



Note de conjoncture

par Rothschild & Co Asset Management

4^{ème} trimestre 2025



Marc Terras
Responsable
de la Gestion
Architecture Ouverte



Stéphane de Kermoal
Responsable de la
Gestion Sous Mandat

La résilience globale des marchés l’emporte sur les incertitudes

L’année 2025 s’est terminée sur des marchés d’actions enchaînant les records, portés par une économie mondiale plus résiliente qu’attendue, une inflation en décélération en Europe et relativement maîtrisée aux États-Unis, et des politiques monétaires des banques centrales qui ont continué à être accommodantes. La résilience du marché du travail, des tarifs douaniers moins élevés qu’annoncés par l’administration américaine lors de Liberation Day⁽¹⁾, des politiques budgétaires généreuses et un prix du pétrole bas sont tant de facteurs ayant permis de revoir à la hausse les prévisions de croissance mondiale pour 2025.

Le quatrième trimestre aura été marqué par le « shutdown » budgétaire record aux États-Unis de 43 jours (du 1^{er} octobre au 12 novembre), qui a retardé la diffusion des données d’emploi et d’inflation et pesé sur la visibilité macroéconomique. Dans ce contexte, la Fed a poursuivi son assouplissement monétaire entamé en septembre en effectuant deux baisses de taux supplémentaires en octobre puis en décembre, ramenant les taux directeurs dans une fourchette de 3,5%-3,75% non sans divisions internes. La décision de décembre a effectivement été adoptée par 9 voix à 3, traduisant une opposition entre d’une part, des membres favorisant une pause sous couvert d’une inflation persistante, et d’autre part, une majorité plaidant pour une baisse des taux plus marquée priorisant le soutien à l’emploi. L’incertitude économique aux États-Unis est renforcée par des signaux contraires entre des « hard data » relativement positives (inflation, croissance, emploi) et des « soft data » en demi-teinte (confiance des consommateurs en baisse entre septembre et novembre suivie d’un rebond en décembre⁽²⁾, indices PMI Services et PMI Manufacturier au-dessus de 50 mais en dégradation sur le T4⁽³⁾).

Après avoir effectué la plus importante baisse de taux d’intérêts sur 12 mois (les taux de dépôt étant passés de 4% à 2% entre juin 2024 et juin 2025⁽⁴⁾), la BCE a fait une pause au quatrième trimestre. En novembre 2025, l’inflation harmonisée (HICP)

En bref

- Les marchés actions ont enchaîné les records en 2025, portés par une économie mondiale plus résiliente et une inflation en décélération.
- La Fed a poursuivi ses baisses de taux, malgré un environnement incertain marqué par le shutdown budgétaire et des signaux macro contrastés.
- En Zone euro, la BCE a marqué une pause, dans un contexte d’inflation maîtrisée et de perspectives de croissance revues à la hausse.

en Zone euro a été annoncée à 2,1% (stable par rapport à octobre), avec des services à 3,5% et une énergie encore légèrement négative (-0,5%), confirmant l’idée d’une inflation maîtrisée. L’indice PMI Composite⁽⁵⁾ de la Zone euro du quatrième trimestre a atteint son plus haut niveau (52,3) depuis le deuxième trimestre 2023 et la croissance économique prévue pour 2025 a été révisée à la hausse par la BCE en décembre pour atteindre 1.4% (+0,2 points par rapport aux projections de septembre), démontrant la résilience de la zone.

(1) Le Liberation Day est l’annonce d’une nouvelle politique commerciale menée par le président des États-Unis Donald Trump à la suite de son « discours de libération » du mercredi 2 avril 2025.

(2) Université du Michigan

(3) S&P Global

(4) BCE

(5) Indice des directeurs d’achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d’achat dans un secteur d’activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l’activité, inférieur à 50, une contraction

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management.



La Chine reste un cas à part : la croissance devrait atteindre environ 5 % sur l'année, mais avec une dichotomie nette entre une demande domestique entravée par l'immobilier et le chômage des jeunes, et un commerce extérieur très dynamique. Les données de novembre montrent un rebond des exportations de +5,9 % en glissement annuel (330,3 Mds \$). Malgré une chute des exportations vers les États-Unis (-29 % a/a), le surplus commercial cumulé sur 11 mois a dépassé 1000 Mds \$⁽⁶⁾. Le dynamisme du commerce extérieur a repoussé la nécessité pour le gouvernement de déployer un plan de relance généralisé fortement attendu par le marché.

