

# La Lettre Mensuelle



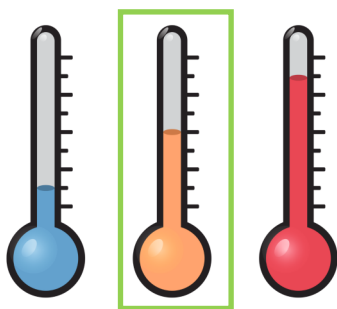
POINT DE SITUATION  
TACTIQUE

SEPTEMBRE 2025

# Noxin

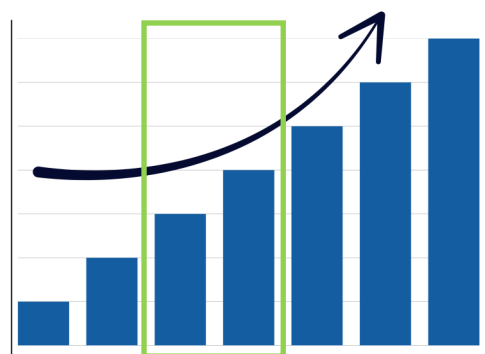
## Conditions-cadres mondiales

### ***Inflation dans les 6 prochains mois***



*Position : supérieure aux objectifs des banques centrales (hors Chine)  
Tendance : choc ponctuel de CT dans un premier temps*

### ***Croissance économique dans les 6 prochains mois***



*Position : inférieur au potentiel à long terme  
Tendance : amélioration*

## **Les États-Unis, l'Union européenne et, dans une moindre mesure, la Chine mettront en œuvre des politiques visant à stimuler la croissance nominale**

La faiblesse des principaux facteurs structurels (démographie, endettement excessif et productivité) sera compensée par des politiques économiques très soutenantes, caractérisées par des risques asymétriques de déflation ou d'inflation.

## **Perspectives conjoncturelles**

La domination budgétaire des États-Unis et de l'UE prévaut. La guerre commerciale entraînera une déconnexion/des divergences croissantes dans les cycles économiques mondiaux. Un dollar américain plus faible réduit les risques macroéconomiques mondiaux, à condition qu'il s'accompagne de réactions modérées des marchés obligataires souverains.

## **Géopolitique. Enfin, faut-il s'attendre à plus de la même chose ?**

Le volontarisme américain se heurte à des réalités complexes et à des blocs antagonistes dont les intérêts convergent. Bien que l'importance des

jeux de pouvoir reste inchangée, l'intimidation et l'imprévisibilité ne semblent pas aboutir à grand-chose, du moins à court terme.

### La dynamique de la liquidité mondiale de plus en plus incertaine

La « plomberie » du marché des capitaux américain devrait connaître des tensions avant la fin du troisième trimestre, compte tenu également des besoins de refinancement supérieurs à la moyenne. Le Japon est également sous les feux de la rampe.

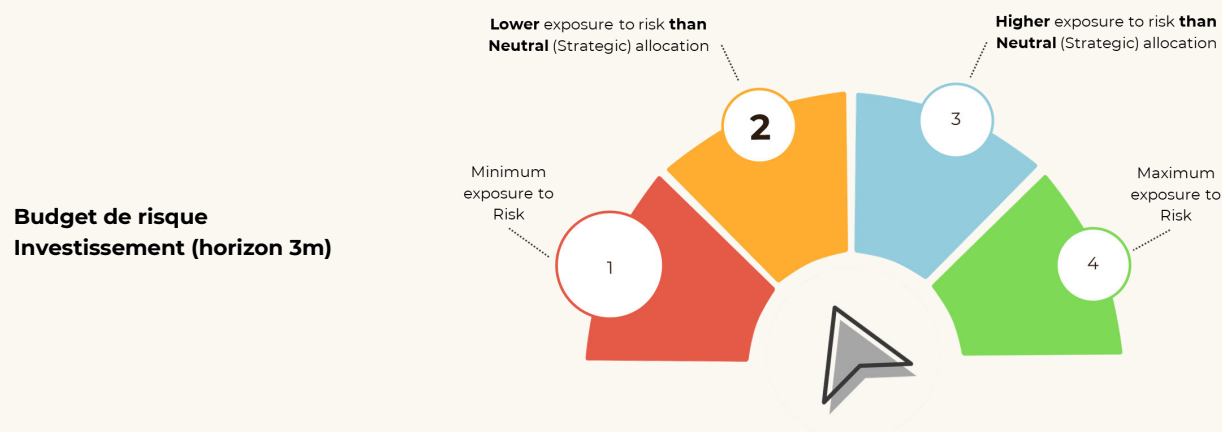
### La corrélation négative entre les actions et les obligations reste en place, pour l'instant

La volatilité de l'inflation américain reprendra à mesure que les droits de douane seront répercutés sur les consommateurs, pouvant potentiellement atteindre le seuil clé de 3 %. Le Japon reste un cas unique et sensible qui nécessite une surveillance étroite.

### Sentiment des investisseurs et flux de capitaux très volatils

Sentiment volatil en raison d'une faible visibilité. Néanmoins, l'extrême agilité et la vivacité des investisseurs particuliers américains dominant/ soutiennent pour l'instant les actifs risqués.

## Vision global



### Des similitudes de plus en plus troublantes

Trump affiche ouvertement un style plus conflictuel et plus médiatique. Mais sa doctrine s'inspire de celle de Nixon, sans pour autant reprendre son héritage ni faire de compromis stratégiques.

Nixon cherchait à contenir l'URSS en se rapprochant de la Chine, isolant ainsi Moscou. Trump cible la Chine pour contenir son essor et préserver la suprématie américaine, tout en adoptant un ton plus souple avec la Russie.

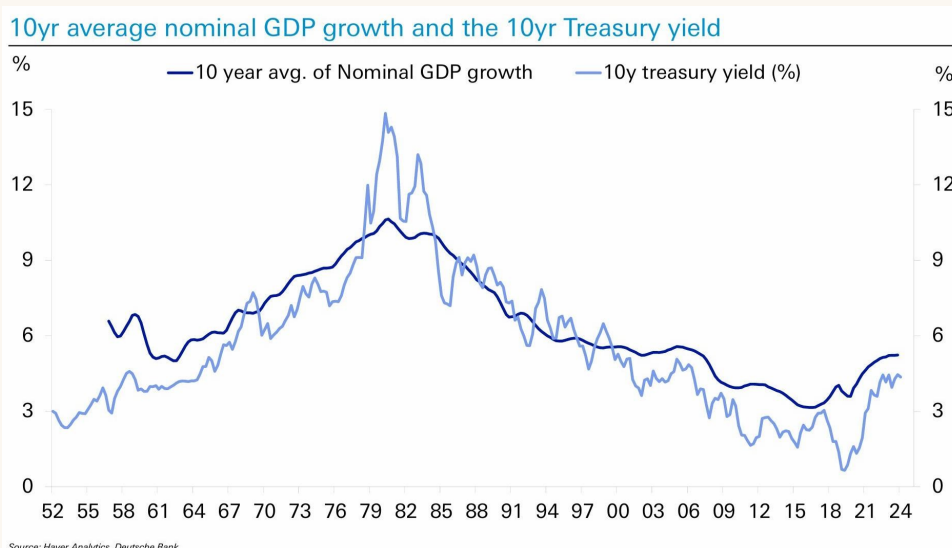
Nixon a utilisé tous les leviers du pouvoir pour ralentir les enquêtes sur le scandale du Watergate. Trump intensifie ses offensives juridiques et remet en cause l'indépendance du système judiciaire. Tous deux ont inauguré une ère de conflits constants entre le pouvoir exécutif et les institutions judiciaires. Nixon a rompu avec le système de Bretton Woods en 1971, inaugurant l'ère du dollar flottant et du protectionnisme tarifaire (surtaxes à l'importation, contrôle des prix). Trump développe un plan disruptif majeur (Mar-a-Lago) pour étendre l'hégémonie et la domination du dollar américain via les stablecoins ; il inaugure également le capital d'État. Tous deux cultivent la polarisation interne et la méfiance envers les élites et l'administration (« Silent Majority » pour Nixon, « Make America Great Again » pour Trump). Ils pratiquent une diplomatie fondée sur le choc, la surprise et la rupture : visites surprises en Chine pour Nixon, sommets avec Kim Jong-un pour Trump.

