



Tendance des marchés

RENTREE COMPLIQUEE

Septembre 2025

L'été a procuré plutôt de bonnes surprises et s'est déroulé avec une volatilité plutôt moindre que ce que l'on aurait pu craindre. En effet, après de nombreuses voltefaces du Président américain, un accord a finalement été trouvé pour des droits de douane à 15% pour le Japon et pour l'Europe. Cela a rassuré les marchés financiers, tant en matière de croissance globale que de risque inflationniste, même si d'autres pays sont plus « matraqués ».

Ceci était par ailleurs corroboré par les statistiques économiques publiées :

- PIB américain en hausse de 3% au 2ème trimestre après -0.5% au 1er, soit +2% sur un an, et toujours atone en zone euro (+0.1% au 2ème trimestre et +1.4% sur un an) mais sans infléchissement majeur ;

- chiffres d'inflation inférieurs à 3% de part et d'autre de l'Atlantique, et même de 1% en France à la fin du 2ème trimestre.

En outre, la nouvelle baisse des taux directeurs de la BCE en juin et le statu quo de la Réserve Fédérale, dans un contexte de pression de D. Trump pour continuer l'assouplissement monétaire, ont alimenté les anticipations de poursuite de la baisse des taux courts d'ici à la fin de l'année et limité la hausse des taux longs (stabilité du 10 ans US et hausse de 10 points de base environ du 10 ans allemand sur juillet-août) après une pentification limitée de la courbe des rendements. A Jackson Hole, le discours de J. Powell a ainsi accrédité la thèse d'au moins deux baisses d'un quart de point d'ici à la fin de l'année, ce qui est dorénavant anticipé par les courbes de taux.

Du côté des résultats de sociétés, les publications ont été en majorité supérieures aux attentes, notamment aux Etats-Unis et globalement dans la technologie, les financières, la construction électrique pour son exposition à l'intelligence artificielle et la défense. Elles restent très mitigées sinon médiocres dans l'automobile, le luxe et les pétrolières.

Ceci a néanmoins permis à de nombreux indices boursiers de réaliser de nouveaux records (S&P 500 en dollars +10% à 6500, STOXX 600 autour de 560 soit +10% également, DAX au-dessus de 24000 fin août soit une hausse de plus de 20% depuis le début de l'année et CAC 40 retouchant le niveau des 8000 soit 3% environ de ses plus hauts).

Volatilité accrue

Le retour des vacances s'annonce nettement moins serein.

Aux Etats-Unis, les charges persistantes de Donald Trump pour un assouplissement monétaire, le limogeage de Lisa Cook, alors que le gouvernement a demandé à la Cour Suprême de statuer sur les droits de douane réciproques et que les indicateurs avancés sont entrés en zone de contraction (Beige Book et chiffres de l'emploi) dénotent d'une économie un peu « en panne ». De nombreuses incertitudes persistent donc concernant les taux d'intérêt américains et la croissance, avec un risque de stagflation accru par un déficit courant qui reste de l'ordre de 7% du PIB, un déficit budgétaire de plus de 6 % et un dollar toujours à la peine.

Au plan international, les discussions sur la paix en Ukraine ont bien avancé mais ne

semblent pas sur le point d'aboutir, chacun restant rivié sur ses positions en matière territoriale et V. Poutine se montant déjà menaçant face à la présence d'éventuelles forces de sécurité occidentales sur le territoire ukrainien. Côté Moyen-Orient, aucune solution ne semble se préciser non plus, ce qui maintient une situation d'enlisement.

En Europe, des espoirs d'éclaircie économique au premier semestre 2026 étaient apparus avec les commentaires des dirigeants d'entreprises lors des publications, la belle performance de plusieurs segments cycliques industriels et une relative meilleure performance des valeurs de croissance. Ceux-ci se sont éteints rapidement au vu des dernières statistiques américaines et surtout de la situation politique française. Le vote de confiance demandé par F. Bayrou au Parlement en session extraordinaire le 8 septembre semble en effet d'avance voué à l'échec et a donné un coup d'arrêt à la tendance favorable des marchés. La France risque en effet de se retrouver dans la même situation qu'après la dissolution de 2024, c'est-à-dire :

- un blocage tant du côté législatif qu'exécutif avec un Premier Ministre faible, une Assemblée Nationale sans majorité empêchant de voter un budget raisonnable alors que la réduction du déficit est une priorité ;

- le risque d'une nouvelle dissolution et d'un virage vers encore plus de laxisme budgétaire entraînant à la fois un dérapage plus important de la dette et des mesures pénalisant la croissance et la rentabilité des entreprises françaises.

