

# Le Mensuel

Octobre 2025 - n°53

# L'exceptionnalisme américain est-il voué à s'estomper?

En septembre, l'actualité a été riche. De la reprise des baisses de taux de la Fed, au statu quo de la BCE, en passant par une réévaluation à la hausse de la croissance américaine. Mais à l'approche de la fin d'année, un débat n'a toutefois pas encore été totalement tranché pour nombre d'investisseurs : la surperformance des actions américaines est-elle vouée à s'estomper ?

La croissance du PIB américain pour le 2ème trimestre a été révisée à la hausse, passant de 3,3% en rythme annualisé à 3,8%. La réévaluation de ces chiffres a principalement concerné la consommation des ménages, notamment dans les services. L'économie américaine semble ainsi, une fois de plus, défier la gravité. Le rythme de progression de la consommation des ménages demeure relativement robuste, malgré l'incertitude politique et les droits de douane. Les chiffres mensuels publiés pour le mois d'août indiquent même que cet élan ne s'est pas arrêté. Les ménages américains continuent de voir leurs revenus réels progresser, puisent dans leur épargne et jouissent – pour les plus aisés d'entre eux – d'un effet richesse positif grâce à la hausse des marchés d'actions. Il convient également de mentionner, comme évoqué le mois précédent, la contribution de plus en plus importante à la croissance des investissements liés à l'intelligence artificielle. Et ce phénomène n'est pas près de s'arrêter, comme en témoigne l'alliance récente de plusieurs grands noms du secteur de la technologie dans le but de construire cinq nouveaux centres de données sur le sol américain. Ces investissements colossaux, devraient contribuer à maintenir un certain niveau de croissance « incompressible ». Pourtant, nous continuons de penser qu'un ralentissement de l'économie américaine, un peu en dessous de son potentiel, est devant nous. La consommation des ménages devrait ralentir, sous le poids de la hausse de l'inflation, amenée selon nous à se poursuivre pour quelques mois encore, avant de redescendre graduellement. Les revenus réels perçus par les ménages progressent, mais un ralentissement de cette progression s'observe. D'autant que le marché de l'emploi s'avère fragilisé. Si nous n'anticipons pas de rupture franche et marquée de ce dernier, les nouvelles embauches, tout comme les démissions et les licenciements pourraient rester dans une situation d'entre deux. À l'exception des projets déployés dans le domaine de l'IA, les entreprises ont réduit leurs intentions d'investissement. La baisse de l'incertitude liée aux droits de douane a néanmoins permis un léger redressement de la situation. A court terme, la Fed devrait poursuivre son ajustement de politique monétaire. L'inflation devrait toutefois rester un sujet d'attention, une fois la situation stabilisée sur le front de l'emploi. Nous envisageons ainsi deux (éventuellement trois) baisses de taux d'ici 6 mois. Il nous semble par ailleurs que les anticipations de baisses de taux des marchés sont encore une fois trop agressives à horizon fin 2026, dans un contexte où l'indépendance de la Fed devrait être chahutée, mais pas perdue (cf. notre

analyse disponible [ici](#)). Enfin, concernant la probabilité élevée de *shutdown*, les conséquences économiques devraient être limitées, sauf à considérer qu'il ne dure plusieurs semaines. Le risque de voir un arrêt de certaines statistiques publiques, à l'instar des chiffres de l'emploi, subsiste néanmoins. Une telle situation nuirait grandement à la lecture de l'économie américaine et réduirait de facto la lisibilité de la politique monétaire...