### Bis repetita placent ?

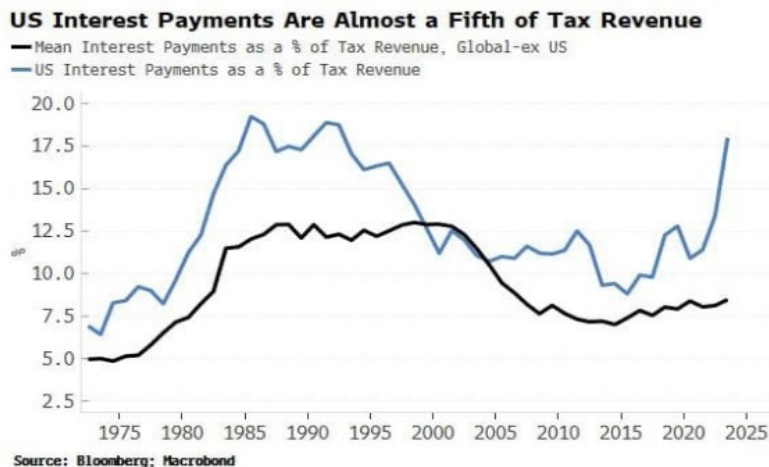
À l'époque, Nixon avait exigé du président de la Fed, Arthur Burns, qu'il mène une politique monétaire très accommodante avant les élections de 1972. Burns avait cédé en baissant les taux d'intérêt et en augmentant la masse monétaire. L'effet immédiat avait été un boom électoral, mais une inflation galopante dans les années qui avaient suivi. Le prestige de la Fed avait été brisé, et la « grande inflation des années 1970 » en avait été la principale conséquence. Trump menace Powell et tente de remodeler la majorité du FOMC par des licenciements forcés.

*L'administration Trump tente de stimuler l'économie américaine pour contenir sa dette colossale. Il semble que les leçons des années Nixon-Burns n'aient pas été retenues*

Graph. Le financement des déficits et de la dette nécessite une croissance nominale élevée (supérieure aux taux longs).



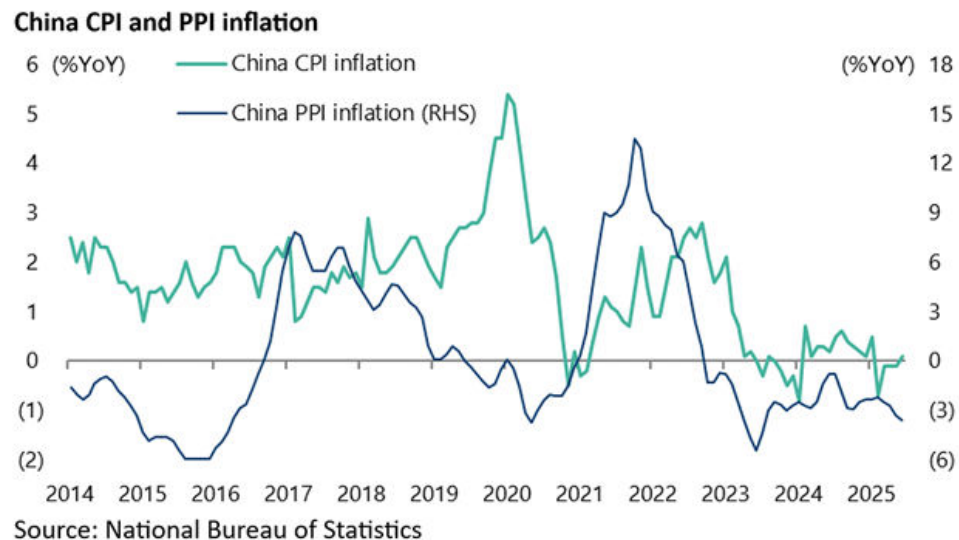
Graphe. Les États-Unis sont particulièrement vulnérables à une hausse des taux d'intérêt



## Chemins croisés

Pékin profite de la rhétorique ultra-libérale des États-Unis pour renforcer ses alliances et son modèle. La Chine promeut le RCEP et proclame dans tous les forums qu'elle défend le « véritable multilatéralisme ». Elle cherche à occuper des positions clés dans les organisations internationales et se présente comme le défenseur du libre-échange. La Chine s'oriente vers la « dédollarisation ». Elle réduit ses réserves d'or et développe l'internationalisation du yuan. Ses grandes banques et entreprises sont encouragées à libeller leurs contrats en yuan. Enfin, elle promeut l'utilisation de plateformes de paiement internationales alternatives.

Graphe. Une préoccupation récurrente : une déflation persistante



En Chine, l'attention se concentre actuellement sur la manière dont DeepSeek, une solution open source extrêmement bon marché, va déclencher une toute nouvelle vague d'applications d'IA, dont beaucoup ont le potentiel d'être commercialement viables et de créer de nouvelles sources de demande.

Les tensions déflationnistes ne proviennent pas seulement de la contraction de la demande, mais aussi des gains de productivité rapides. Pékin tente de réduire l'endettement et de mettre en place un régime de boom désinflationniste.

### Recommandation en matière d'allocation d'actifs

Les marchés ont déjà pris en compte la saga des droits de douane, mais ses conséquences sur l'inflation et le commerce deviendront plus claires dans quelques mois. L'économie américaine pourrait souffrir plus que les autres, malgré le discours de l'administration.

À court terme, les liquidités investissables seront abondantes, grâce à la faiblesse de la croissance américaine et à une Fed plus accommodante. Le risque ultime pour les actifs risqués est la surchauffe de l'économie américaine, qui pourrait se produire à partir du premier semestre 2026. Nous prévoyons un regain de volatilité mondiale à partir du quatrième trimestre.

Notre position sur les actifs risqués reste relativement prudente, avec une légère sous-pondération à l'heure actuelle.

# Devises

## Une Fed indépendante reste primordiale

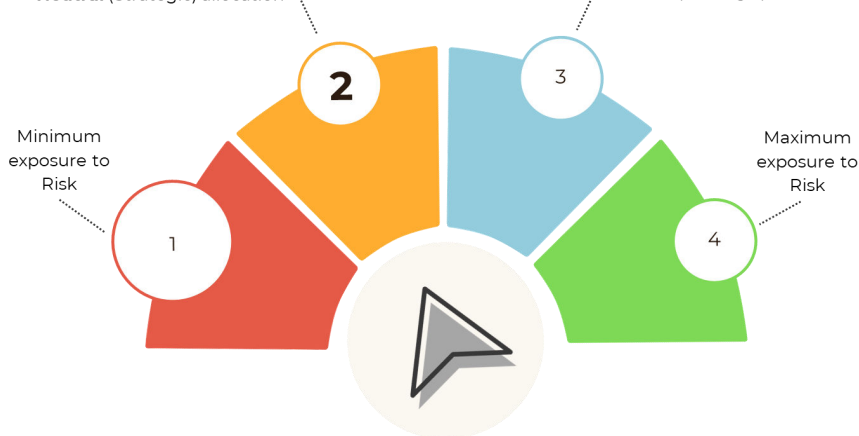
Le président de la Fed, Jay Powell, a reconnu à Jackson Hole les

**Lower exposure to risk than Neutral (Strategic) allocation**

**Higher exposure to risk than Neutral (Strategic) allocation**

Minimum exposure to Risk

Maximum exposure to Risk

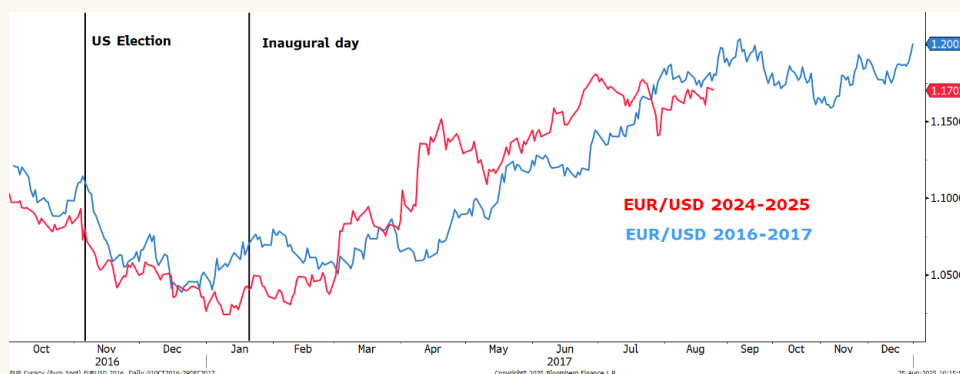


**Budget de risque  
Investissement (horizon 3m)**

risques d'un tassement du marché de l'emploi et que l'équilibre des risques justifierait un ajustement monétaire. Il anticipe un effet des pressions douanières transitoires. Le marché anticipe désormais une baisse de taux en septembre et un taux terminal plus bas à environ 3%.