Au quatrième trimestre 2025, les marchés d'actions ont poursuivi leur progression, portés par la résilience de l'économie mondiale et les bons résultats des entreprises malgré les nouvelles taxes douanières américaines. L'année 2025 marque une interruption de la suprématie du marché boursier américain sur le reste du monde au cours de ces dernières années. Le S&P 500 a gagné 2,3 %⁽⁷⁾ sur le trimestre, clôturant l'année sur une hausse de 16,4 %, avec une performance toujours concentrée sur les grandes valeurs technologiques (l'indice « Magnificent 7⁽⁸⁾ » aura délivré 22.6 % sur l'année en \$), tandis que l'Eurostoxx a progressé de 4,9 %⁽⁹⁾ sur le trimestre grâce à la détente de l'inflation et à la poursuite de l'excellente performance des banques (+80 % sur l'année, un record historique).

“ L'année 2025 marque une interruption de la suprématie du marché boursier américain...” ”

Les marchés émergents ont également clôturé le trimestre en hausse (+4,3 %⁽¹⁰⁾) malgré un repli des actions chinoises, portés par la Corée et le Brésil. Les indices obligataires souverains américains et européens ont affiché une performance légèrement positive sur le trimestre⁽⁹⁾, confirmant la résilience des actifs risqués. Une hausse des taux à 30 ans a pu être observée en 2025 dans l'ensemble des économies développées (États-Unis, Allemagne, Japon), reflet de l'augmentation de la prime de terme.

Achevé de rédiger le 19 janvier 2026

(6) General Administration of Customs of the People's Republic of China

(7) Source : Bloomberg, 31/12/2025

(8) Les « Magnificent 7 » sont sept actions américaines du secteur technologique, à savoir Microsoft, Nvidia, Tesla, Meta, Apple, Alphabet et Amazon.

(9) Source : Bloomberg, 31/12/2025

(10) MSCI Emerging Markets PR USD, Bloomberg

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management. Les chiffres cités ont trait aux mois ou années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps.



Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 31/12/2025	3 mois	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	8 149,50	3,21 %	10,42 %	25,89 %	46,80 %
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	592,19	6,09 %	16,66 %	39,37 %	48,41 %
États-Unis (S&P 500)	USD	6 845,50	2,35 %	16,39 %	78,29 %	82,25 %
Japon (Topix)	JPY	3 408,97	8,65 %	22,41 %	80,21 %	88,90 %
Chine (Hang Seng)	HKD	25 630,54	-4,56 %	27,77 %	29,57 %	-5,88 %
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1 404,37	4,33 %	30,58 %	46,84 %	8,76 %
Monde (MSCI World Index)	USD	4 430,38	2,87 %	19,49 %	70,22 %	64,70 %
Obligations						
IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return	EUR	227,71	0,25 %	0,64 %	9,73 %	-13,58 %
IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index	EUR	241,57	0,24 %	3,02 %	16,53 %	-1,06 %
Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index	EUR	242,22	0,67 %	4,76 %	25,16 %	16,99 %

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 31/12/2025.

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management.



Nos choix d'investissement au 4^{ème} trimestre 2025

Dans cet environnement, nous avons mis à profit la bonne orientation des marchés d'actions pour prendre des profits en début de trimestre sur les actions américaines, notamment celle ayant un fort biais technologique, et sur les banques européennes. Nous avons employé ces profits pour investir sur des valeurs de la santé, très sous-valorisées. Au-delà de quelques ajustements tactiques ayant permis de baisser la sensibilité actions sur l'EuroStoxx, nous avons mis à profit le trou d'air de début novembre pour renforcer les petites et moyennes valeurs américaines, au détriment des valeurs technologiques. La fin du mois de novembre a fait l'objet d'une réexposition tactique sur l'EuroStoxx et le Nasdaq.

