

La Lettre Financière

Revue, opinions et perspectives des marchés

SOMMAIRE

Vision globale
Page 1

Devises
Page 6

Obligations
Page 9

Actions
Page 14

**Investissements
alternatifs**
Page 20



Vision globale

Analyse de régime

L'arrivée au pouvoir de l'administration Trump n'est pas seulement un changement de garde, c'est le début d'un bouleversement radical de régime, un véritable raz-de-marée dont les premières vagues commencent à peine à perturber l'ordre mondial. Il ne s'agit pas d'une transition en douceur : les anciens cadres sont balayés et les conséquences économiques, politiques et financières sont sur le point de se multiplier, souvent de manière imprévisible. *Les perturbations et les changements de régime sont les nouveaux mantras*

Cadre d'investissement

Nous prévoyons que la fragmentation macroéconomique entre les régions et une volatilité importante continueront de caractériser l'environnement au cours des prochains trimestres. Un cycle de reflation mondiale se dessine, ce

qui a pour effet d'atténuer les risques liés à une récession mondiale. Il convient toutefois de noter que les risques à moyen terme d'une inflation débridée augmentent également.

Un retour lent mais inévitable à des niveaux normaux de primes de risque est probable. Cela entraînera à son tour une érosion des valorisations élevées des actifs financiers. Il convient de noter que certaines classes d'actifs, telles que les actions et les actifs alternatifs, pourraient être touchées plus tardivement que d'autres, comme les obligations souveraines. Dans un premier temps, les actifs réels ont le potentiel de prospérer et de conserver leur intégrité en cas de concrétisation d'un scénario extrême (stagflation).

Facteurs à long terme

Trois forces tectoniques remodelent le paysage. Premièrement, le changement climatique : l'accélération du rythme des perturbations est une source structurelle d'inflation. Deuxièmement, la géopolitique : le réalignement de l'ordre mondial, avec la disparition des anciens axes et équilibres. Troisièmement, la technologie : la numérisation et l'intelligence artificielle transforment les industries et l'emploi, entraînant une vague désinflationniste qui conjugue gains de productivité et insécurité.

La démondialisation s'accélère. Le Sud global forge de nouveaux accords: yuan, or et réserves alternatives. La dédollarisation n'est plus théorique, elle est en cours, avec la renaissance incontestable de l'or en tant qu'actif de réserve. Les rumeurs concernant des initiatives américaines disruptives, les accords dits « Mar-a-Lago », méritent notre attention. Les États-Unis sont confrontés à un impératif urgent : préserver le statut de réserve du dollar, plafonner les taux à long terme et canaliser les flux de capitaux mondiaux. Les outils évoluent et les enjeux sont existentiels.

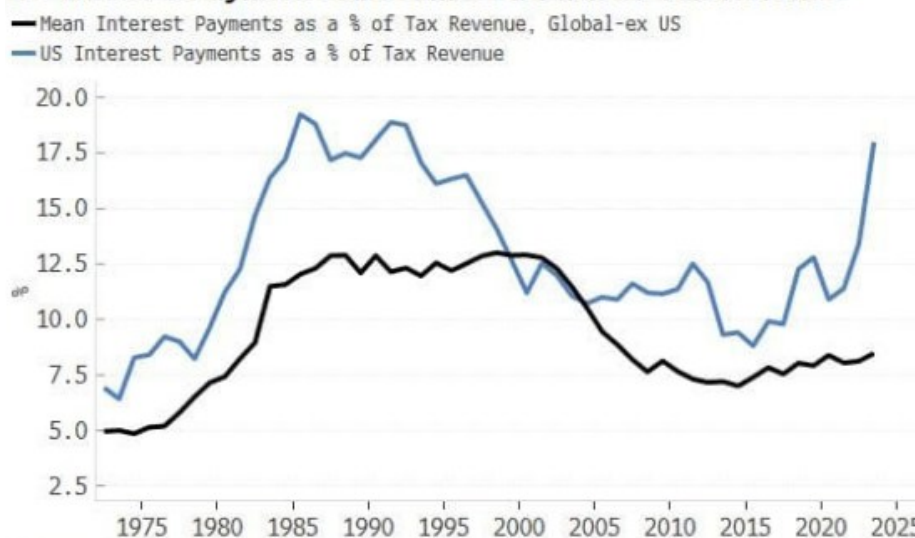
(Géo)politique. L'Europe, pour sa part, lutte pour éviter la marginalisation alors que trois grandes sphères - les Amériques, l'Asie et une Russie paneuropéenne - prennent forme. Les piliers traditionnels tels que le Canada, le Japon, la Corée et l'Australie sont à la dérive, à la recherche de nouveaux repères.

Politiques économiques. Malgré les discours rassurants du début d'année, la domination fiscale des États-Unis prend le dessus et l'indépendance de la Fed sera sous les feux de la rampe. La Chine et l'Europe s'engagent également dans une politique de reflation.

Une température plus élevée est nécessaire

Sur le plan financier, les États-Unis sont sous forte pression après une période de prodigalité. L'historien Niall Ferguson a parfaitement décrit les tournants des grands empires, lorsque le poids de leur dette dépasse leurs dépenses militaires. Washington a récemment franchi cette barrière « séculaire ». Concrètement, la dette et son service deviennent insupportables pour le pays. Parmi les géants de ce monde, il s'agit essentiellement d'un phénomène américain. Même si, incidemment, la France et le Royaume-Uni suivent une trajectoire similaire.

US Interest Payments Are Almost a Fifth of Tax Revenue



Source: Bloomberg; Macrobond

Les principaux indicateurs macro à long terme suggèrent que les États-Unis entrent en disruption.

L'administration Trump a raison de chercher une solution en dehors des canaux traditionnels. Son idéologie, sa méthode et ses outils sont néanmoins discutables, voire choquants.

L'histoire se répète

L'adoption du Big Beautiful Bill et le noyautage (vassalisation) en cours de la Fed ouvrent la voie à une reflation effrénée à partir du S225. Une baisse forcée des taux d'intérêt réels (CT) et la monétisation du déficit se profilent. Pour éviter la flambée des taux (LT), plusieurs initiatives sont combinées. La réglementation du secteur bancaire national est en cours de modification (e-SLR, adoption potentielle début 2026). Elle compensera en partie la fuite de l'épargne internationale hors des obligations souveraines américaines. Avec le GENIUS Act, l'administration Trump promeut les stablecoins, des monnaies numériques, afin d'attirer les capitaux étrangers vers les bons du Trésor américain. L'objectif, rien de moins que de privatiser la création monétaire tout en assurant une certaine stabilité au dollar. Les accords de Mar-a-Lago, conçus par S. Miran, prévoient l'échange de bons du Trésor détenus par les grandes banques centrales internationales contre des dettes non productives. Cette mesure est plus controversée et, pour l'instant, exploratoire. À juste titre : elle correspondrait à un "défaut sélectif".

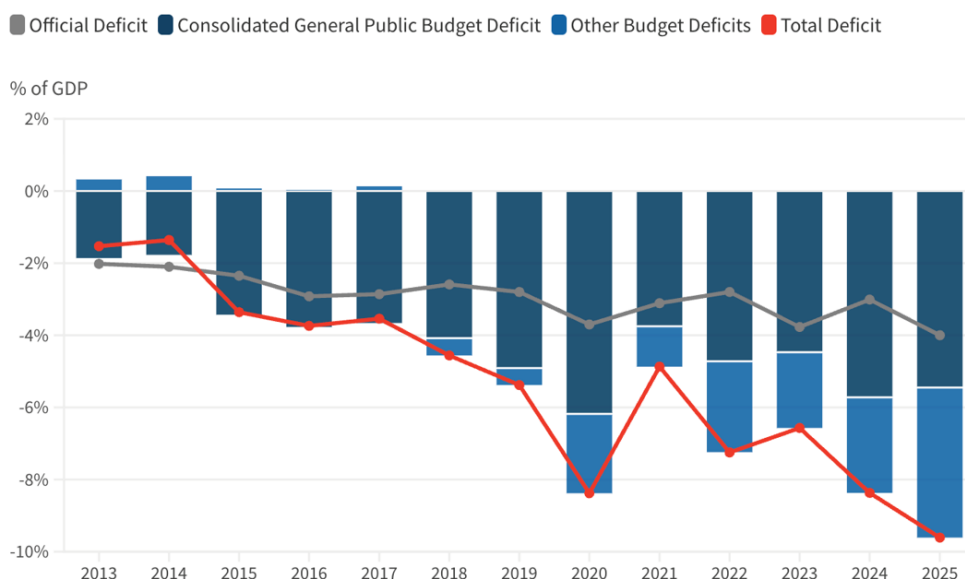
Après la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis ont nationalisé les taux d'intérêt et imposé des contrôles sur les mouvements de capitaux. L'administration Trump s'appuie sur d'autres outils et sur l'ingénierie financière. L'objectif reste le même : doper la croissance nominale au-dessus de 5%, plafonner les taux nominaux pour absorber/digérer la dette, au risque de spolier les épargnants avec des taux réels négatifs.