Dans une décision sans précédent, le président Trump a mis à exécution sa menace de limoger la gouverneure de la Fed, Lisa Cook, « pour motif valable ». Elle a déclaré qu'il n'y avait aucun motif valable à sa révocation. Cela ne devrait pas affecter la décision de septembre sur les taux, mais la révocation de Cook – et le pouvoir de nommer son remplaçant – ouvre la voie à Trump pour façonner l'avenir de la Fed. Si Trump maintient 4 gouverneurs en place d'ici début 2026, il pourrait mettre son veto à la reconduction des présidents régionaux de la Fed. Il s'agit d'une bombe à retardement dont il faut s'inquiéter. Les déclarations de Powell exercent une pression sur les taux courts US, tandis que la décision de Trump pousse les taux longs à la hausse du fait de la hausse des primes de risque. Cette situation a entraîné – et continuera – une pentification de la courbe des taux, l'une des principales explications de la récente fluctuation du dollar.

Graphique. Un retour de Trump 1.0



La consolidation estivale du dollar ne devrait pas durer. La conjonction d'une politique monétaire accommodante et de primes de risque politique plus élevées suggère une nouvelle pentification de la courbe et un regain de faiblesse du dollar. Le risque d'une Fed plus politisée pourrait s'accroître ces 6 à 12 prochains mois.

Les dernières données montrent une forte demande nette en titres US, qui aurait dû être positive pour l'USD. La demande s'est contractée de 20 milliards en avril, mais a atteint un record mensuel en mai (+294 milliards) et en juin (+154 milliards). Malgré une forte demande d'actifs US, le dollar a consolidé. Cela souligne une demande toujours élevée d'actifs libellés en dollars, mais aussi l'intensification de l'activité de couverture de change. La récente consolidation du dollar est corroborée par le positionnement spéculatif. La récente couverture des positions vendeuses a été impressionnante. Les investisseurs étaient plus enclins à réduire leurs risques avant le symposium de Jackson Hole. Le positionnement vendeur s'est considérablement réduit ces dernières semaines. Il est revenu à un niveau neutre, observé la dernière fois avant le Jour de la Libération.

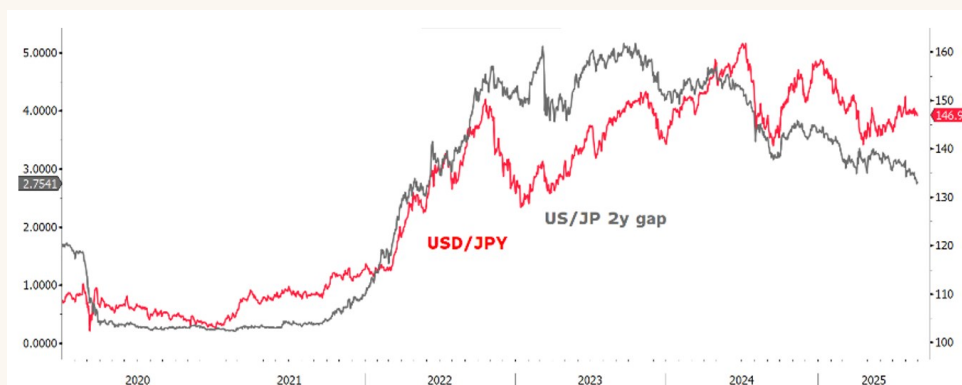
*La baisse du dollar devrait reprendre.*

### Le retour de la BoJ

Les anticipations de hausse des taux de la BoJ sont encouragées par les derniers chiffres du PIB et de l'inflation au Japon. L'économie est plus résiliente que prévu et enregistre une croissance pour le 5ème trimestre consécutif, la plus longue période depuis 2017. L'inflation cœur, tout en ralentissant, est supérieure aux 3% attendus. L'inflation globale a également reculé à 3,1%, son plus bas niveau depuis novembre 2024.

L'inflation cœur japonaise est désormais supérieure à celle des États-Unis pour la première fois en 48 ans, hors périodes de hausse de la TVA. Elle est également à un des niveaux les plus élevés depuis les années 1980 et dépasse désormais l'objectif de 2% de la BoJ depuis 40 mois. Dans une démarche non conventionnelle, l'administration américaine accentue la pression sur la BoJ pour qu'elle resserre sa politique monétaire et renforce le yen.

Graphique. Le différentiel de taux pourrait finalement faire grimper le yen



La BoJ a indiqué en octobre 2024 que le taux neutre se situerait entre 1 % et 2,5%. Bien que ce taux soit encore lointain, il semble de plus en plus réaliste.

Nous sommes de plus en plus confiants quant à la reprise des hausses de taux directeurs de la Banque du Japon cette année. Nous ne prévoyons pas un rebond du yen aussi marqué que l'été dernier, lorsque les carry trades financés en yen avaient été dénoués.

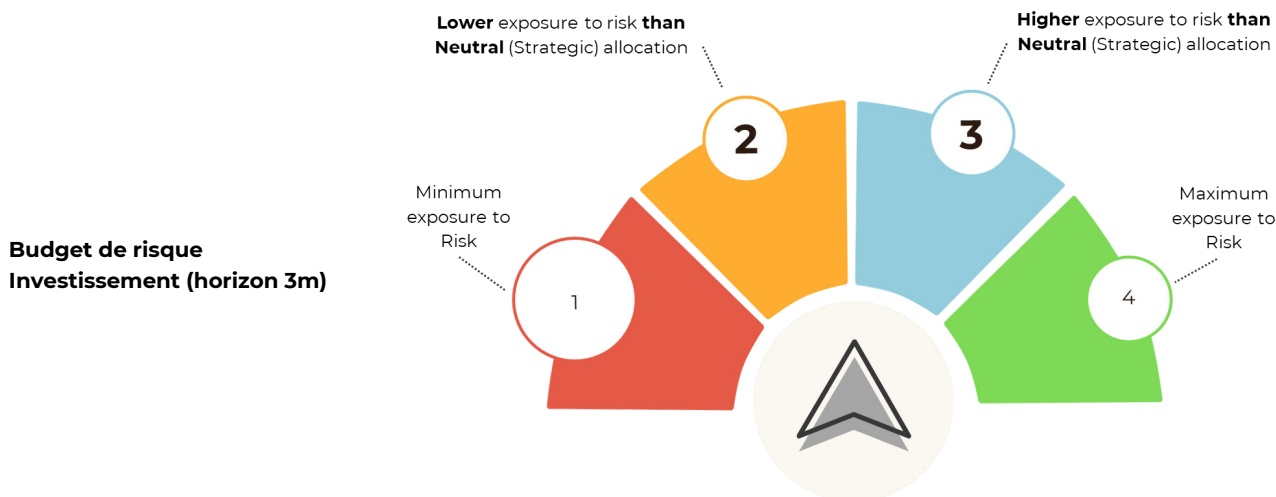
*L'écart et la dynamique des politiques monétaires devraient peser davantage sur l'USD/JPY.*

### Le moment de la Chine est en marche

Malgré une volatilité contenue, l'USD/CNY est désormais à son plus bas niveau depuis novembre dernier. Ces trois événements pourraient déclencher le moment du CNY. Premièrement, depuis décembre 2024, la Chine accorde un traitement tarifaire nul à tous les produits taxables en provenance des pays les moins avancés. Au S1 2025, ses échanges commerciaux avec l'Afrique ont atteint 1'180 milliards de yuans (165 milliards de dollars), en hausse de 15% sur un an. La Chine est le 1er partenaire commercial depuis 16 années. Deuxièmement, le Kenya envisage de convertir sa dette de 40 milliards de dollars en CNY à long terme. La Chine souhaite déployer des prêts libellés en CNY pour élargir la sphère d'influence du renminbi. Troisièmement, la Chine cherche à accélérer la création de stablecoins adossés au renminbi. Les stablecoins constituent un autre terrain de lutte entre les blocs mondiaux pour internationaliser leurs monnaies.