S'agissant de la zone Euro, notre scénario central est resté inchangé. La résilience de l'activité se poursuit, mais un redressement plus franc tarde encore à se manifester. Nous demeurons toutefois un peu plus optimistes que le consensus en matière de croissance attendue, tout particulièrement pour 2026. Au-delà des perturbations de court terme liées à l'application des droits de douane, les retombées positives du plan de réarmement et d'infrastructures allemand sur l'économie de la zone Euro devraient modérer son impact négatif. En outre, certains indicateurs avancés continuent à témoigner d'un début d'inflexion du cycle et augurent d'une reconstitution progressive de l'écart de production (i.e. la différence entre la croissance observée et la croissance potentielle). L'inflation oscille désormais autour de 2% et le plus gros de la désinflation semble derrière nous. À moyen-terme, des pressions inflationnistes modérées pourraient même se former, dans le sillage du plan allemand et de l'inflexion du cycle. Comme anticipé, la BCE a quant à elle probablement effectué sa dernière baisse de taux le 5 juin dernier. Une baisse supplémentaire est encore possible au 4ème trimestre, en cas de dégradation marquée de la conjoncture ou d'incidences négatives sur l'inflation du fait de l'augmentation des droits de douane ou de la hausse de l'euro, mais cela ne constitue pas notre scénario central. La hausse des taux longs de marché, tout particulièrement en France, est un risque supplémentaire (cf. notre analyse disponible [ici](#)). À ce stade, difficile néanmoins d'envisager la BCE prendre en considération ces éléments dans ses prises de décisions.

Il y a encore quelques mois, le consensus tablait sur une poursuite de la surperformance des actions américaines. Depuis le début de l'année, la situation est toutefois plus contrastée. Une fois convertie en euros et sans couverture de change, les actions américaines affichent une performance proche de zéro, tandis que le reste du monde oscille autour de +10%. Les arguments étaient pourtant solides. La croissance économique des Etats-Unis n'a cessé de devancer celle de la plupart des autres pays développés ces dernières années et la thématique de l'IA a été largement embrassée par les investisseurs.

Mais c'était sans compter la dimension politique. D'une part, les effets délétères de la politique économique erratique de D. Trump, tout particulièrement sur le dollar. D'autre part, l'élan vers un regain d'autonomie stratégique et le retour d'un sentiment positif en Europe, dans le prolongement du plan allemand de réarmement et d'infrastructures. A l'approche de la fin d'année, il nous a paru utile de revenir sur notre thèse développée début 2025, consistant à privilégier les actions de la zone Euro au détriment de celles des Etats-Unis.

Selon certaines métriques, le niveau de valorisation actuel des actions américaines est au plus haut depuis la bulle internet. Le phénomène d'extrême concentration des indices sur quelques valeurs, pour la plupart issues du secteur de la technologie et toutes plus ou moins englobées dans la thématique de l'IA, en est l'une des principales explications. Toutefois, et bien que plus modeste, cette tension sur les valorisations s'observe également, une fois cette « pollution » retranchée. A contrario, les actions de la zone Euro se traitent encore avec une décote importante (près de deux fois la moyenne historique) vis-à-vis des Etats-Unis. En comparaison de leur propre historique de valorisation, les actions de la zone Euro sont néanmoins tout juste bon marché, voire légèrement surévaluées. Mais une différence de taille distingue ces deux zones.

Il serait malhonnête d'indiquer que les actions américaines n'ont pas brillé cette année dans leur devise. A +14,8% en dollar, la performance a surtout été tirée par la croissance bénéficiaire des entreprises, tout particulièrement celle du secteur de la technologie.