La Chine s'engage dans le sillage, discrètement mais sûrement

Pour des raisons différentes – déflation et taux excessivement bas –, la Chine accélère également son processus de reprise/reflation. Sa piètre démographie et les vents contraires liés à la guerre commerciale et à la géopolitique renforcent cette tendance. Un désendettement progressif est en cours. Les prêts immobiliers en pourcentage des bilans bancaires sont passés de 32,3 % (2020) à 25,9 % (2023), reflétant principalement la contraction des prêts. Il n'y a pas eu de réduction claire de la dette, mais sa stabilisation permet d'initier la relance budgétaire.

La Chine est passée d'un déficit structurel marginal (2 % dans les années 1990) à une dérive d'environ 5 % du PIB dans les années 2020, avec une augmentation des risques au niveau régional et avec les financements hors bilan. Le déficit consolidé a atteint des niveaux de 6,1 % du PIB à la fin de 2020 et est resté élevé (environ 4,7 % à 4,9 % en 2023-2024). Le budget officiel de 2025 prévoit près de 5 % du PIB. Selon le FMI/OCDE, ces chiffres atteignent désormais près de 10 % du PIB si l'on tient compte de la dette régionale/municipale cachée.

China's Actual Government Deficit



Source: CSIS China Power Project; Chinese Ministry of Finance

La Chine abandonne progressivement mais résolument son orthodoxie de politique économique

La relance chinoise s'accélère, plus discrètement qu'aux États-Unis

Conclusions en matière d'investissement

Un cycle de reflation/relance généralisé s'amorce. Au cours des deux prochaines années, la croissance nominale va s'accélérer. Des déséquilibres

irrémédiables, une stagflation et des risques de « déraillement » sont susceptibles d'apparaître, d'abord aux États-Unis, d'ici la fin de la décennie.

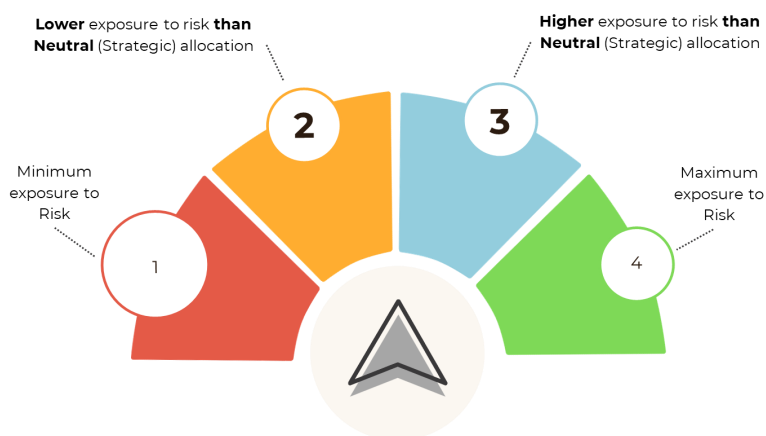
Nous relevons à neutre notre évaluation des perspectives du cycle macroéconomique à long terme.

Budget de risque mondial

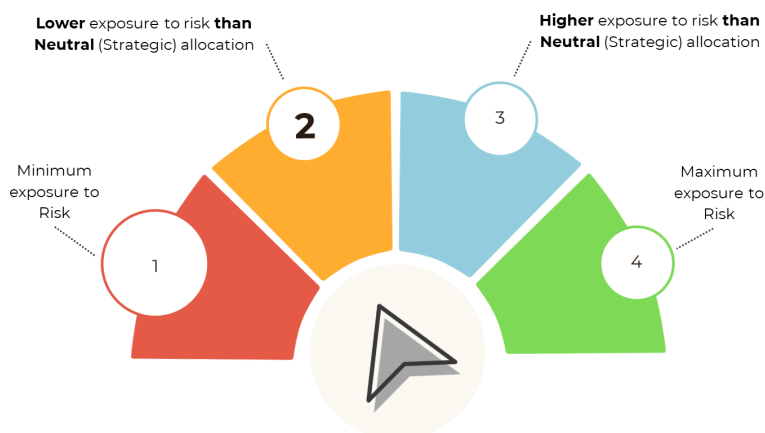
Horizon temporel : 12 mois

Position : neutre

Tendance : légère amélioration



Devises



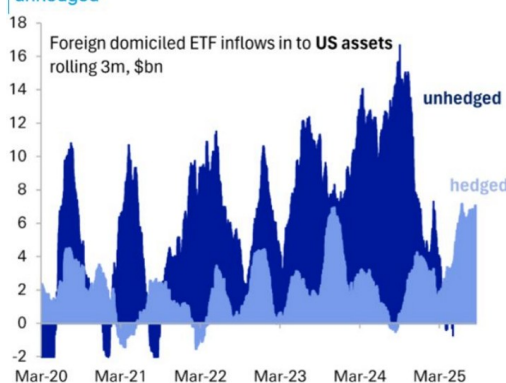
L'USD confronté à de puissantes forces cycliques et structurelles

En septembre, la Fed a repris son cycle d'assouplissement monétaire avec une baisse de taux de 25pbs, très attendue. Le Comité a estimé que les risques pesant sur l'emploi avaient augmenté. Elle a abaissé le taux médian des Fed Funds à 3,6% contre 3,9% pour cette année, 3,4% contre 3,6% pour 2026 et 3,1% contre 3,4% pour 2027. Powell a longuement évoqué les risques de faiblesse du marché de l'emploi, mais aussi les risques haussiers sur l'inflation, et a souligné que le Comité était très divisé sur la voie à suivre. Il s'agissait d'une baisse de type « gestion des risques » traduisant une approche plus prudente compte tenu des risques pesant sur les deux volets de son mandat.

La couverture du risque de change sur les achats d'actifs US a fortement augmenté. Les investisseurs souhaitent s'exposer aux actifs US, mais sont désormais réticents à prendre le risque lié au dollar. Cette tendance devrait très probablement se poursuivre, les inquiétudes concernant l'érosion de l'indépendance institutionnelle au sens large, y compris celle de la Fed, restant au premier plan. Les primes de risque américaines devraient encore augmenter et peser sur l'USD.

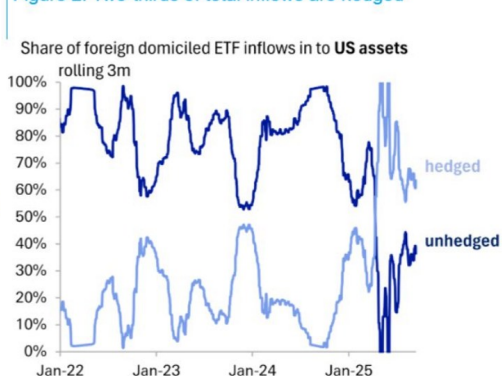
Graph. Les activités de couverture de change ont rarement été aussi importantes

Figure 1: Hedged inflows into US now exceeding unhedged



Source: Deutsche Bank Research; Bloomberg Finance LP

Figure 2: Two-thirds of total inflows are hedged



Source: Deutsche Bank Research; Bloomberg Finance LP

De plus, le différentiel de taux réels s'est considérablement réduit et, compte tenu de la dynamique actuelle de l'inflation et de l'évolution de la politique monétaire, il est difficile d'envisager un arrêt de cette compression dans un avenir proche.

Les forces cycliques et structurelles actuelles favorisent une nouvelle faiblesse du dollar.

Faiblesse du dollar, vigueur des émergents

Les actifs émergents sont bien positionnés pour performer, car une rotation significative des capitaux hors du dollar vers les émergents se profile, attirés par une croissance robuste et de bons fondamentaux économiques. Les flux vers la dette émergente, tant en devises fortes qu'en monnaies locales, ont été profondément négatifs ces 4 dernières années, laissant une marge de manœuvre importante aux acheteurs, notamment compte tenu des rendements absolus élevés et d'une croissance supérieure à celle des Etats-Unis.

La Fed a entamé un cycle de hausse des taux en mars 2022. En 2023, le taux US à 10 ans a atteint son plus haut niveau depuis 15 ans (5,0%). Durant ce cycle agressif de hausse des taux, l'économie US a réussi à éviter une récession. L'engouement autour de l'IA et des entreprises technologiques US semblaient en première ligne. Par ailleurs, les pays émergents ont été confrontés à l'inflation post-COVID et à des problèmes d'endettement, tandis que les investisseurs étrangers s'interrogeaient sur la viabilité à long terme de la Chine. Cela a alimenté les flux de capitaux vers les États-Unis. Les États-Unis ont reçu 5'500 milliards de dollars d'entrées de capitaux entre le début du COVID et aujourd'hui. Cette forte hausse des investissements a propulsé le dollar bien au-dessus de sa moyenne à long terme et l'a maintenu à ce niveau pendant 3 ans. Cette vigueur du dollar a pénalisé les pays émergents, rendant plus difficile le remboursement de leur dette libellée en USD. Cette vigueur du dollar s'est faite au détriment des pays émergents.