*L'USD/CNY devrait se rapprocher de la zone des 7,00.*

# Obligations



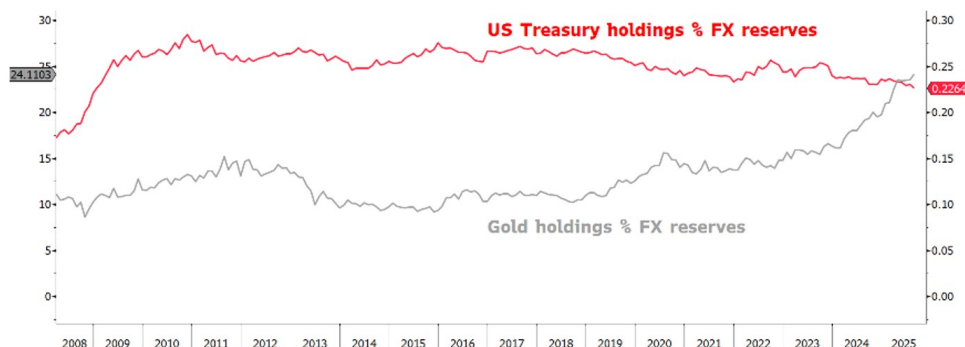
## Attention à vos désirs... en matière de baisse des taux

Malgré le virage accommodant du président de la Fed à Jackson Hole, la partie longue de la courbe des taux ne coopère pas. Le taux à 30 ans a à peine réagi. La partie longue de la courbe ne croit pas que les baisses de taux soient durables sans alimenter l'inflation, alors que les banques centrales continuent de réduire leurs bilans.

La baisse des taux courts ne garantit pas des taux longs plus bas, car ils réagissent davantage aux attentes du marché, notamment en matière d'inflation, de croissance et de crédibilité de la Fed, qu'à ses actions. En 2018, la Fed et son président ont essuyé de vives critiques de Trump lors de son 1er mandat. Sous la pression, la Fed a adopté une position accommodante et a assoupli les Fed Funds de 75pbs. Cependant, les taux à 2 et 10 ans sont restés stables, jusqu'à leur effondrement dû à la Covid. De plus, lorsque la Fed a abaissé ses taux de 100pbs entre septembre et décembre 2024, le taux US à 10 ans a augmenté jusqu'à 116pbs, et 6 mois plus tard, il est resté 61pbs supérieur à son point bas niveau d'avant la baisse.

Les projections du FOMC de juin indiquaient que le taux neutre était de 3%, contre 2,5% avant la pandémie, mais la fourchette des estimations variait entre 2,5% et 4%. La crédibilité de la Fed est en jeu, mais son efficacité encore plus. Si la Fed baisse ses taux en septembre, mais que les taux longs continuent de grimper en raison des craintes d'inflation ou des tendances des marchés obligataires mondiaux, l'impact de cette baisse sera atténué, voire contre-productive.

Graphe. Les banques centrales étrangères délaissent progressivement les bons du Trésor US



La Fed contrôle la partie courte de la courbe. La partie longue est déterminée par la confiance. Le seul outil dont dispose la Fed pour maîtriser les taux longs est le QE. Même là, il y a des nuances. Le QE peut être inflationniste, selon la destination des fonds. Après la crise financière, les liquidités sont restées bloquées dans les réserves et sur les marchés financiers, et l'inflation est restée faible. Aujourd'hui, avec la persistance des déficits et le resserrement des contraintes de l'économie réelle, cette situation pourrait évoluer différemment.

*La Fed risque d'être instrumentalisée pour maintenir les taux artificiellement bas. Cela pourrait être bénéfique à court terme, mais aussi saper la confiance.*

*Les taux courts US ont encore une certaine marge de baisse.*

## Les États-Unis ne sont pas seuls

D'autres banques centrales étaient/sont en cours d'assouplissement. Alors que les taux courts baissent au rythme des anticipations de taux directeurs, les taux longs (à 30 ans) augmentent partout de manière inhabituelle. Les taux britanniques ont atteint leur plus haut niveau depuis 1998, poussant le gouvernement à réduire ses dépenses budgétaires.

Graphe. Les investisseurs ne souhaitent pas de baisses de taux

US



UK



EU



Même le taux japonais à 30 ans a atteint un pic historique à 3,2%. Cela pourrait secouer les marchés, le Japon étant le premier exportateur de capitaux au monde, avec 3'000 milliards de dollars d'investissements étrangers. Leurs placements préférés étaient les bons du Trésor, les obligations d'entreprises et les actions américains, ainsi que les obligations britanniques et allemandes. Ils ont exporté des capitaux vers les marchés étrangers en raison de taux domestiques très bas. Mais aujourd'hui, alors que les taux japonais augmentent et que Trump tente d'imposer des taxes et des restrictions aux capitaux étrangers aux États-Unis, d'énormes volumes de capitaux pourraient revenir au Japon.

Grappe. Les taux réels augmentent pour de mauvaises raisons



Enfin, les taux réels des principales économies atteignent concomitamment de nouveaux sommets. Cette situation ne s'expliquant pas par une amélioration des perspectives de croissance économique, les investisseurs devraient se montrer prudents quant à la durée des obligations souveraines, en attendant l'émergence d'un nouvel équilibre durable. La situation devra probablement s'intensifier avant que les ajustements nécessaires ne soient opérés.

*Les investisseurs japonais pourraient se tourner vers les marchés obligataires.*

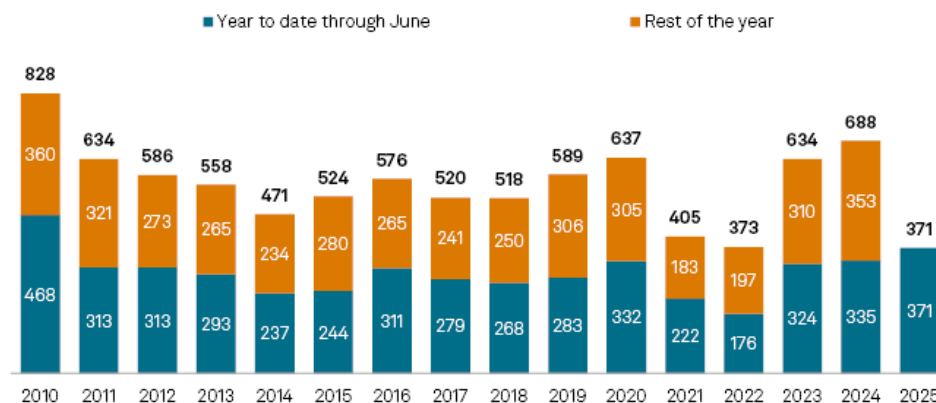
*Éviter l'exposition aux obligations à long terme des marchés développés.*

## Les spreads défient la tentative de Trump de repenser le commercial mondial

Loin d'être annonciateurs de difficultés, les spreads suggèrent qu'un ralentissement économique n'est pas à l'ordre du jour. Les spreads des

obligations d'entreprise viennent d'atteindre leurs plus bas niveaux depuis plus de 25 ans, tandis que ceux des obligations à haut rendement ne sont serrés que d'un écart-type. La surperformance IG face au HY s'explique par le fait que les sociétés IG ont surpris positivement sur les bénéfices de 8,4%, tandis que les sociétés HY ont enregistré des ventes stables, mais des résultats décevants.