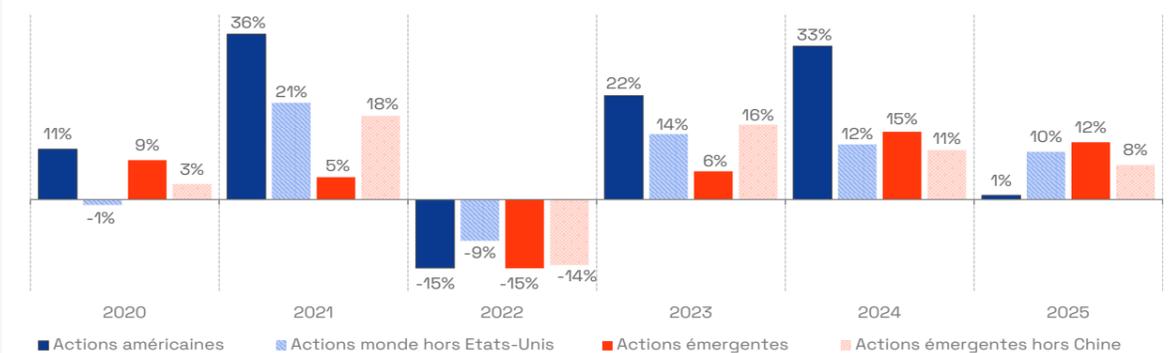
L'essentiel de la performance des actions de la zone Euro (17,7% pour le MSCI EMU) provient quant à elle d'une expansion des multiples de valorisation, la progression des bénéfices ayant été plutôt modeste. Pour pouvoir continuer sur leur lancée, les entreprises cotées américaines sont ainsi condamnées à ne pas décevoir sur leurs résultats au cours des prochains mois. Ce scénario haussier n'est pas improbable, mais au regard du ralentissement économique envisagé et de l'importante dépendance à la thématique de l'IA, la prudence est de mise (cf. notre précédent mensuel [ici](#)). En Europe et dans d'autres pays développés, les résultats d'entreprises pourraient surprendre à la hausse, à mesure de l'inflexion du cycle économique qui semble se dessiner et de l'atténuation de l'écart entre l'exceptionnelle croissance de l'économie américaine et celle du reste du monde. Mentionnons par ailleurs d'autres sources de perturbations potentielles sur la trajectoire des actions américaines et du dollar, telles que la politique économique erratique menée par D. Trump, les menaces à l'encontre de l'indépendance de la Fed et des institutions ainsi que les nombreuses baisses de taux anticipées par le marché. S'il n'est pas question de se couper des actions américaines, qui constituent toujours un socle pour la plupart des portefeuilles diversifiés internationalement, il nous paraît toujours opportun d'opérer une plus grande diversification du risque, passant par plus de granularité géographique...

Florent Wabont  
Economiste



## Graphique du mois

Evolution des performances calendaires par zone géographique



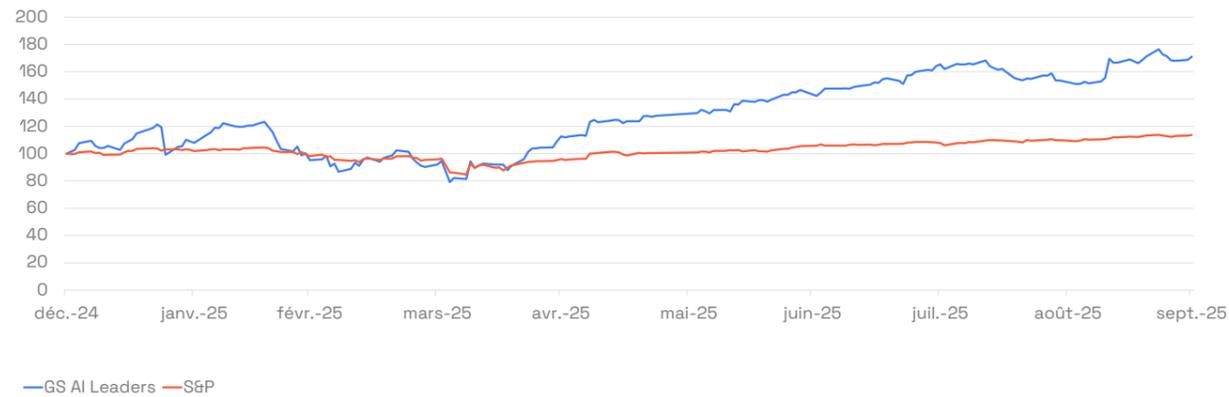
Sources : Ecofi, MSCI, Bloomberg. Les performances sont affichées dividendes réinvestis et en euros.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 30/09/2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Actions

## S&P : toujours plus haut

Surperformance des valeurs de l'Intelligence Artificielle depuis 2025



Source : Bloomberg.