Graph. Taux de change effectif réel du dollar



Que ce soit la fin de la domination du dollar ou une correction substantielle et rapide, due à une forte vigueur et à une surpondération, ces corrections ont historiquement profité aux pays émergents. La dette locale des pays émergents est particulièrement sensible aux fluctuations du dollar. Sa

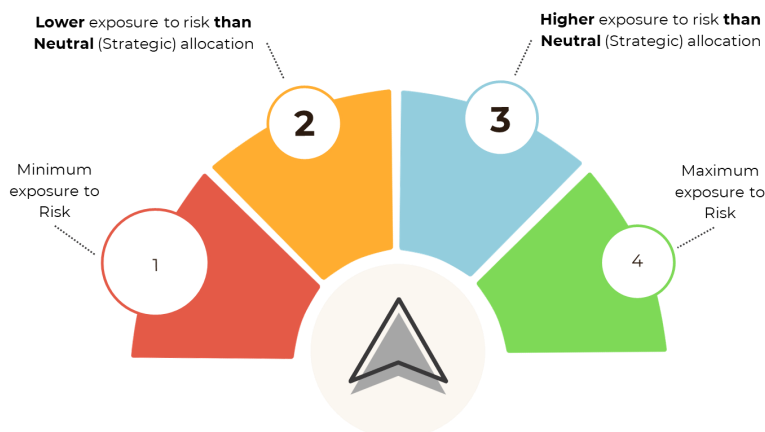
corrélation avec le dollar est de 70% sur base trimestrielle. À certains égards, la situation actuelle rappelle celle de la période 2003-2008.

Outre un contexte macroéconomique mondial favorable, les pays émergents bénéficient également d'une meilleure situation économique et institutionnelle. La note de crédit moyenne des pays émergents s'établit actuellement à BBB-, son plus haut niveau jamais atteint. De plus, le différentiel de croissance des marchés émergents par rapport aux marchés développés, à 2,5x en 2025, est supérieur à sa moyenne à long terme et proche de celui observé entre 2003 et 2008.

Historiquement, les périodes de faiblesse du dollar ont stimulé les flux vers les marchés émergents, la base d'investisseurs s'étant rapidement élargie, ce qui a dopé les performances de cette classe d'actifs.

L'année à venir offre une excellente occasion de s'exposer aux marchés émergents, avec une différenciation minimale

Obligations



Le désendettement mondial n'est pas pour tout de suite

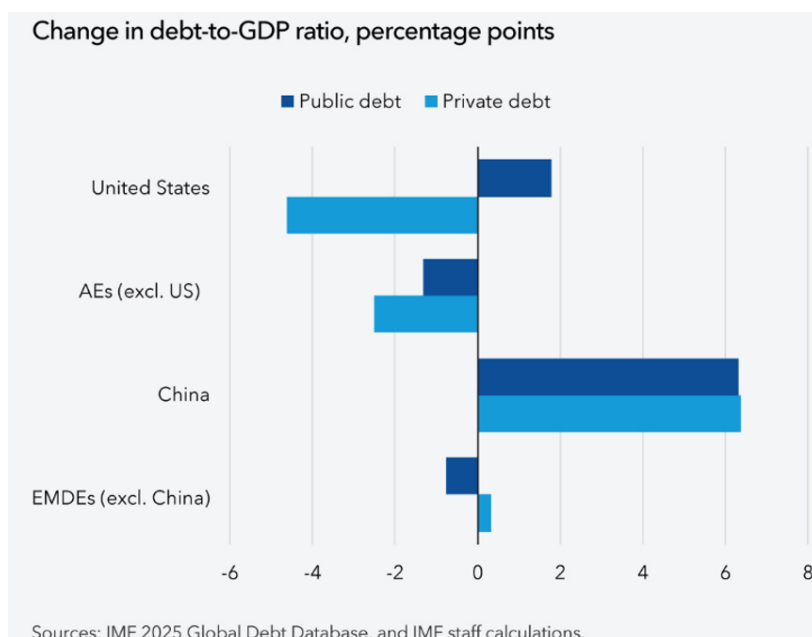
La dette totale a peu évolué l'an passé, légèrement supérieure à 235% du PIB mondial, selon le FMI. La dette privée a reculé à 143%, son plus bas niveau depuis 2015, reflétant une réduction du passif des ménages et une faible variation de la dette des entreprises non financières. En revanche, la dette publique a atteint près de 93%. La dette totale a atteint 251'000 milliards de dollars, la dette publique atteignant 100'000 milliards et la dette privée diminuant à 151'000 milliards.

Des différences notables existent entre les pays et les groupes de revenus.

Le déficit budgétaire mondial, toujours élevé, est le principal facteur de la hausse de la dette publique. Aux États-Unis, la dette publique a atteint 121%, tandis qu'en Chine, elle a progressé à 88%. Hors États-Unis, la dette publique des économies avancées a diminué de plus de 2,5 points pour atteindre 110%. Les fortes hausses enregistrées en France et au Royaume-Uni ont été compensées par des baisses au Japon et dans les économies plus petites (Grèce et Portugal). Hors Chine, la dette publique des économies émergentes a légèrement baissé pour atteindre moins de 56%.

Les gouvernements devraient privilégier des ajustements budgétaires progressifs dans le cadre d'un plan crédible à moyen terme pour réduire la dette publique. Favoriser un environnement propice à la croissance économique et à la réduction des incertitudes contribuera à alléger la dette publique et à encourager l'investissement du secteur privé.

Graph. Divergences entre les différents groupes et pays



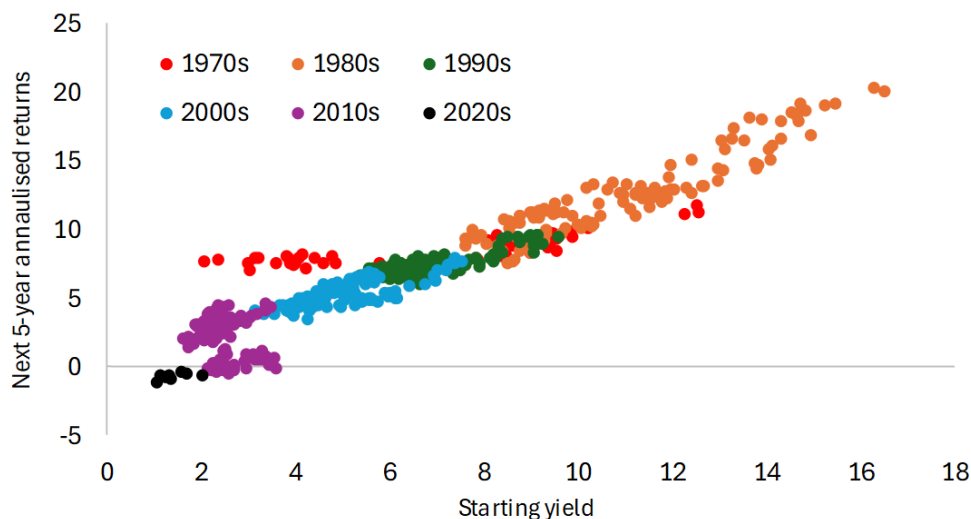
La baisse de la dette privée varie selon les pays. Dans les économies avancées, les entreprises empruntent moins. Les États-Unis ont enregistré une baisse significative de 4,5 points, à 143%, tandis que la Chine a enregistré une hausse de 6 points, à 206%. En Chine, la hausse de la dette privée a été tirée par la dette des entreprises non financières, tandis que la dette des ménages a légèrement reculé. L'emprunt privé a fortement progressé dans les grandes économies émergentes comme le Brésil, l'Inde et le Mexique, mais a diminué au Chili, en Colombie et en Thaïlande.

La dette mondiale s'est stabilisée à un niveau élevé. La réduction continue des prêts au secteur privé a compensé l'augmentation de l'emprunt des États.

Le graphique obligataire le plus trompeur

La relation entre les taux obligataires et la performance annualisée sur 5 ans, des années 1980 à la fin des années 2010, semble rassurante. Compte tenu des taux actuels, elle suggère que les investisseurs obligataires américains pourraient gagner environ 5% par an ces 5 prochaines années.

Graph. En période non inflationniste, le taux initial conditionne la performance sur 5 ans



Cependant, cette relation étroite s'est maintenue pendant les décennies où l'inflation était stable. Si l'on ajoute les années 1970 et le début des années 2020, la relation taux-performance s'effondre rapidement.

La Fed abaisse actuellement ses taux, alors qu'elle ne les a jamais baissés alors que l'inflation anticipée était aussi durablement supérieure à l'objectif.