Performances au 31/12/2025	2025	2024	2023	2022	2021	Performances cumulées depuis la création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	8,79 %	6,45 %	6,72 %	-8,67 %	6,42 %	36,89 %

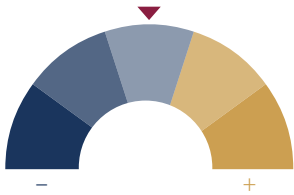
Source : Rothschild & Co Asset Management, 31/12/2025.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Performances calculées nettes de frais de gestion.





Nos orientations de gestion pour le 1^{er} trimestre 2026



Degré d'exposition global aux actifs risqués

Après une année 2025 marquée par une excellente performance, de nombreux marchés dissipant progressivement l'exceptionnalisme américain, 2026 pourrait prolonger ce mouvement : la surperformance boursière et macroéconomique des États-Unis paraît moins univoque, tandis que les flux des investisseurs ont déjà commencé à se diversifier vers l'Europe et plusieurs marchés émergents⁽¹⁾. Les prévisions de l'OCDE montrent un ralentissement de la croissance mondiale en 2026, davantage marqué aux États-Unis, en Chine et au Japon et plus modéré en Zone euro.

Le registre géopolitique pourrait prendre davantage de place avec un interventionnisme croissant des États-Unis notamment en Amérique Latine, l'attente d'une issue du conflit russo-ukrainien, ou encore les tensions entre la Chine et Taiwan. Sur le plan commercial, 2026 est exposée à deux principaux risques : l'application de tarifs douaniers américains plus élevés à un éventail plus large de biens et le durcissement de la politique chinoise sur les matières stratégiques. Pékin avait, en effet, renforcé ses contrôles à l'export sur les terres rares (et technologies associées) en 2025, imposant des licences pour de nombreux produits contenant ces terres rares. Même si certaines mesures ont été suspendues un an en fin d'année, l'architecture de contrôle et donc le levier stratégique demeurent. Si ces risques se matérialisent, ils auront un impact significatif sur la croissance et sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les politiques monétaires seront asynchrones cette année entre les différentes zones économiques. Aux États-Unis, la Fed indique que ses décisions resteront dépendantes des statistiques et que le rythme d'assouplissement pourrait être plus lent que prévu si l'inflation des services persiste tandis que le marché anticipe deux baisses en 2026. En Zone euro, une inflation maîtrisée permet d'envisager le maintien de taux neutres quelques trimestres, tandis qu'au Royaume-Uni, la Bank of England a ouvert la voie à d'autres baisses prudentes après celle du 18 décembre, allégeant graduellement le coût du crédit. Au Japon, la poursuite de la normalisation après la hausse de décembre 2025 (taux directeur porté à 0,75 %⁽²⁾) implique des taux locaux plus élevés, qui devraient être favorables aux banques et au yen.

En 2026, l'économie américaine sera influencée par l'orientation budgétaire et les effets persistants des droits de douane sur les prix à la consommation. Pour préserver le pouvoir d'achat, Washington pourrait déployer des mesures ciblées, mais leur efficacité demeure incertaine. La croissance devrait se situer entre 1,7 % et 2,2 % selon les estimations⁽³⁾, portée par les investissements des entreprises, notamment dans l'intelligence artificielle et les infrastructures, qui resteront un moteur essentiel. La consommation, deuxième pilier de la croissance, risque de ralentir sous l'effet combiné d'un marché du travail moins dynamique et de la hausse des prix liée aux tarifs douaniers, limitant la progression des revenus disponibles.

En Zone euro, le narratif pour 2026 mêle opportunités et risques de déception. L'inflation harmonisée s'est rapprochée de 2 % fin 2025⁽⁴⁾ créant un environnement plus lisible pour les décisions de la BCE et plus favorable à la demande intérieure. La résilience du marché du travail et la croissance des revenus réels devraient, par ailleurs, bénéficier à la consommation privée. L'ampleur et la mise en œuvre du plan allemand nécessiteront en revanche d'être observées avec prudence, les attentes concernant celui-ci étant particulièrement élevées. Enfin, les flux investisseurs vers l'Europe pourraient se poursuivre en 2026, la zone restant à des niveaux de valorisation attractifs.