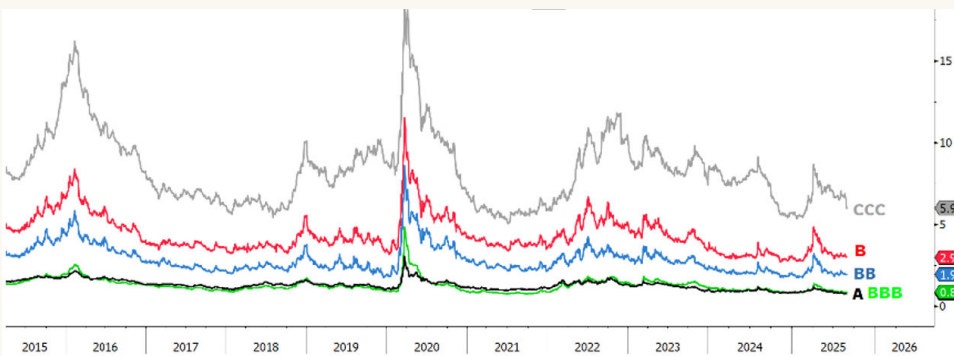
### US bankruptcy filings by year



Includes S&P Global Market Intelligence-covered US companies that announced a bankruptcy between Jan. 1, 2010, and June 30, 2025.

Graph. Un tel niveau de faillites aux États-Unis n'avait pas été observé depuis 10 ans

Sur le HY, on observe une faible incidence des défauts (Chapter 11). Le nombre de défauts cette année est le plus élevé depuis 2010, cependant le taux de défauts reste faible, autour de 1,3%. Ce chiffre devrait augmenter à court terme, à mesure que les données des 12 mois évacuent la période de faibles ou zéro défauts du T2 2024. Mais « plus » n'est pas synonyme de « haut ».



Graph. Les segments affichant des taux attractifs se sont réduits

Le spread du HY se négocie à 300pbs, ce qui implique un taux de défaut proche de zéro. La distribution au sein du marché est très concentrée : plus de la moitié du marché se négocie à moins de 200pbs et seulement 13% à plus de 500pbs. Les investisseurs considèrent de plus en plus les obligations spéculatives comme un univers uniforme.

### Les spreads des marchés émergents semblent trop serrés

Les facteurs géopolitiques favorables et une stabilisation de l'indice d'incertitude politique US créent un contexte mondial favorable aux marchés émergents. Ces derniers bénéficient déjà d'une meilleure

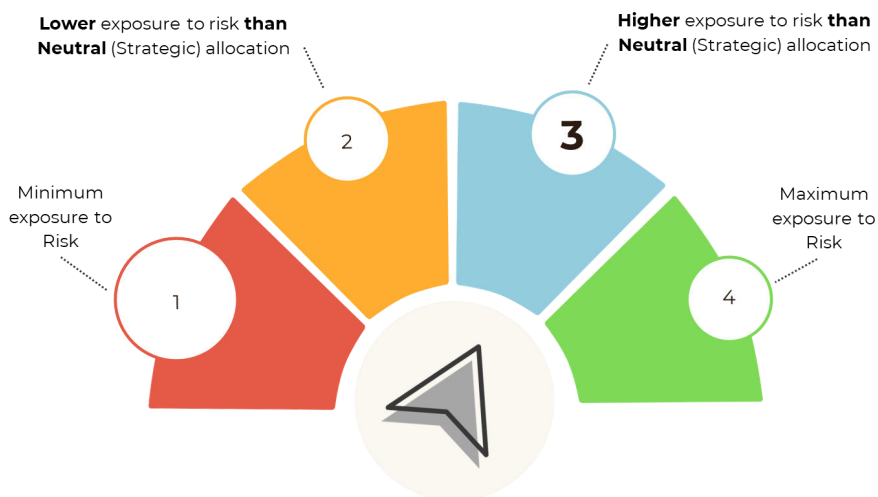
conjoncture macroéconomique et de politiques nationales de plus en plus orthodoxes. Cela explique en partie le rétrécissement continu du spread du marché souverain des marchés émergents. Il est passé sous la barre des 100pbs, le plus bas niveau depuis la crise financière de 2008. Le spread du HY souverain des marchés émergents s'est également fortement resserré cette année, mais reste bien supérieur à ses plus bas historiques. *Les obligations émergentes sont peu attractives, sauf en termes de diversification.*

Graph. Les spreads des émergents sont inattractifs, tant en termes absolus que relatifs



## Actions

**Budget de risque  
Investissement (horizon 3m)**



### Même pas peur !

Guerre commerciale américaine, conflit militaire en Europe, politisation en cours de la Fed, politique autoritaire de Donald Trump, etc ... A cela s'ajoute une saisonnalité défavorable en septembre jusqu'à mi-octobre. Entre 2020 et 2023, soit 4 années, le S&P 500 a corrigé chaque année pour une moyenne annuelle de -5.7% et de plus de 9% en 2022. De quoi adopter une posture défensive. Même pas ! On adhère au positionnement affirmé sur les actions. Jusqu'à la fin de l'année. Le mois de septembre ne devrait pas connaître de correction majeure. La Fed devrait bouger en septembre et le revers judiciaire de Trump sur sa guerre commerciale (illégalité de ses droits de douane) devra être confirmé ou infirmé par la Cour suprême avant le 14 octobre; pas forcément une mauvaise nouvelle pour les actions. Les bourses enregistrent de fortes performances en 2025 : +13% pour le MSCI Monde, +19% pour le MSCI Emergent, +21% pour l'Allemagne, +30% pour l'Espagne, +25% pour l'Italie. L'indice chinois s'est réveillé début juillet avec une hausse de 15% cet été. Pour finir, tout irait très bien ?

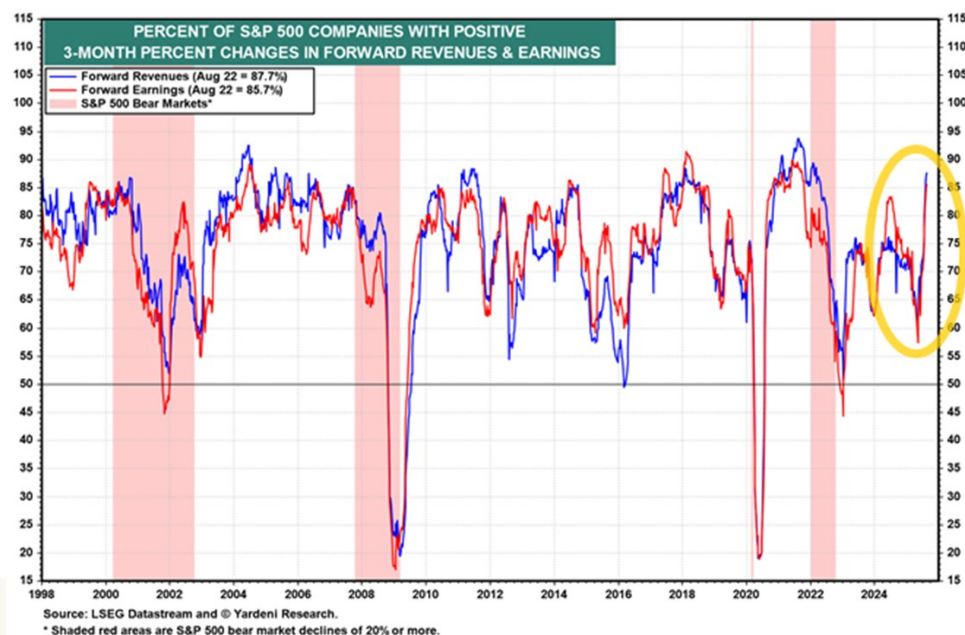
Ce chaos économique, politique et géopolitique est compensé par les stimulations monétaires et fiscales (OBBBA, Allemagne), une baisse anticipée (forcée ?) des Fed Funds en septembre, une hausse des liquidités globales, ainsi qu'une résilience macro et microéconomique. La Chine possède une capacité de relance budgétaire, mais elle le fait progressivement, car le temps ne joue pas contre elle.