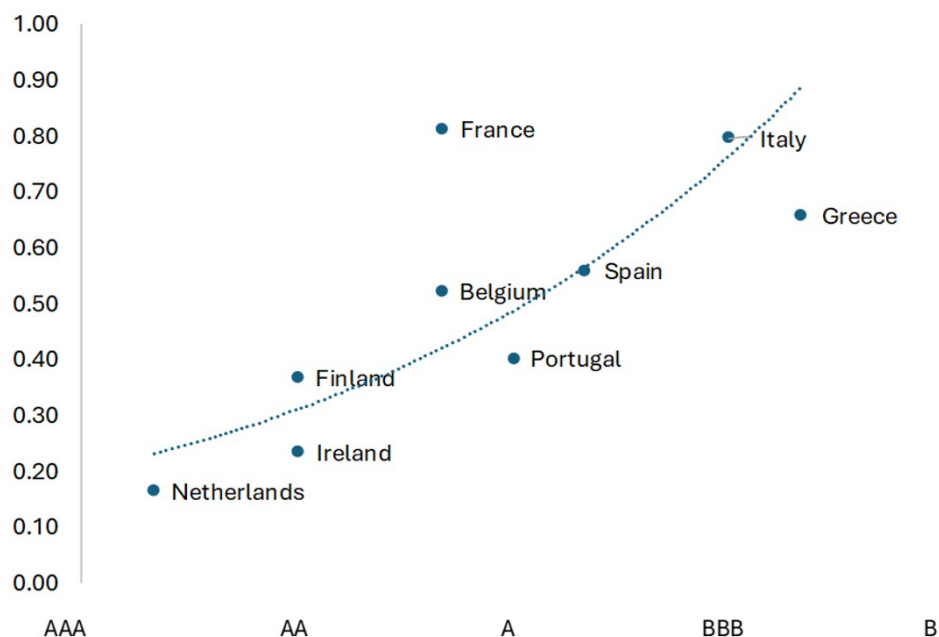
Si l'inflation refait surface, la performance du marché obligataire ces prochaines années pourrait être bien inférieure à la tendance historique rassurante.

Convergence européenne

Fitch a abaissé la note de la France en raison de la fragmentation et de la polarisation accrues de la politique intérieure, qui entraîneront une moindre consolidation budgétaire. Cependant, tout ne se dégrade pas. S&P a relevé la note de l'Espagne à A+ grâce à une épargne plus importante et à des exportations performantes. Fitch a relevé la note du Portugal à A grâce à la poursuite de la réduction de son ratio dette/PIB à moins de 100%. L'Italie a également été relevée à BBB+, grâce à une meilleure résilience budgétaire. L'instabilité politique a accentué les inquiétudes des investisseurs concernant la dette française et a poussé les taux au-dessus de ceux de la Grèce et de l'Italie. Cette dégradation était escomptée, et la France ne bénéficie plus de la prime de valeur refuge.

Ce n'est pas encore alarmant. Les charges d'intérêts restent modestes, à 2,1% du PIB, bien en deçà des 4,4% de l'Italie. Les faibles taux de la BCE et le coup de pouce budgétaire attendu de l'Allemagne sont favorables à la zone euro. L'enjeu est de savoir si la France parviendra à convaincre les marchés de sa discipline budgétaire. Ce qui est sûr, c'est que l'ère de l'argent bon marché est révolue.

Graph. La dégradation de la note de la France était déjà anticipée



Parallèlement, les taux de plusieurs entreprises françaises sont passés sous ceux de leur État. Une dizaine d'entre elles affichent un spread négatif face à la dette souveraine française, le plus élevé depuis 2006, notamment L'Oréal, Airbus, AXA, Scheider et Danone. Dans la zone euro, plus de 80 émetteurs privés affichent des taux obligataires inférieurs à ceux de la France.

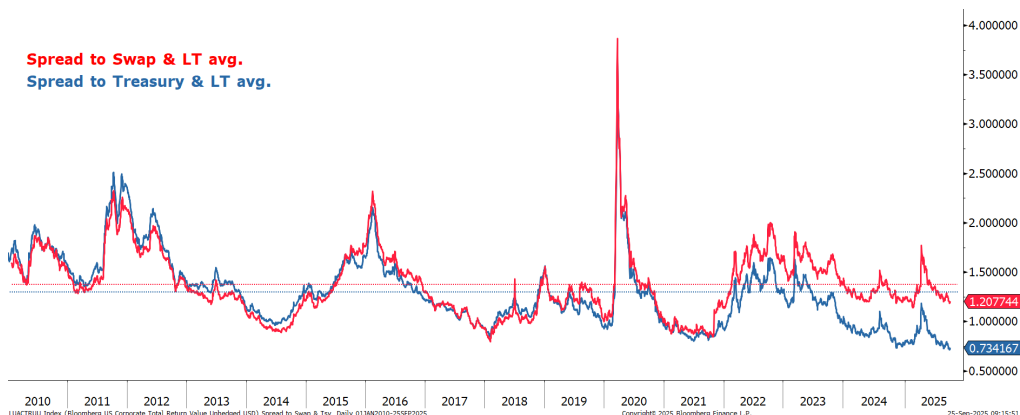
Ce marché en dents de scie reflète également la forte performance du crédit mondial, qui a entraîné les spreads des obligations IG US et EU à leur plus bas niveau depuis des années face aux obligations souveraines. Ces spreads serrés sont inhabituels, car par le passé, les OAT constituaient une barrière.

La convergence des notations entre les pays du cœur et de la périphérie a franchi une étape importante. Il en va de même pour le crédit.

Les spreads de crédit sont-ils vraiment si chers ?

Les spreads des obligations privées sont à leur plus bas niveau depuis plus de 10 ans. Mais le contexte est important. Il est vrai que les spreads semblent proches de leurs plus bas historiques comparés aux taux souverains. Cependant, comparés aux taux swaps, ils sont beaucoup plus proches des moyennes de long terme. Ce n'est donc pas le risque de crédit des entreprises qui a changé, mais le risque des bons du Trésor. Il a augmenté, rendant les spreads plus serrés qu'ils ne le sont en réalité.

Graph. Les spreads de crédit US contre les taux swaps ne sont pas si chers

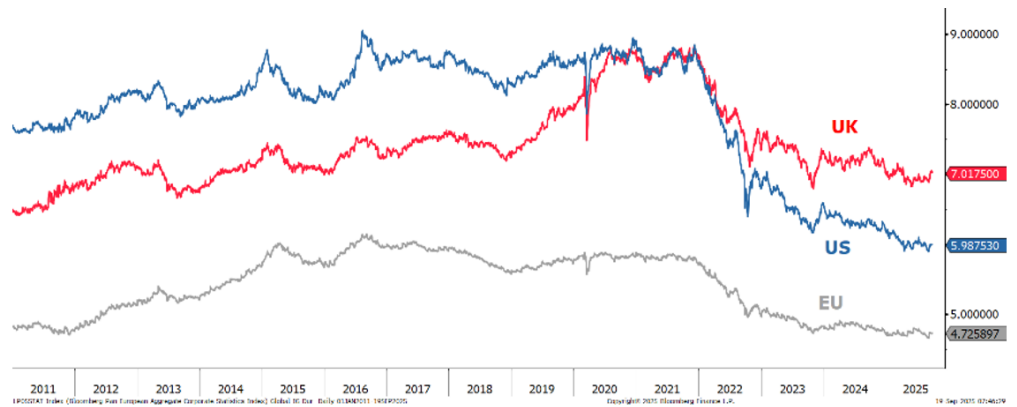


Parmi les facteurs classiques expliquant le resserrement des spreads de crédit, on peut citer des fondamentaux solides, de faibles taux de défaut et une forte demande. Mais un autre facteur technique émerge: la durée. Sur les marchés IG développés, elle a fortement diminué depuis 2021. L'IG britannique est passé de 9,0 à 7,0, celui des États-Unis a chuté encore plus fortement, passant de 9,0 à 6,0, et seul le marché européen a enregistré une baisse plus modeste, passant de 6,0 à 4,5 (son plus bas niveau). En pratique, cela signifie que les investisseurs sur le crédit sont désormais moins exposés aux fluctuations des taux gouvernementaux, mais aussi à de moins importantes plus-values en cas de baisse de ces derniers. C'est important. Avec la reprise des cycles d'assouplissement de la Fed, la sensibilité réduite du crédit aux taux pourrait limiter les plus-values liées aux baisses de taux, rendant les

fondamentaux du crédit encore plus importants pour la performance. Le cycle d'assouplissement de la BCE étant terminé, il est préférable d'opter pour une durée plus courte, contrairement au Royaume-Uni.