### Indices

	perf. mois
EuroStoxx (€)	2,79% ↗
S&P 500 (\$)	3,61% ↗
Topix (¥)	2,83% ↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	4,56% ↗
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	1,73% ↗

### Secteurs

	Zone Euro		Etats-Unis
Produits de base	0,86 ↗		4,18 ↗
Energie	-2,54 ↘		-0,63 ↘
Industrie	3,86 ↗		1,90 ↗
Technologie	11,34 ↗		7,33 ↗
Conso. cyclique	3,43 ↗		2,91 ↗
Conso. non cyclique	-3,83 ↘		-1,82 ↘
Santé	-1,72 ↘		1,86 ↗
Services de communication	-4,22 ↘		5,54 ↗
Services aux collectivités	2,38 ↗		4,23 ↗
Finance	2,01 ↗		-0,20 =
Immobilier	2,12 ↗		0,15 =

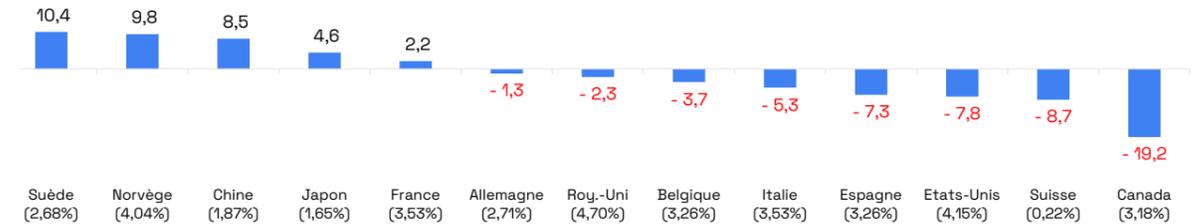
### Actualités

En septembre, la Fed a enregistré une baisse des taux, offrant au S&P son meilleur mois depuis 2009. Les marchés boursiers américains, portés par les valeurs technologiques et l'optimisme autour de l'intelligence artificielle, ont connu une forte dynamique haussière (+3,61 % en dollars). La très bonne publication de Nvidia la dernière semaine du mois d'août a été l'un des principaux catalyseurs des marchés. Le consensus a révisé à la hausse les attentes de croissance des bénéfices des valeurs exposées à la thématique de l'intelligence artificielle. En Europe, le secteur des semi-conducteurs, exposé à cette thématique et perçu comme bénéficiaire de l'IA, a tiré les marchés.

Obligations

## Divergence

Niveau et variation mensuelle (en pdb) des rendements d'emprunts souverains à 10 ans



Sources : Bloomberg, Ecofi

### Crédit

En dépit d'un volume d'émission important, les marges de crédit se sont contractées alimentant une surperformance des obligations privées par rapport aux emprunts souverains. On notera que certains émetteurs français offrent désormais, à maturité équivalente, des rendements inférieurs aux emprunts d'Etat de la France. Le troisième trimestre s'achève sur une bonne note pour le marché du crédit. Les obligations les moins bien notées se sont particulièrement bien comportées

### Convertibles

Le marché des obligations convertibles de la zone Euro progresse de 0,35% sur le mois (indice Bloomberg EZ). Cette performance reste modeste par rapport à la progression du marché actions ce mois-ci, malgré de belles progressions sur certaines valeurs industrielles (Rheinmetall, Schneider Electric, BE Semiconductors) ou de luxe (Kering). Le secteur aérien est pénalisé, ainsi que l'immobilier en dépit de la stabilité/baisse des taux.

Le marché a été actif sur primaire avec 3 émissions (Deutsche Lufthansa 32, Scheiner Electric 33, Exail Technologies perp.). La dynamique positive sur la classe d'actifs (+13,45%) est appelée à se poursuivre.