Les résultats des sociétés du Stoxx 600 sont en hausse de 4.3% au 2T25 et de +8.2% hors énergie, alors que début juillet, les estimations se situaient à -0.5%. Cette progression est attribuée principalement à la finance avec +14.5% qui a un poids de 41% dans les profits du Stoxx 600, la santé +18% pour un poids de 15% et la technologie +25% pour un poids de seulement

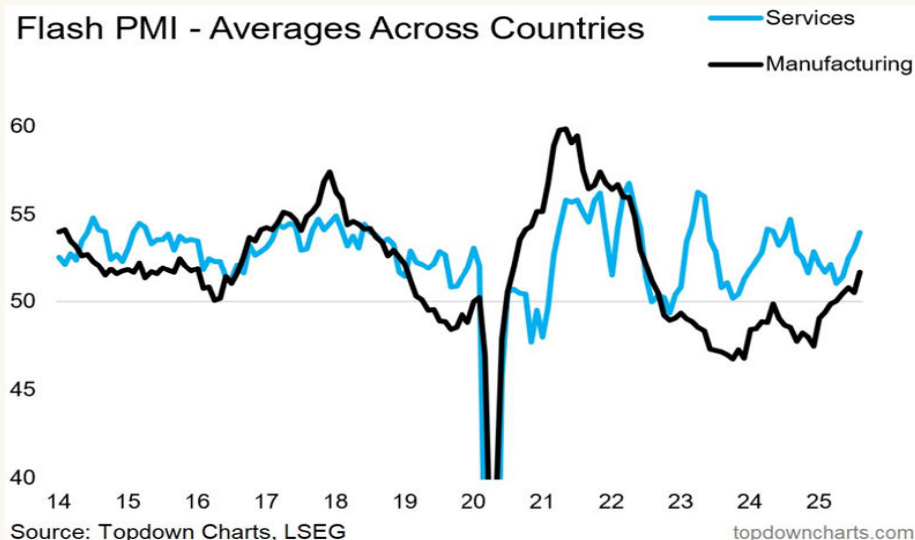
8%. Toutefois, la croissance des profits sera moins forte en 2025 à +1.5% qu'en 2024 avec +4%.

Les profits du S&P 500 au 2T25 ont dépassé les estimations encore plus significativement avec une progression de 13% contre +4% estimés en juillet. Le taux de surprise se situe à 79% contre 62% sur le long terme. Les revenus sont en hausse de 6.3%. Les plus importants contributeurs à la hausse des profits ont été les secteurs Communication Services, la Technologie et la Finance.

*Graphe. Les perspectives de croissance des profits restent attrayantes. On observe des signes de généralisation de la croissance des profits à l'ensemble des sociétés du S&P 500 (premier graphique). Les indicateurs globaux PMI montrent une accélération de la croissance économique (second graphique)*



### Flash PMI - Averages Across Countries



Il ne faut pas sous-estimer le One Big Beautiful Bill Act américain- OBBBA - et les programmes allemands de dépenses de €500 milliards par le gouvernement et les € 600 milliards soutenus par 60 entreprises. Si à cela venait s'ajouter le plan Draghi et Letta axé sur la compétitivité de l'Europe, soit des investissements européens annuels de € 800 milliards dans

l'innovation, la digitalisation, l'infrastructure, la transition énergétique, une réduction de la dépendance, en particulier dans les métaux critiques et l'énergie, une unification des marchés des capitaux une uniformisation du droit commercial, des sociétés et du travail et une harmonisation fiscale, la guerre commerciale de Donald Trump ne serait qu'un lointain mauvais souvenir.

La guerre commerciale, nationaliste et protectionniste de Donald Trump renforce les flux commerciaux entre (et intra) l'Europe, l'Asie et l'Amérique du Sud. Une alliance Inde-Chine-Russie émerge. Donald Trump est en train de pousser l'Inde et la Chine à retrouver une relation apaisée, économique au moins. La visite de Modi à Pékin va dans ce sens. La résistance s'organise contre les droits de douane de Trump : 10 pays vont créer une zone de libre-échange, le FIT-P (Future of Investment and Trade Partnership), avec Singapour, les Emirats Arabes Unis, la Nouvelle-Zélande, Maroc, Rwanda, Malaisie, Uruguay, Costa Rica, Paraguay et Norvège. L'UE va signer le Mercosur (alliance économique entre l'UE et l'Amérique du Sud) et réfléchit à rejoindre le TPP (Accord de partenariat transpacifique regroupant notamment l'Australie, le Canada, le Japon, le Mexique, Singapour, la Nouvelle-Zélande, le UK et le Vietnam). Ce nouveau paradigme pourrait être une source d'accélération économique pour la zone globale et émergente (BRICS+). Les perdants pourraient être les Etats-Unis. En juillet et août, les actions émergentes et chinoises ont enregistré les plus importants flux acheteurs historiques.

Echec et mat pour Trump ? Une cour d'appel fédérale a confirmé que les droits de douane étaient illégaux et étaient de la seule responsabilité du Congrès, «*a core Congressional power*». La Cour d'appel a décidé de maintenir les droits de douane jusqu'au 14 octobre, le temps pour Trump de connaître la décision finale de la Cour suprême.

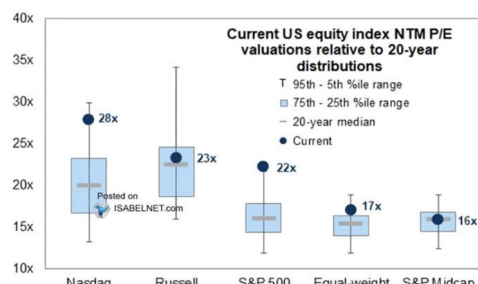
Ce nouvel ordre mondial est porteur pour la croissance économique, pour les entreprises et donc pour les bourses. Mais il va aussi relancer les anticipations inflationnistes avec potentiellement des pressions à la hausse sur les taux longs, alors que les valorisations boursières sont plutôt élevées.

Le marché va donc devoir trouver un équilibre entre croissance des profits et anticipations inflationnistes qui pourraient peser sur les PE ratios.

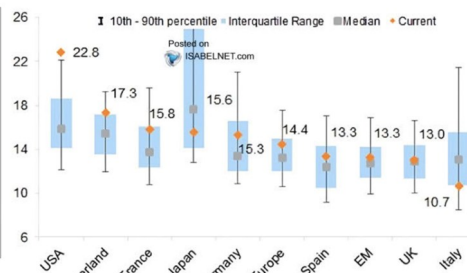
La crainte de stagflation revient pour l'économie américaine. Il y a des tensions haussières sur les taux longs dues aux anticipations de reprise économique et d'inflation (droits de douane aux US, Allemagne, Japon, Corée du Sud) ou une prime plus importante sur des risques financiers à venir (France, UK).

Graphes. Nous continuons de surpondérer les actions non-US et le Russell 2000 qui affichent des PER plus raisonnables que le S&P 500 et le Nasdaq.

Exhibit 26: US equity index P/E valuations vs. history



Source: Compustat, FactSet, IBES, Goldman Sachs Global Investment Research

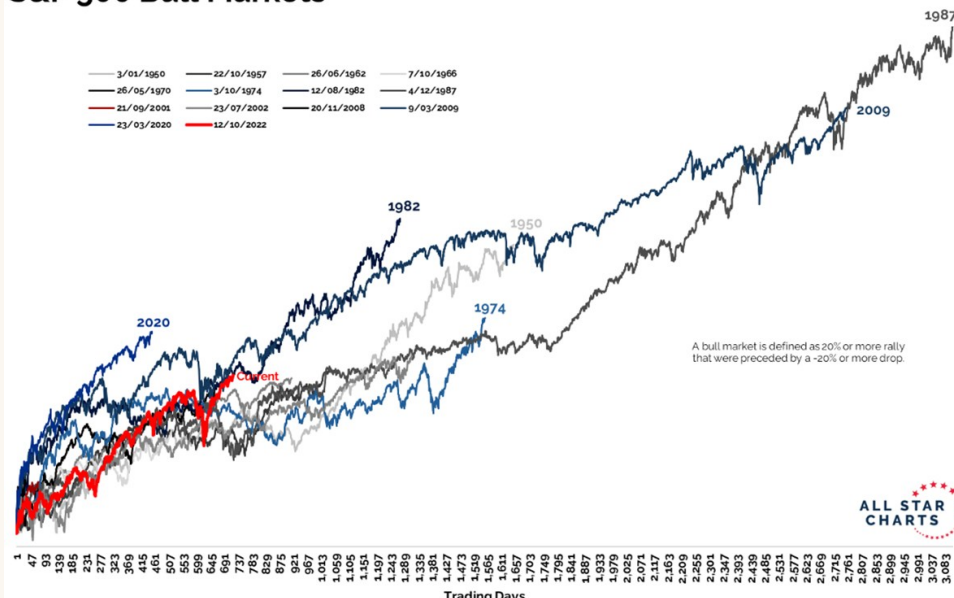
Exhibit 38: Global valuation range  
12m fwd P/E multiple. Data since 1987


Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

Tant qu'il n'y a pas d'accident macroéconomique et surtout pas de dérapage inflationniste structurelle, qui justifie les PER élevés actuels, les bourses ne corrigeront pas. Les investisseurs vont d'abord se focaliser sur le potentiel de croissance économique. Ce jeune *bull market* va poursuivre sa hausse quelques trimestres encore. En période de croissance économique, une baisse des Fed Funds après une pause a très souvent été positive pour les actions.