La Chine, quant à elle, devrait profiter d'une plus grande visibilité sur ses relations commerciales avec les États-Unis, mais continue de montrer des données économiques décevantes. Le marché immobilier reste dégradé et, dans un environnement qui demeure déflationniste, il sera difficile d'observer une amélioration nette du moral des agents sur l'année à venir. Le gouvernement chinois a annoncé, fin 2025, prendre des mesures de soutien à la consommation pour l'année 2026 mais celles-ci restent modérées. Si les exportations venaient à ralentir, il serait possible qu'un plan de relance plus important soit mis en place.

(1) Source : Bloomberg, 31/12/2025.

(2) Source : BoJ, 31/12/2025.

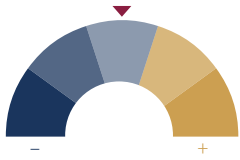
(3) Sources : OCDE, CBO, Morgan Stanley, RBC, janvier 2026.

(4) Source : BCE, 31/12/2025.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management.

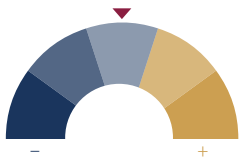


Positionnement



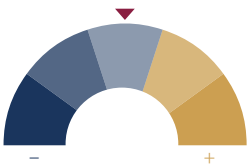
Actions

Nous maintenons notre sous-exposition aux États-Unis, certains segments du marché étant à des niveaux de valorisation que nous jugeons excessifs, portés par l'IA, dont les promesses de rentabilité sont toujours incertaines. Les actions de la Zone euro restent surpondérées, avec toujours une préférence pour la « *value*⁽¹⁾ » qui a continué de creuser l'écart avec la « croissance ». En 2025, l'indice « *value* » de l'Eurostoxx aura surperformé de 27,86 %⁽²⁾ l'indice « croissance⁽³⁾ ». Nous avons, par ailleurs, initié une exposition au secteur de la santé en Europe qui avait fortement baissé à la suite des annonces de Donald Trump de la mise en place de tarifs douaniers de 200 % sur les médicaments importés. Les pays émergents restent privilégiés en stratégie de diversification, en particulier les actions chinoises et nous avons construit au cours du trimestre une position en Amérique Latine, zone ayant un fort potentiel de revalorisation.



Taux

Les marchés obligataires mondiaux ont gagné 0,24 % au cours du quatrième trimestre 2025⁽²⁾ portés par un marché du travail montrant des signes de fragilité et, plus généralement, un risque de ralentissement économique aux États-Unis. Nous restons sous-pondérés sur la dette souveraine européenne, le potentiel de rendement nous semblant limité dans un contexte de stabilisation des taux confirmé récemment par la BCE. Par ailleurs, nous restons investis sur la dette émergente avantagée par la dépréciation du dollar américain.



Crédit

Nous avons continué à bénéficier du portage de notre poche crédit, avec une préférence pour le crédit de haute qualité. Malgré les *spreads*⁽⁴⁾ crédit qui se resserrent, les rendements restent attractifs par rapport à la dette souveraine pour un risque modéré. Nous maintenons également des positions 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.



(1) 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.

(2) Le Liberation Day est l'annonce d'une nouvelle politique commerciale menée par le président des États-Unis Donald Trump à la suite de son « discours de libération » du mercredi 2 avril 2025.

(3) Source : Bloomberg, 30/09/2025. Indices Eurostoxx Value (total return) et Eurostoxx Croissance (total return)

(4) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme « sans risque ».

(5) Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(6) Les obligations « *High Yield* » (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.



Avertissements

Les informations/opinions/données contenues 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. Information ne constituant ni un conseil ni une recommandation en investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente. Rothschild & Co Asset Management ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux (reproduction totale ou partielle interdite sauf accord préalable de Rothschild & Co Asset Management). Dans la mesure où des données externes sont utilisées pour l'établissement des termes du présent document, ces données émanent de sources réputées fiables mais dont l'exactitude ou l'exhaustivité ne sont pas garanties. 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. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport. Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations, faites au moment l'élaboration de la communication qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à sa composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces domaines leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rothschild & Co Asset Management - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

À propos de Rothschild & Co Asset Management

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, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et présents dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 40 milliards d'euros et regroupons près de 190 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com