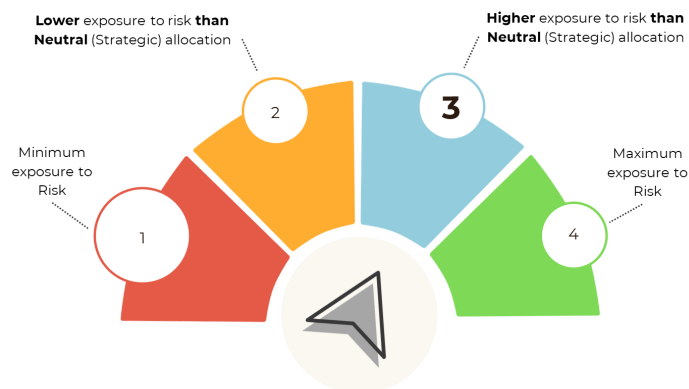
Le crédit est devenu moins sensible aux variations de taux.

Graph. La sensibilité au taux du crédit a considérablement diminué



Actions

Une situation Goldilocks pour les actions. L'IA, un moteur surpuissant. Stimulations fiscales et monétaires. Hausse des liquidités globales. Accélération de l'économie globale. Réindustrialisation et géopolitique.

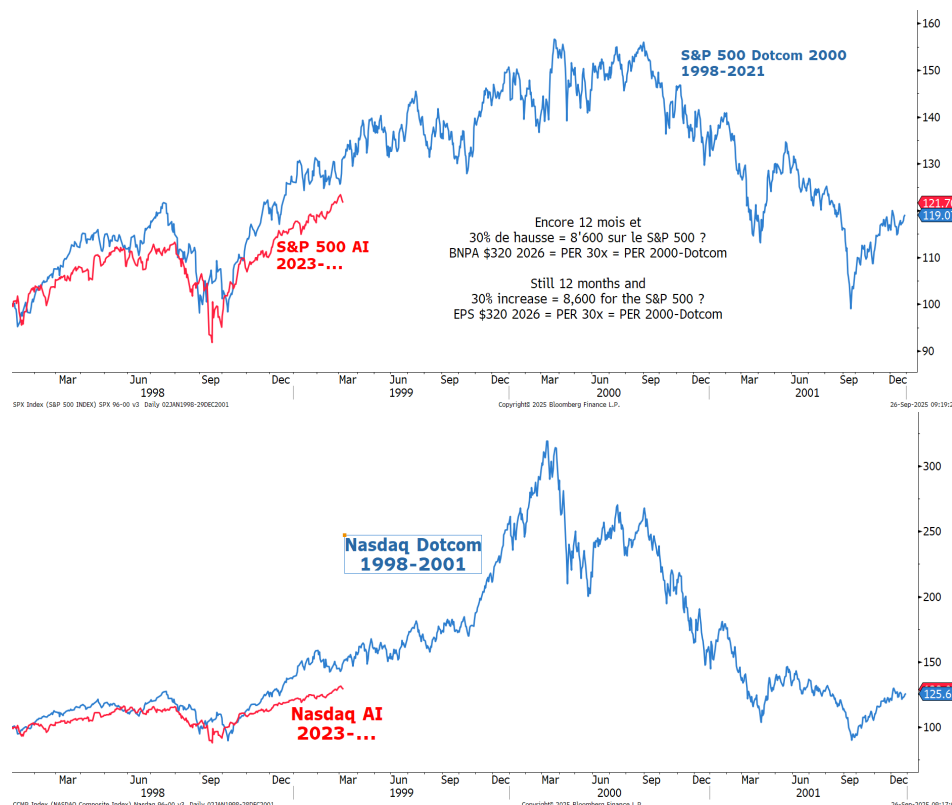


L'Intelligence artificielle - IA - est un moteur surpuissant pour les bourses. C'est une thématique transversale qui touche de nombreux secteurs, la technologie évidemment, mais aussi la construction de centrales électriques, la génération d'énergie, les métaux industriels dont l'uranium pour l'intérêt retrouvé pour les centrales nucléaires, l'infrastructure, etc ...

Les cours des actions des valeurs de la technologie explosent face aux investissements gigantesques. Les Alphabet, Meta, Microsoft et Amazon vont investir \$350 milliards dans l'IA en 2025 et \$400 milliards en 2026. OpenAI a passé des commandes pour plusieurs centaines de milliards sur les 3 prochaines années auprès d'Oracle et Broadcom, alors que la société affichée des pertes cumulées de \$50 milliards. Le cumul des Capex (dépenses d'investissement) en 2025 représente 2% du PIB US. Le ratio Capex/ventes des leaders est passé en moyenne de 10% à 20% en moins de deux ans. Pour de nombreux investisseurs, cette « folie » des dépenses et la hausse des cours des actions des sociétés liées à l'IA font penser à la bulle Dotcom de 2000. Les 10 premières capitalisations, \$24'000 milliards, du S&P 500 comptent pour 41% dont 9 sont des Big Techs, Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Broadcom, Tesla et Oracle; l'intrus est Berkshire Hathaway. La capitalisation boursière de Nvidia a été multipliée par 15 en moins de 3 ans. Cependant, nous ne sommes pas dans une bulle, du moins pas encore. Les différences sont notables :

- Contrairement aux sociétés de l'internet en 2000, souvent déficitaires, les géants de la technologie affichent des flux de trésorerie et des profits colossaux. Elles absorbent facilement ces Capex.
- A l'époque, internet était un concept, une vision. L'IA est une réalité qui touche exponentiellement des milliards d'utilisateurs (entreprises et ménages).
- Le moment est unique. Cinq à six entreprises seulement concentrent la quasi-totalité de l'effort d'investissement, verrouillant l'accès à la course pour les autres. Cette concentration extrême pourrait rendre toute comparaison historique imparfaite.

- Au pic de la bulle Dotcom en 2000, les PER du S&P 500 et du Nasdaq étaient à 35x et 70x contre 25x et 35x aujourd'hui qui calquent bien avec les taux de progression des revenus et des profits.
- Le temps boursier écoulé de l'IA est encore court. Si l'on veut comparer avec la bulle Dotcom 2000, le S&P 500 et le Nasdaq auraient encore devant eux 12 mois avant une éventuelle correction. L'année 2026 s'annonce donc encore porteuse.



Graph. Comparaison S&P 500/Nasdaq Dotcom 2000 et IA

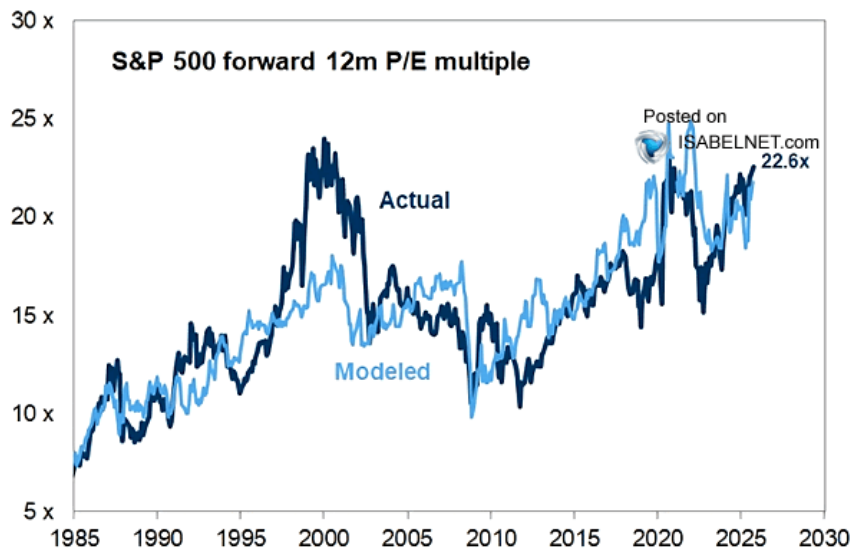
Les risques sont des surcapacités, une consolidation brutale et la difficulté à monétiser à un moment donné tous ces investissements. La monétisation repose sur l'hypothèse que les entreprises paieront (beaucoup) les services IA améliorés pour générer des profits. Mais OpenAI n'escompte pas générer des profits avant 2029. L'IA n'explique pas à elle toute seule la hausse des actions. L'accélération économique globale est réelle, les surprises économiques sont en hausse, sauf pour la Chine, et l'OCDE vient de relever ses estimations de croissance globale à 3.2% (2.9% précédemment) pour 2025, soulignant la résilience de l'économie globale.

Le nationalisme et le protectionnisme, impliquant une réindustrialisation forcée, sont une source de croissance économique dans un premier temps, mais comportent un risque inflationniste et d'affaiblissement du commerce global dans un second temps; l'Histoire s'est rarement trompé là-dessus. Les nouvelles taxes douanières américaines sur les médicaments, les camions et les produits mobiliers donnent des arguments supplémentaires à une reprise inflationniste aux Etats-Unis.