Nous maintenons notre surpondération sur la finance (pentification de la courbe des taux), l'industrie, la défense, l'électrification, les Big Techs et les producteurs d'électricité (indépendants avec un biais nucléaire) liés à la hausse de la demande venant des centres de données et l'électrification. Après plus de 15 ans de stabilité, la demande d'électricité aux Etats-Unis accélère depuis 2022. Cachée par le climatisme de Donald Trump, la transition énergétique est bien réelle. Les discussions économiques indo-chinoises porteront, entre autres, sur les véhicules électriques où l'Inde est très dépendante de la Chine. Pour réduire sa facture pétrolière, l'Inde a l'ambitieux objectif que 30% des ventes de véhicules neufs soient électriques d'ici 2030. Au 2T25, le PIB indien a progressé de 7.8% au lieu des 6.7% attendu.

## S&P 500 Bull Markets

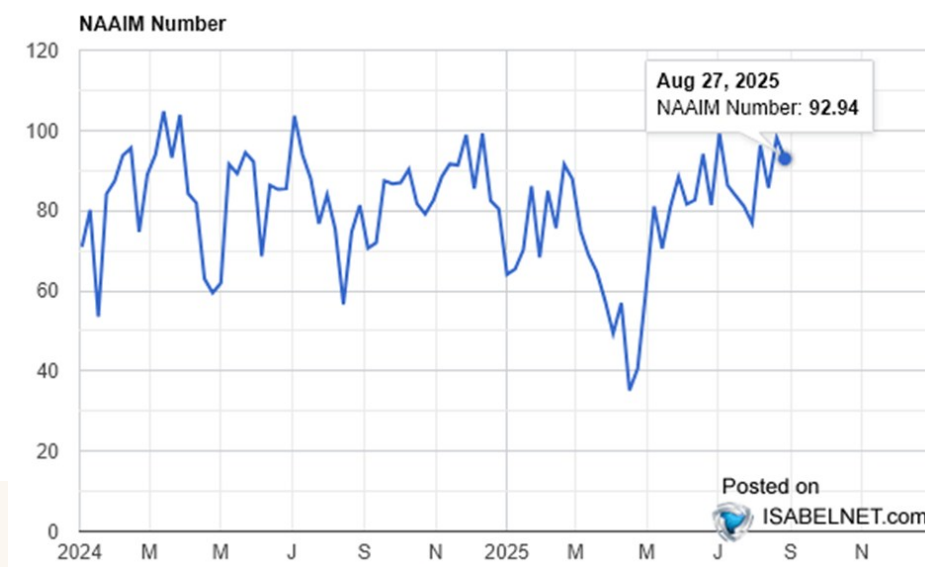


Graphes. C'est un baby bull market ! Le potentiel de hausse est important

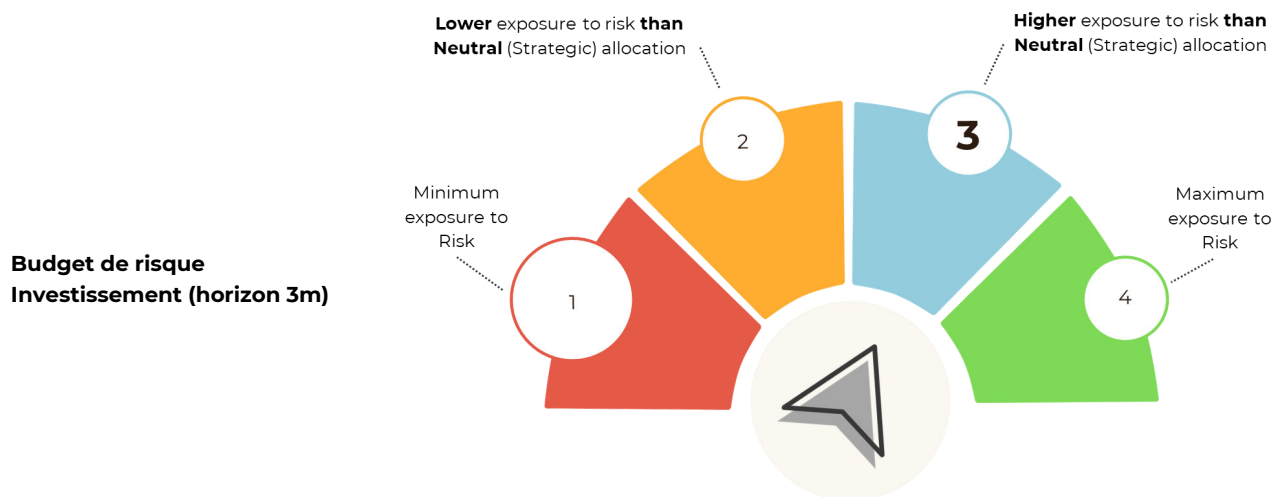
Graphes. Les actions high beta surperforment les actions low volatility. Un signal haussier



Graphes. L'indice NAAIM Exposure (exposition moyenne des investisseurs actifs) montre un positionnement haussier et une forte confiance dans une poursuite de la hausse



## Investissements alternatifs



### Cassure technique à la hausse pour l'or

L'or n'a pas touché son plus haut à \$3'500 intraday du 22 avril 2025, mais plus important il a cassé sa configuration haussière en triangle. Techniquement, le cours de l'once d'or devrait se diriger vers les \$4'000.

Trois facteurs poussent les prix à la hausse :

- 1) La politisation de la Fed. La pression extrême sur la Fed avec la tentative de licencier Lisa Cook, une gouverneuse de la Fed. La perte de son indépendance pourrait pentifier la courbe des taux, booster les attentes inflationnistes, affaiblir le dollar et renforcer l'or.
- 2) La quasi certitude d'une réduction des Fed Funds en septembre.
- 3) Les possibles prochaines sanctions contre la Russie.

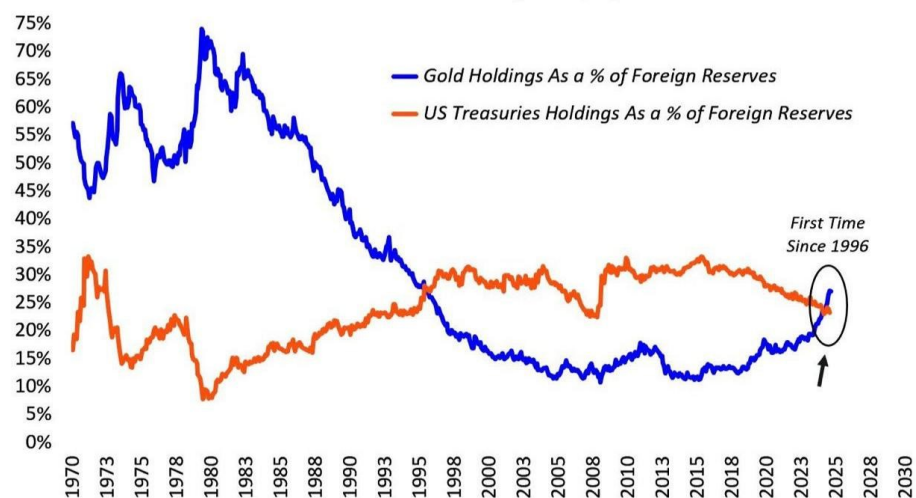
Graphe. Cours de l'once d'or.  
Cassure haussière du triangle



Les banques centrales étrangères (ex-Fed) détiennent plus d'or que d'obligations du Trésor US. C'est le processus de dédollarisation en cours et la perte de confiance dans les actifs US. On est probablement au début d'un puissant rebalancement des bilans des banques centrales.