Les marchés ont immédiatement pris la mesure de ce risque avec une hausse des taux de l'OAT à 10 ans de 10 points de base et de 15 points de base à 30 ans, ainsi qu'une baisse de 3 à 5 % des indices actions sur la dernière semaine du mois d'août. A noter que ceci n'a pas été un phénomène circonscrit à la France, les économies européennes étant toutes liées et corrélées, et que le spread OAT-Bund a pu une nouvelle fois se limiter à 80 points de base. En termes sectoriels, la tendance s'est totalement inversée avec une nette correction des financières et des valeurs

domestiques en général, ainsi que de la plupart des valeurs cycliques, industrielles ou de consommation.

Si les marchés se sont stabilisés depuis, il est clair que des supports techniques ont été cassés et que les risques de ralentissement économique, de remontée de l'inflation et des taux d'intérêt se sont de nouveau accrus, justifiant d'une certaine prudence à court terme.

L' Europe toujours attractive

Plusieurs facteurs positifs doivent cependant être notés et justifient de saisir les opportunités à l'achat quand elles se présentent :

- 1 . L' Europe est apparue relativement unie dans les négociations avec D. Trump et dans celles concernant la guerre en Ukraine, ce qui peut compenser l'instabilité politique domestique et les faiblesses face aux Etats-Unis d'une part et au « bloc » Chine-Inde-Russie qui se fait jour sur certains sujets d'autre part. La fin du dogmatisme budgétaire de l'Allemagne et son souhait de participer aux forces de dissuasion à l'Est en sont des manifestations claires.

2. De nombreux secteurs resteront porteurs à l'avenir, bien sûr pour les entreprises américaines, mais l'Europe y prend également sa part et dispose d'atouts notables :

- l'intelligence artificielle où bien sûr Nvidia domine clairement malgré les tentatives chinoises, mais où les constructeurs électriques européens pour les serveurs, les services informatiques, les éditeurs de logiciel, les groupes de communication et de publicité et autres licornes locales, bénéficient d'un vecteur de croissance important

- la défense et la sécurité (des personnes, des biens et des données) ainsi que l'aéronautique qui y est souvent liée où nous avons de grands champions

- la santé et le vieillissement de la population où nous « challengeons » souvent les groupes américains et faisons éclore des start-up fructueuses (Abivax par exemple)

- les énergies alternatives où l'Europe est clairement en avance même si ce n'est pas encore source de rentabilité significative

3. une valorisation raisonnable : les handicaps de l'Europe nous semblent largement pris en compte par un multiple de 13 fois sur les résultats 2026 déjà bien révisés en baisse après ceux de 2025 (7% de révision) mais en hausse de l'ordre de 12%. Ceci se compare à un multiple de plus de 22 pour le S&P 500 qui s'explique par le niveau des marges très supérieur aux Etats-Unis et la part des valeurs en forte croissance plus élevée

Décote sur la France

Cette décote est particulièrement patente sur les indices français, notamment le CAC 40 qui sous-performe de près de 30% le DAX et de plus de 10% le Stoxx 600 depuis la dissolution, se situant quasiment au même niveau.

Certes, le niveau d'endettement est trop élevé et aucune solution n'a été trouvée depuis, entraînant un risque de dégradation du pays par les agences de notation et ses conséquences négatives que l'on connaît.

Il faut cependant relativiser en précisant :

- que les taux français ont déjà anticipé cette dégradation ;

- que la balance des paiements courants est positive ainsi que balance commerciale sur les services (conseil, logiciels, nuits d'hôtel, billets d'avion..)

- que la corrélation aux exportations vers les Etats-Unis est faible (leur valeur ajoutée représente 1% du PIB)

- que l'épargne des ménages y est supérieure à celle de nos pairs

- que les liquidités sont loin de faire défaut du côté des entreprises financières et non financières, avec des émissions obligataires qui continuent à être sursouscrites et à se placer facilement depuis le début du mois de septembre, tant du côté de l'Etat français (11 milliards d'euros avec une hausse des rendements limitée comme évoqué plus haut) que des entreprises, avec également des spreads qui sont au plus bas depuis début 2022 (ITAXX Crossover 3-5 ans).

Même si cela fait déjà trop longtemps que nous sommes « sur le fil », ce sont sans doute ces facteurs qui continuent à repousser la nécessité de réformer, les entreprises françaises tirant assez correctement leur épingle du jeu dans cet environnement. Il y aura donc des opportunités à saisir dans les prochaines semaines pour tirer parti de ces quelques bons positionnements largement décotés, sinon d'une amélioration du fait de réformes internes et de notre appartenance à l'Europe.

Stéphanie de Carné

Achevé de rédiger le 05 Septembre 2025