre d'exemple, selon le *World Gold Council*, la Chine a enregistré la plus forte augmentation de sa part de détention d'or depuis 2015. Au-delà des prises de profits qui pourraient amener la parité euro dollar à se consolider, la tendance structurelle reste baissière pour le billet vert et nous incite à rester sous-pondérés en recherchant des opportunités sur d'autres devises.

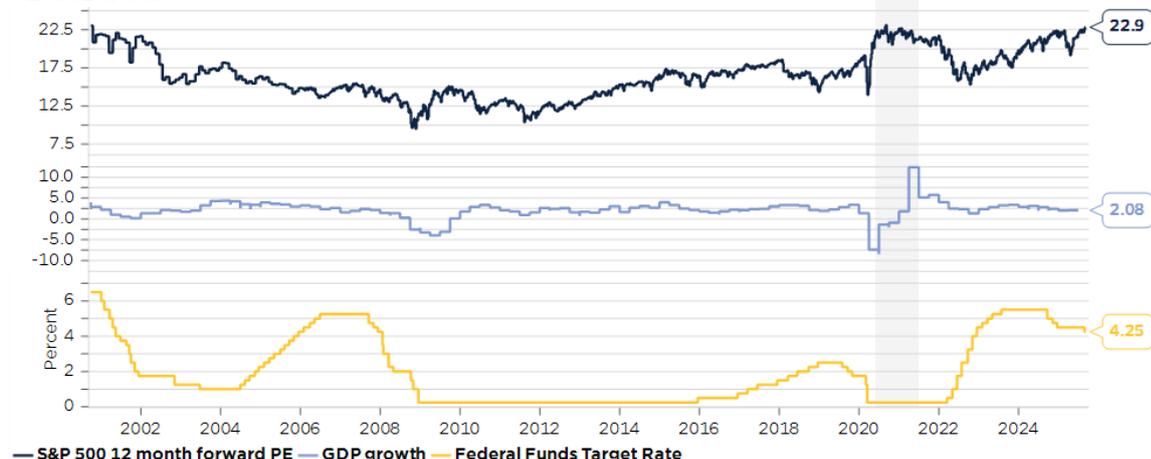
Concernant le marché de la dette, la détérioration du marché de l'emploi nous amène à penser que les taux courts et intermédiaires sont actuellement plafonnés en raison de la posture résolument accommodante de la Fed, qui s'est accentuée avec l'arrivée de Stephen Miran au sein du conseil des gouverneurs ; il préconise un taux d'intérêt d'équilibre plus faible que celui généralement décrit dans les projections officielles

du FOMC. Sur la base de ces considérations, nous choisissons d'augmenter tactiquement la durée de façon sélective, principalement sur la partie basse de la courbe des taux, et en privilégiant les dettes souveraines américaines et allemandes, tout en restant sous-pondérés sur la dette française. Nous poursuivons sur notre stratégie de portage, notamment sur la dette émergente, et plus généralement sur les dettes d'entreprises, pour leur performance ajustée à la volatilité qui reste encore attrayante.

Quant aux actions, nous maintenons une approche plutôt prudente, en attachant une importance particulière aux valorisations des indices américains, qui avoisinent les sommets atteints durant la période post-pandémique de 2021, sans pour autant offrir les mêmes espoirs d'assouplissement monétaire de la Fed ni les mêmes perspectives de croissance qu'à cette époque. Il est indéniable que l'intelligence artificielle a constitué un moteur puissant sur les marchés ; cependant, si l'argument de la productivité future continue de justifier de telles valorisations, l'écart croissant entre le coût du capital et la rentabilité attendue devient de plus en plus difficile à soutenir vis-à-vis des estimations de bénéfices des grandes entreprises. Nous choisissons ainsi de diversifier nos investissements sur des thématiques liées à la souveraineté économique en Europe, à l'utilisation du Big Data avec une approche attentive à la valorisation, ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises pour leur exposition plus locale et moins sensible aux fluctuations des devises.

### Retour de la valorisation sur les niveaux de 2021 avec un contexte macro-financier radicalement différent

#### PE à 12 mois



Source : Edmond de Rothschild Asset Management, Macrobond



	Nos convictions	Évolution par rapport au mois passé
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>		
Actions	-	→
Obligations	= / ★+	↑
Dollar	-	→
Cash	=	→
<b>ACTIONS</b>		
US	-	→
Europe (ex-UK)	=	→
Royaume-Uni	=	↓
Japon	=	→
Chine	=	→
Émergents Global	=	→
<b>OBLIGATIONS SOUVERAINES</b>		
US	=	→
Eurozone	=	→
Émergents	+	↑
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISES</b>		
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 14/10/2025.

★ Score tactique



## EN BREF

- La détérioration du marché de l'emploi américain se superpose à la résurgence des tensions sino-américaines suite à l'annonce par Donald Trump de nouveaux droits de douane de +100 % sur toutes les importations chinoises à partir du 1<sup>er</sup> novembre.
- La dépréciation du dollar incite à une allocation d'actifs plus sélective, avec une augmentation tactique de la duration, en privilégiant les dettes souveraines américaines et allemandes et en restant sous-pondérés sur la dette française.
- La prudence reste de mise sur les actions américaines, dont les valorisations approchent des sommets atteints en 2021. L'accent est ainsi mis sur la diversification via les thématiques liées à la souveraineté économique en Europe, au Big Data, ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises plus domestiques et moins sensibles aux variations des devises.

### AVERTISSEMENT :

Achévé de rédiger le 14/10/2025. 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 / FR - 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](http://www.edmond-de-rothschild.com)