## Foreign Central Banks Hold More Gold Than Treasuries

Central Banks' Gold vs. US Treasuries Holdings As a % of International Reserves



Disclosure: Crescat may or may not own the securities discussed here, investing involves risk including risk of loss.

Source: Bloomberg; Tavi Costa

Chart As of 8/27/2025

© 2025 Crescat Capital LLC

## Image hétérogène sur les cryptos

Le bitcoin peine, alors que les flux se dirigent vers l'ether et le solana. La domination du bitcoin diminue avec l'importance croissante d'autres cryptomonnaies. Un processus normal et pas inquiétant. Pour les principales cryptos, chacune a une fonction différente : le bitcoin comme actif-refuge (or digital) qui entrera dans les réserves stratégiques d'Etats et les trésoreries des sociétés, l'ether comme moyen de paiement et une plateforme blockchain décentralisée et le XRP comme moyen de paiement bancaire qui pourrait potentiellement remplacer SWIFT.

Grâce aux stablecoins, la technologie Ethereum est mise en avant. Ethereum est un protocole d'échanges décentralisés permettant la création par les utilisateurs de contrats intelligents. Ces contrats intelligents sont basés sur un protocole informatique permettant de vérifier ou de mettre en application un contrat mutuel. Ils sont déployés et consultables publiquement dans une blockchain. En retard sur l'euro numérique, la BCE envisage activement des blockchains publiques comme Ethereum et Solana (au lieu d'un registre privé contrôlé par la BCE) comme plateformes possibles pour l'émission de la monnaie numérique de la banque centrale.

Avec le Genius Act US, les stablecoins ont volé la vedette au bitcoin. La crypto dominante a aussi souffert des commentaires de Scott Bessent disant que les Etats-Unis ne vendraient plus leur bitcoin, mais que pour le moment ils n'en achèteront pas non plus.

Graphes. On peut s'attendre à un rallye du BTC avec la hausse des liquidités globales



Les atouts du bitcoin sont les mêmes que ceux de l'or : baisse du dollar, baisse des Fed Funds et inquiétude sur la dette américaine. La hausse des liquidités globales (M2) est favorable au bitcoin. Pour certains analystes, le récent recul des cryptos s'explique par une contraction des liquidités à court terme aux US liée à la reconstitution du TGA (compte en espèce du Trésor US); on arriverait au bout de ce processus.

Le bitcoin souffre de la concurrence de l'ether, qui offre une belle configuration technique haussière, et a largement sous-performé le Nasdaq depuis 3 semaines. Ces trois dernières années, le bitcoin a eu tendance à suivre l'or, mais récemment le bitcoin a sous-performé l'or pour les raisons expliquées ci-dessus. Le bitcoin a besoin de perspectives positives sur les réserves stratégiques pour débiter un rallye. A court terme, avantage à l'ether.

## Pétrole, toujours un excédent d'offre

La production non-OPEP continue d'augmenter. En septembre, l'OPEP+ va accroître son offre de 547'000 barils par jour. Les menaces américaines sur l'Inde pour qu'elle stoppe ses achats de pétrole russe n'ont pas eu d'effet sur les prix. Modi continue d'afficher sa proximité avec Moscou et ne compte pas se passer du pétrole russe. Les menaces de Trump ne sont pas crédibles, car si l'Inde devait se tourner vers d'autres fournisseurs, les prix du brut monteraient avec un risque inflationniste, alors que Trump a promis des prix de l'énergie bas.

Graphes. Offre (courbe noire) et demande (courbe rouge) de pétrole



Graph. Sans surtaxe douanière, les prix du cuivre aux US sont revenus sur les prix de Londres

### Copper prices

\$6.00 a pound



Source: FactSet

Graph. Corrélation négative matières premières/dollar. A privilégier en cas de baisse du dollar : l'argent, le cuivre, l'aluminium, le nickel, le fer, l'or et le zinc

|                                         |                                           |                                          |                                        |                                          |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------|
| Silver Spot<br>-0.80<br>H +0.67 L -0.83 | Copper LME<br>-0.69<br>H +0.57 L -0.97    | Aluminum LME<br>-0.66<br>H +0.67 L -0.91 | Nickel LME<br>-0.65<br>H +0.74 L -0.91 | Iron Ore SGX<br>-0.64<br>H +0.85 L -0.84 |
| Gold Spot<br>-0.60<br>H +0.72 L -0.94   | Zinc LME<br>-0.55<br>H +0.77 L -0.91      | Aluminum SHF<br>-0.55<br>H +0.90 L -0.90 | Copper SHF<br>-0.51<br>H +0.68 L -0.89 | Lead LME<br>-0.51<br>H +0.63 L -0.95     |
| Soybean<br>-0.50<br>H +0.79 L -0.92     | Platinum Spot<br>-0.48<br>H +0.52 L -0.85 | Zinc SHF<br>-0.43<br>H +0.80 L -0.79     | Cotton ZCE<br>-0.41<br>H +0.90 L -0.89 | Cotton NYB<br>-0.40<br>H +0.53 L -0.86   |
| Rubber SHF<br>-0.29<br>H +0.87 L -0.89  | Milk CME<br>-0.26<br>H +0.87 L -0.97      | Palm Oil DCE<br>-0.25<br>H +0.89 L -0.89 | Copper CMX<br>-0.24<br>H +0.54 L -0.95 | Wheat MGE<br>-0.18<br>H +0.78 L -0.93    |
| Coffee NYB<br>-0.17<br>H +0.88 L -0.85  | Rice<br>-0.14<br>H +0.71 L -0.88          | Coffee ICE<br>-0.12<br>H +0.83 L -0.95   | Wheat EOP<br>-0.10<br>H +0.91 L -0.81  | Sugar NYB<br>-0.05<br>H +0.87 L -0.90    |
| Corn CBT<br>-0.05                       | KC Wheat CBT<br>+0.01                     | Lean Hogs<br>+0.02                       | Gas Oil<br>+0.03                       | Heating Oil NYM<br>+0.03                 |

# La Lettre Mensuelle

## POINT DE SITUATION TACTIQUE

SEPTEMBRE 2025

Clause de non-responsabilité - Ce document et les informations qu'il contient ou y fait référence (le "document") sont fournis à titre informatif uniquement. Il ne constitue pas une sollicitation, une offre ou une recommandation d'achat ou de vente de titres, de placements collectifs ou de tout autre instrument financier, afin d'effectuer une transaction, de mettre en œuvre une stratégie particulière ou de conclure un acte juridique. Ce document ne fournit aucun conseil d'investissement, juridique, comptable ou fiscal. Il a été préparé sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur individuel et ne signifie donc pas que les produits, titres ou services discutés conviennent à tous les investisseurs. Son destinataire doit prendre ses décisions par lui-même quant à savoir si les produits, titres ou services évoqués dans ce document sont appropriés à ces besoins sur la base de son propre jugement et des conseils qu'il a jugés nécessaires. Tout destinataire doit s'assurer de manière indépendante qu'il comprend les produits, titres ou services mentionnés dans le présent document et les risques liés à l'exécution de ces transactions. Aucune responsabilité de Selvi & Cie SA ou de ses représentants ou sociétés affiliées ne saurait être engagée pour quelque perte que ce soit résultant de l'utilisation de ce document ou de son contenu ou découlant de toute autre manière de ce document. Selvi & Cie SA ne représente ni ne garantit l'exhaustivité ou l'exactitude de ce document ni ne s'engage à mettre à jour les informations contenues dans ce document.

[www.selvi.ch](http://www.selvi.ch)