### Obligations

	Var. mois	Taux 10 ans
Souverains Euro (Euro)	-0,01%	2,71%
Souverains US (\$)	-0,08%	4,15%

	Perf. mois	perf. YTD
Crédit IG (Euro)	0,39% ↗	2,76%
High yield (Euro)	0,50% ↗	4,65%
Convertibles (Euro)	0,35% ↗	13,45%

### Devises

	Perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	0,41% ↗	13,33%
Euro/Yen	0,97% ↗	6,60%
Euro/Livre sterling	0,83% ↗	5,47%

### Actualités

Aux Etats-Unis, au vu des statistiques parues début septembre confirmant la fragilité du marché de l'emploi, la FED, même si elle reste préoccupée par l'évolution probable de l'inflation, a décidé de réduire ses taux directeurs de -25bp après les avoir maintenus stables depuis 9 mois. La BCE a quant à elle confirmé sa volonté de ne plus baisser ses taux directeurs, considérant que les risques sur la croissance étaient dorénavant équilibrés. Ainsi, les emprunts d'Etat américains ont continué de surperformer leurs homologues allemands. Les courbes se sont de nouveau pentifiées principalement par la baisse des taux courts pour les US et par la hausse des taux longs pour l'Allemagne. La convergence des taux à long terme italiens et français s'est poursuivie, les taux à 10 ans des deux pays traitant maintenant à parité.

## Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin septembre 2025, les prévisions à 6 mois :

### Actions

Zone Euro	=
Royaume-Uni	=
Etats-Unis	=
Japon	↗

Après un bon début d'année, un attentisme s'installe en Europe avec un absence de momentum en termes de révisions des perspectives de BPA, partagé entre la reprise économique européenne, la maîtrise de l'inflation et les risques liés à l'incertitude engendrée par la politique commerciale. Aux Etats-Unis, malgré des résultats solides des entreprises, le scepticisme reste maintenu en raison des conséquences du *shutdown* et des craintes concernant les publications macroéconomiques. Les valorisations relatives aux attentes de croissance des BPA mettent en exergue une zone Euro encore attractive, avec une croissance proche de celle des entreprises américaines (+10 % vs +13 %).

### Devises

Euro / Dollar	=
Euro / Livre Sterling	↗
Euro / Yen	↘

La tendance baissière sur le dollar US devrait se prolonger avec le risque de ralentissement de l'économie américaine, la poursuite de l'assouplissement monétaire de la Fed et les pressions politiques exercées sur celle-ci. Toutefois, cette baisse pourrait être limitée car les diminutions de taux directeurs sont déjà anticipées, le contexte géopolitique devrait rester tendu et nous pensons que la crédibilité de la banque centrale sera préservée. L'Euro pourrait s'affaiblir compte-tenu de la situation politique française et/ou avec une conjoncture moins favorable que le laissent apparaître les indicateurs avancés. Nous prévoyons une hausse du Yen contre USD et Euro compte tenu des perspectives de remontée des taux directeurs de la BoJ (inflation élevée, hausse des salaires...) et des taux longs japonais ainsi que d'une plus forte probabilité de baisse des taux de la Fed.

### Obligations souveraines

Allemagne	=
Etats-Unis	=
Royaume-Uni	=
Japon	↗

Sauf dégradation importante de la conjoncture dans la zone Euro, la BCE ne devrait plus baisser ses taux directeurs. Dans cet environnement et alors que les perspectives de croissance dans la zone Euro devraient prendre le relais, le taux à 10 ans allemand pourrait remonter vers 2,80% d'autant que les émissions d'emprunt d'Etat connaîtront une forte hausse dans les prochains mois. La courbe allemande se pentifierait donc encore légèrement. L'écart de taux France-Allemagne à 10 ans restera élevé et pourrait même augmenter fortement à court terme en cas de crise.