Les évaluations boursières sont élevées et réduisent la marge de manœuvre en cas de reprise inflationniste et de hausse des taux. Mais le risque est essentiellement américain, car le monde ex-US est inondé de produits

(chinois) qui n'entrent plus aux Etats-Unis et d'accords de libre-échange ex-US pour contrer la politique protectionniste américaine et rester dans le multilatéralisme.

Graph. Malgré des PER élevés, le S&P 500 (bleu foncé) est en ligne avec sa valeur juste -fair value- (bleu clair) grâce à la progression des profits



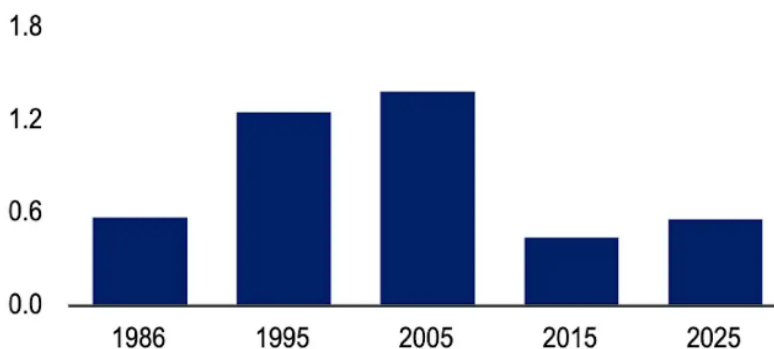
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Nous pensons que les comparaisons historiques des valorisations ne sont plus pertinentes. Les moyennes présentes et futures du S&P 500 seront plus élevées en raison du poids des Big Techs avec une qualité exceptionnelle. L'IA va toucher la macro et la microéconomie de manière exponentielle. La stratéliste de BoA suggère aussi que le « new normal » sera des multiples élevés durables et qu'il ne faut pas s'attendre à un retour aux moyennes historiques.

Le S&P 500 a un ratio dettes nettes/fonds propres sensiblement plus bas que dans le passé, et surtout par rapport à la période Dotcom 2000. Un autre phénomène qui justifie des PERs plus élevés est un ratio dettes nettes/capitalisation boursière en forte diminution, alors que la dette US par rapport au PIB US a considérablement augmenté, signifiant que la qualité et la confiance est clairement passée du côté des sociétés du S&P 500.

Exhibit 6: Today's S&P has lower financial leverage than 1990s-2000s...

S&P 500 non-Financials net debt/Equity, 1986-2025



Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

Exhibit 7: Predictability: Large US equities are unlevered

S&P 500 Net Debt to Market Cap and US debt to GDP (1986-08/2025)

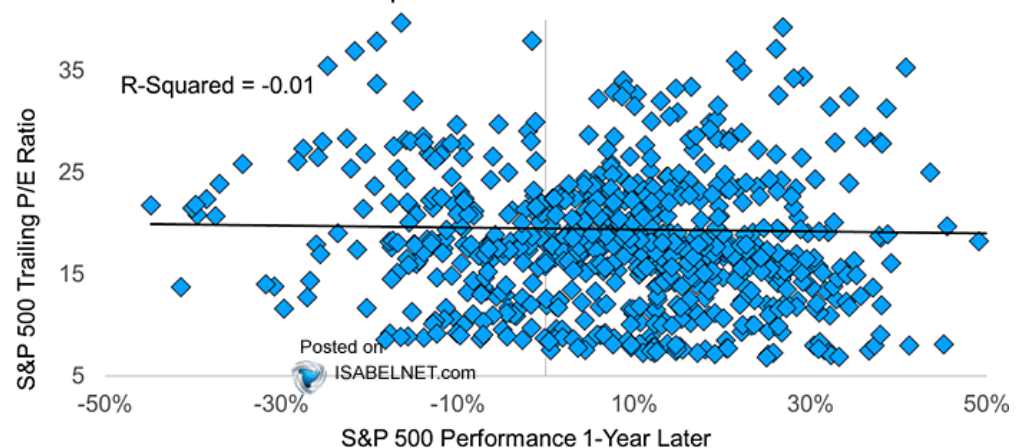


Source: FRED, FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

De toute façon, les évaluations boursières ne sont pas un outil de timing. Cela, on le sait depuis longtemps. La corrélation est faible, voire nulle, entre les multiples et la performance du S&P 500 sur 1 an. Il faut garder son regard sur le long terme.

Valuations Are Not Good Timing Tools

Scatter Plot Returns Of P/E Multiples And S&P 500 1-Year Returns



Source: Carson Investment Research, Professor Shiller Data 12/17/2024 (1957 - Current)

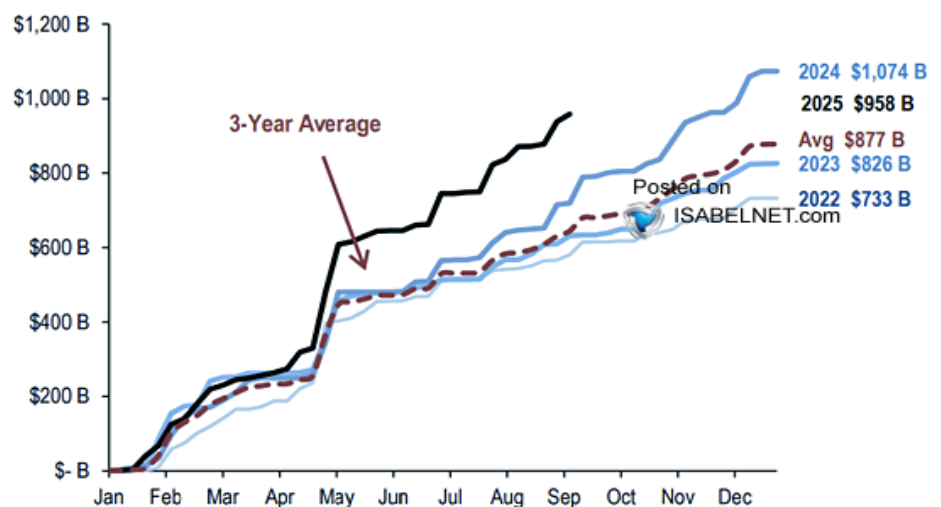


Exubérance des bourses ? Pas vraiment. Depuis 2020, la progression du S&P 500 s'explique principalement par les profits et les dividendes, et moins par une expansion des multiples.



La forte augmentation des rachats d'actions du S&P 500 cette année, soutenue par des bénéfices solides, des liquidités et une allocation de capital ciblée, marque une année charnière pour la valeur actionnariale et les gains du marché.

Figure 17: \$ Announced Share Repurchases



Source: J.P. Morgan Equity Strategy & Quantitative Research, Bloomberg Finance L.P.

L'émergence des guerres accélère les dépenses dans la défense, un processus industriel puissant.

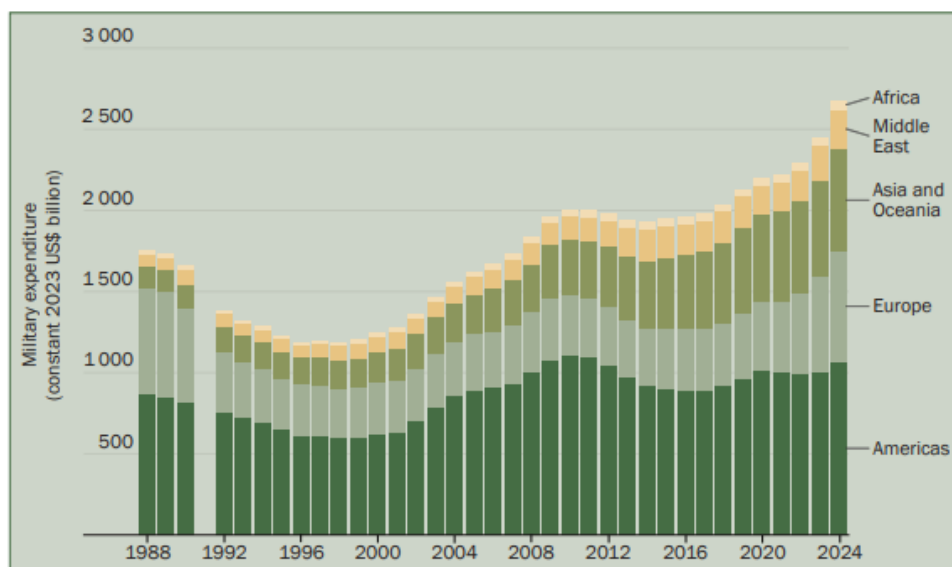
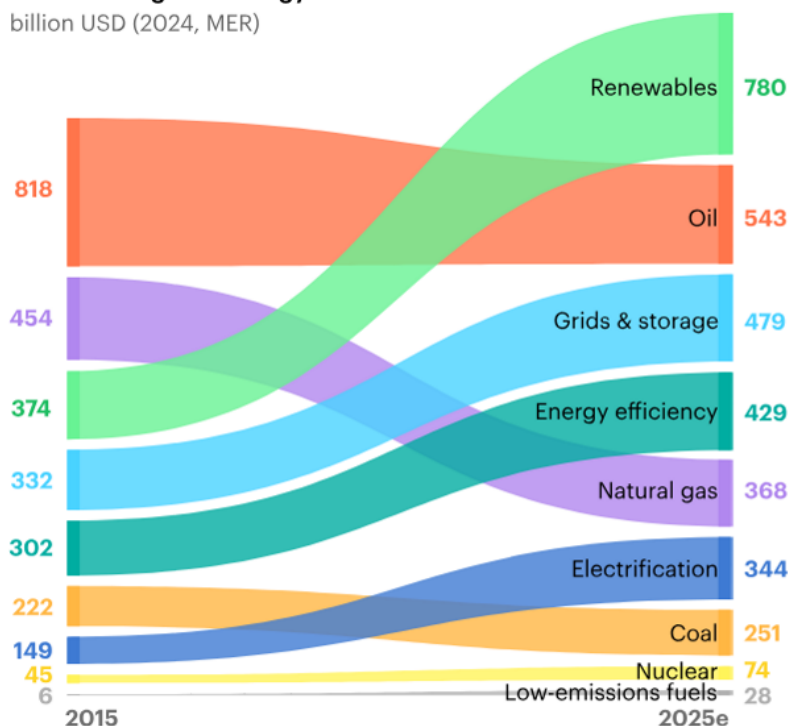


Figure 1. World military expenditure, by region, 1988–2024

La transition énergétique est aussi une source d'industrialisation, même si la thématique est polluée par Donald Trump, pro-énergies fossiles et climatosceptique, qui considère que les énergies renouvelables sont la plus grosse « arnaque » de tous les temps.

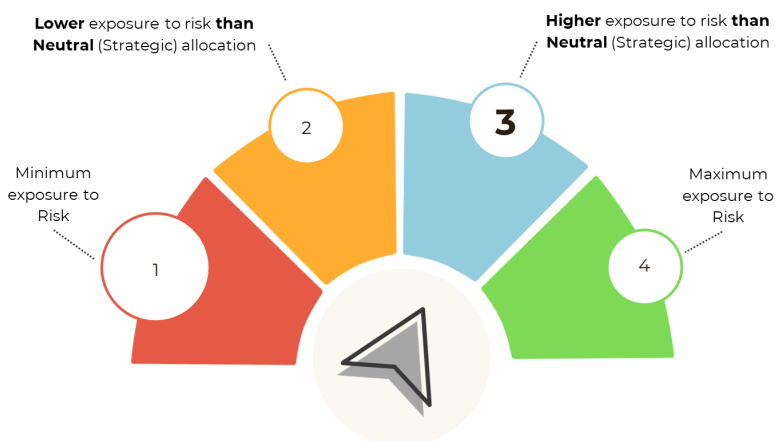
Les Capex dans les énergies décarbonées augmentent, alors que ceux dans les énergies fossiles se contractent. Donald Trump ne modifiera pas cette tendance structurelle.

Evolution of global energy investment
billion USD (2024, MER)



Investissements alternatifs

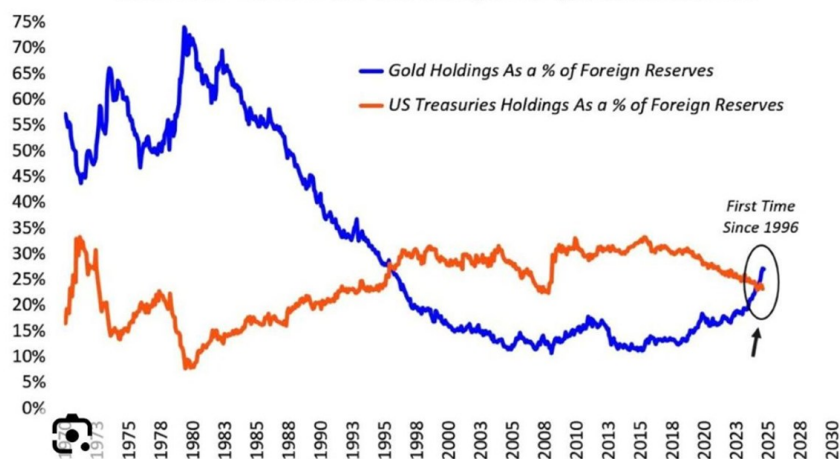
Or et bitcoin, configurations fondamentales et techniques haussières. Métaux industriels, dans l'attente d'une reprise économique chinoise. Pétrole, à son prix.



Les banques centrales étrangères détiennent plus d'or que de US Treasuries dans leur bilan en raison de la dédollarisation et des inquiétudes sur la dette américaine. Cette tendance est structurelle.

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

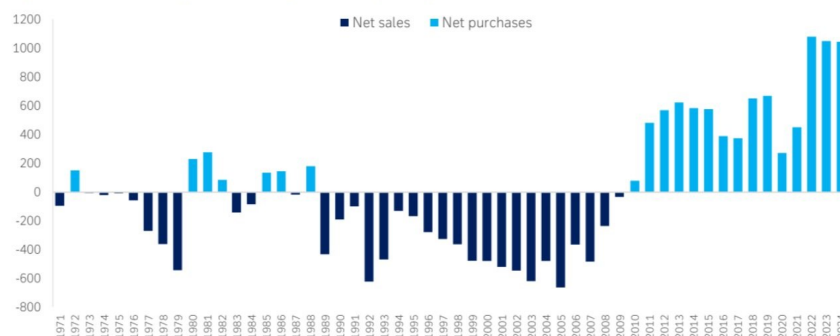
Chart As of 8/27/2025

© 2025 Crescat Capital LLC

Graph. Banques centrales ex-Fed. La part de l'or a dépassé celle des US Treasuries dans les bilans

1.3 Central bank gold holdings today

Figure 4: Central bank gold sales vs. purchases (tonnes)

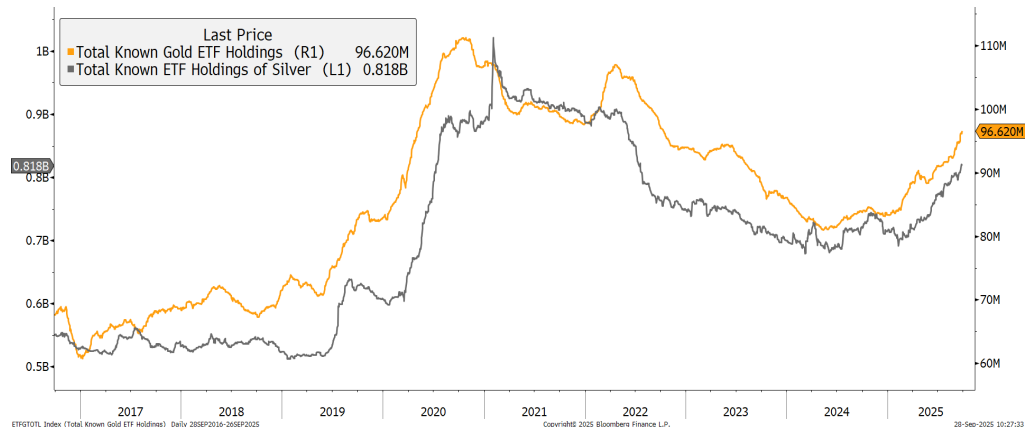


Source: Deutsche Bank Research, World Gold Council.

Graph. Achats/ventes nets d'or par les banques centrales depuis 1971

Depuis mi-2024, les investisseurs institutionnels et privés sont revenus sur l'or et l'argent, après une absence de 4 ans.