### Crédit

Investment grade Euro	=
High yield Euro	=

Le marché primaire sera très animé en octobre. Nous ne tablons pas sur un nouvel assouplissement des taux directeurs de la BCE. Les yeux sont rivés sur la France car le nouveau Premier ministre Sébastien Lecornu doit former un nouveau gouvernement et tenter de faire voter un budget.

L'instabilité politique française, la menace d'un *shutdown* long aux Etats-Unis et la crainte d'une escalade des tensions (Ukraine, Israël, tarifs douaniers...) sont susceptibles de peser sur le niveau des marges de crédit. Il faudra se repositionner lors des phases de turbulences. La baisse progressive de la rémunération des fonds monétaires devrait continuer à favoriser les allocations en faveur des fonds à dominante crédit.

Les vues sont exprimées sur les performances totales attendues en euro.

## Nos derniers engagements

### FIR

#### Campagne questions écrites aux entreprises du CAC 40

Comme tous les ans depuis 2020, Ecofi, en tant que membre de la Commission de dialogue et engagement du FIR, soutient sa campagne de questions écrites adressées à l'ensemble des entreprises du CAC 40. Les questions concernent différents sujets ESG, dont la sobriété, les droits de l'Homme dans la chaîne de valeur, la gouvernance dans la durabilité et l'IA. Ecofi a été en charge de l'écriture de la question sur la sobriété et de l'analyse des réponses des sociétés. Les réponses à ces questions vont donner lieu à une analyse et à une étude publique. A travers cette initiative, Ecofi a contacté 35 entreprises investies par ses fonds.

### PRI

#### Lettre au FTSE 100 sur le Say on Climate

Ecofi a signé une initiative de dialogue collectif, coordonnée par 2 membres anglais des PRI des Nations Unies (LAPPF et CCLA), pour exiger des sociétés listées au FTSE 100 qu'elles inscrivent à l'ordre du jour de leur assemblée générale la possibilité pour les actionnaires de voter leur stratégie climatique.

Les investisseurs signataires s'attendent à ce que les entreprises élaborent des plans de transition crédibles, incluant des objectifs alignés sur l'Accord de Paris et des stratégies détaillées pour atteindre ces objectifs. L'initiative concerne 76 sociétés, dont 11 investies par les fonds d'Ecofi.

### Reclaim Finance

#### Lettre à la Commission européenne sur la révision de SFDR

Ecofi a signé une lettre adressée à la Commission européenne, appelant à une révision significative du Règlement SFDR. Cette lettre souligne la nécessité d'établir des critères minimaux pour exclure les entreprises développant de nouveaux projets de combustibles fossiles dans toutes les catégories de produits SFDR, afin de restaurer la confiance des investisseurs et de prévenir le greenwashing. La lettre a été signée par 22 investisseurs et 54 associations/ONG.



+ 33 (0)1 44 88 39 24

contact@ecofi.fr

www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro  
CS 10002  
92024 Nanterre Cedex

  
**GROUPE  
CREDIT COOPERATIF**

Identifiant unique REP Emballages Ménagers et Papiers  
Graphiques n° FR308133\_01LYLF



Le présent document ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée. Conformément à la réglementation, toute souscription devra être précédée d'une évaluation de l'expérience, de la situation et des objectifs du Client. Il est recommandé, avant tout investissement, de lire le Document d'Information Clé (ou DIC) de l'OPC. Les documents d'informations périodiques des OPC sont tenus en permanence à votre disposition chez Ecofi Investissements ou sur notre site internet.

Ecofi Investissements est susceptible de détenir des liens d'intérêt (notamment gestionnaire ou distributeur) ou de détenir des positions sur les OPC ou les valeurs mentionnées. Une quote-part des frais de fonctionnement et de gestion peut-être éventuellement attribuée à un tiers distributeur afin de rémunérer l'acte de commercialisation dudit OPC.

Ecofi Investissements est agréée par l'AMF (<http://www.amf-france.org/>) sous le n°GP97004 en date du 07/02/1997.