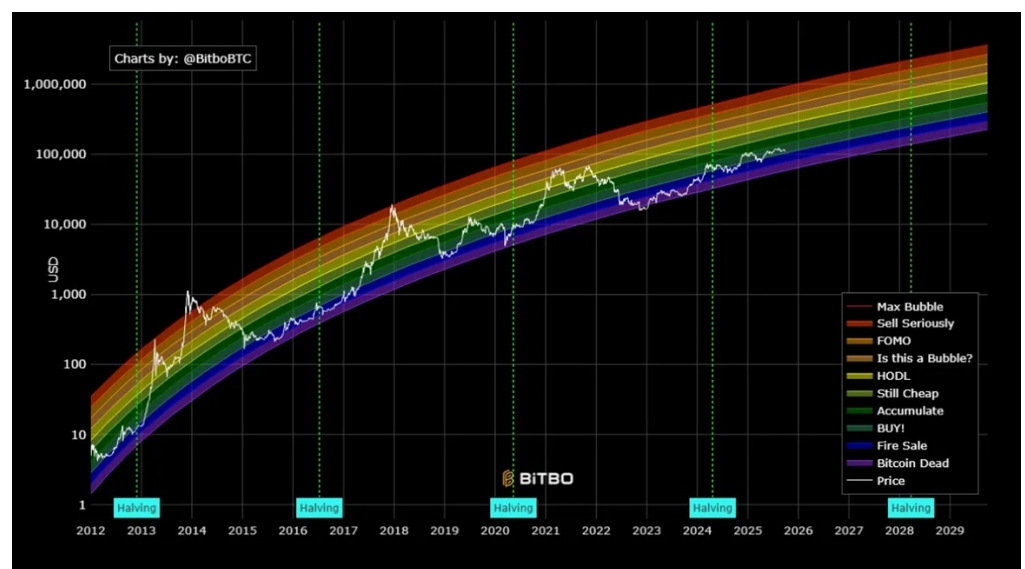
Graph. Détention d'or et d'argent dans les produits financiers



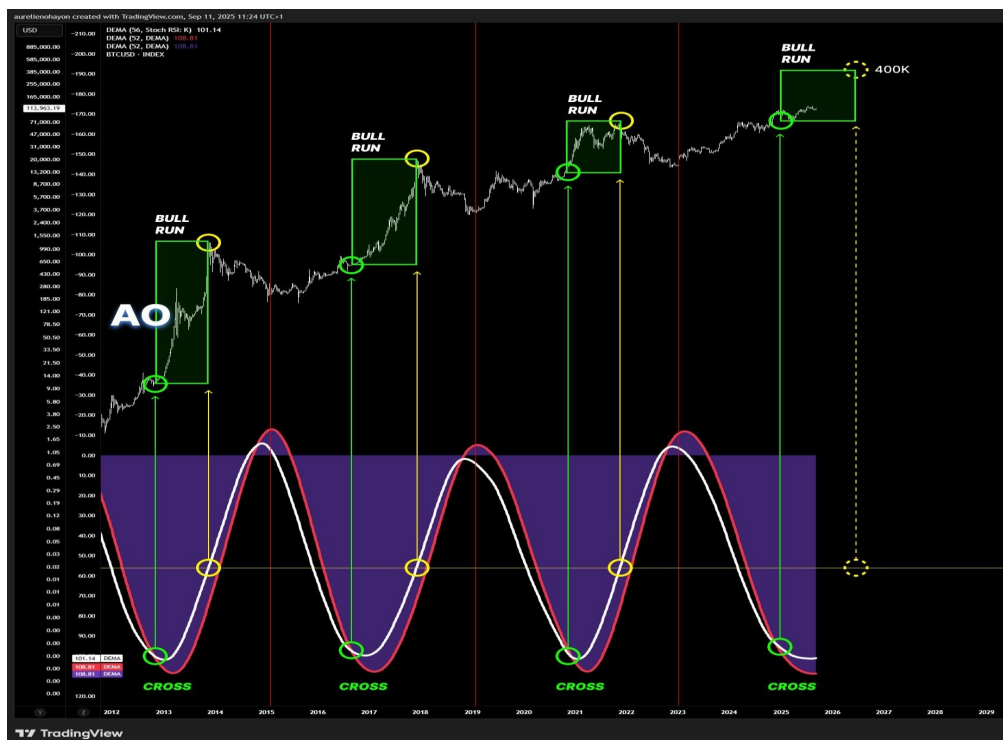
L'or digital, le bitcoin, est complémentaire à l'or physique, et n'est pas une alternative. Les deux peuvent et doivent cohabiter. Le bitcoin plaît aux investisseurs qui considèrent l'or « too old school/trop 20ème siècle ».

Cet été, le bitcoin et autres cryptomonnaies ont été pénalisés par le GENIUS Act et le STABLE Act aux Etats-Unis consacrant la nouvelle régulation pour les stablecoins, devises digitales adossées aux devises Fiat. Rien sur le bitcoin comme devise digitale de réserves stratégiques. La saisonnalité statistique a aussi pesé : août et septembre sont deux mois défavorables. Par contre, le 4ème trimestre, en particulier octobre, est une période très favorable avec une hausse moyenne de 45%.

Graph. Le graphique arc-en-ciel du bitcoin est un outil qui trace le mouvement du prix du bitcoin à long terme sur une échelle logarithmique, en ignorant le bruit de la volatilité quotidienne



Graph. Le DEMA est un indicateur technique de long terme prédisant les tendances. Celui du bitcoin est haussier



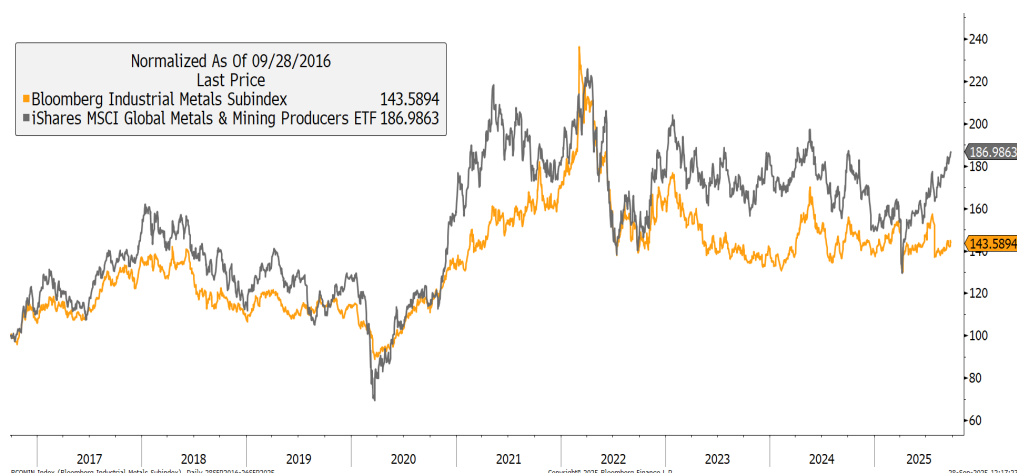
Dans la nouvelle géopolitique et les désastres naturels liés au changement climatique, les métaux industriels et leur raffinage sont devenus des enjeux majeurs et critiques. L'administration américaine dans sa vision d'un fonds souverain veut investir dans des sociétés liées à la sécurité nationale des Etats-Unis. En juillet 2025, elle a pris une participation de 15% dans la société MP Materials pour renforcer la chaîne d'approvisionnement américaine en terres rares. Elle cherche également à acquérir 5% à 10% du capital de Lithium America.

La Chine domine la chaîne d'approvisionnement mondiale des terres rares et le raffinage pour de nombreux métaux industriels dont le lithium, le cobalt, le manganèse, le graphite, les terres rares, le nickel et le cuivre avec une part de marché entre 40% et 100%.

Les désastres naturels pèsent sur l'offre. Dans le cuivre, la coulée de boue dans la mine Grasberg (Freeport-McMoRan) va réduire la production, après les inondations en République Démocratique du Congo et l'effondrement dans la plus grande mine du monde El Teniente au Chili. Trois des plus grandes mines de cuivre au monde face à un arrêt, représentant 7% de la production mondiale, cela pèse forcément sur l'offre.

Malgré la géopolitique, la transition énergétique et les dépenses militaires, l'indice Bloomberg Industrial Metals est plutôt sur une tendance baissière en raison d'une économie chinoise en difficulté et des tensions commerciales. L'iShares PICK, qui intègre les sociétés minières globales, semble anticiper une reprise du cycle et surtout des opérations capitalistes, fusions, acquisitions et prises de participation d'Etats.

Graph. Performances indice
Bloomberg Métaux
industriels (orange) et
iShares PICK US (gris) en
base 100



Les prix du baril de pétrole se situent sur leur moyenne historique. Les mouvements violents à la baisse et la hausse ont lieu lors de période de crise. En temps normaux, l'offre s'ajuste rapidement à la demande. Le temps de réaction est très rapide dans le secteur pétrolier, production et transport.

L'Agence internationale de l'énergie a drastiquement révisé son estimation du pic de la demande de 2030 à 2050. La fin de l'ère des énergies fossiles n'est peut-être pas pour tout de suite. La consommation de pétrole et de gaz naturel augmentera jusqu'en 2050, si les politiques actuelles se maintiennent, selon l'AIE. À cette date, l'AIE anticipe que le monde consommera 114 millions de barils de pétrole par jour (Mb/j), contre 104 millions Mb/j actuellement. Cette évaluation se rapproche de l'évaluation de l'organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), qui s'attend à une consommation de 123 Mb/j en 2050.

Nous assistons à un apport énergétique supplémentaire et non pas à une transition énergétique, observent Standard & Poor's et la banque Lazard. Parallèlement, la production mondiale de pétrole a atteint en août un niveau record, selon le dernier rapport mensuel de l'Agence internationale de l'énergie (AIE). Ces hausses de production tendent à faire baisser les prix de l'or noir, compliquant d'autant plus le virage vers les énergies décarbonées.

La Lettre Financière

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.