

La Lettre Mensuelle



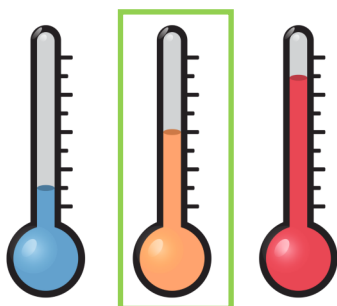
POINT DE SITUATION
TACTIQUE

NOVEMBRE 2025

Un insecte dans l'oreille

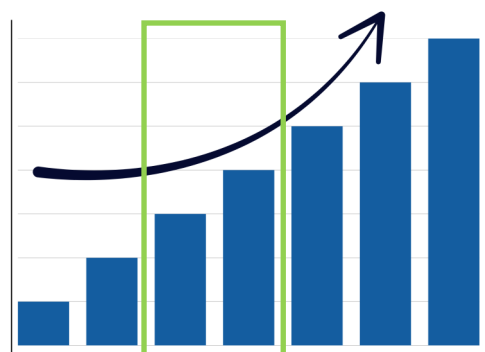
Conditions-cadres mondiales

Inflation dans les 6 prochains mois



*Position : supérieure aux objectifs des banques centrales (hors Chine)
Tendance : choc ponctuel de court terme 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 favorables – reflation débridée – présentant des risques asymétriques de déflation ou d'inflation.

Perspectives conjoncturelles

La domination fiscale des États-Unis et de l'UE prévaut, le Japon étant susceptible de suivre. La guerre commerciale entraînera une déconnexion/ des divergences croissantes dans les cycles économiques mondiaux. Un dollar américain plus faible atténue les risques macroéconomiques mondiaux.

Géopolitique. Une désescalade inatteignable ?

Le volontarisme américain se heurte à des réalités complexes et à des blocs antagonistes dont les intérêts convergent. Pas de fin en vue en Ukraine. La baisse de l'intensité de la crise au Moyen-Orient après la phase I du plan Trump doit encore se transformer en un véritable processus de trêve.

La dynamique de liquidité devient de plus en plus incertaine

Alors que la Chine injecte activement des liquidités, la disparition de celles-ci sur le marché des pensions livrées rend le système américain plus vulnérable aux chocs et aux tensions sur les marchés de financement à court terme.

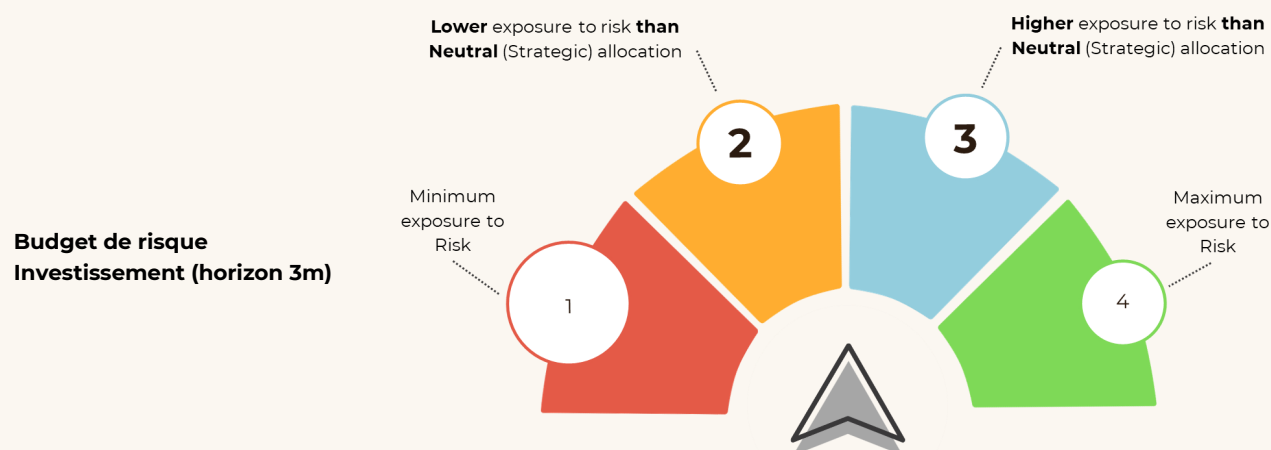
La corrélation négative entre les actions et les obligations reste en place, pour l'instant

L'IPC américain flirte avec le seuil clé de 3 % pour les marchés financiers. Le nouveau gouvernement japonais ne devrait pas réduire les tensions sur le marché des obligations d'État japonaises ; surveillez l'évolution des soupapes de sécurité (JPY ou rendements à long terme).

Sentiment des investisseurs et flux de capitaux très volatils

Les investisseurs individuels américains, fortement endettés et complaisants, se sont partiellement désendettés à mesure que l'engouement pour les "mêmes" s'estompe. Un avertissement sans conséquence?

Vision global



Le plus dur commence maintenant

Au cours des trois derniers trimestres de 2025, Trump a imposé des politiques disruptives sur de nombreux fronts. À l'approche de 2026, l'administration américaine pourrait entrer dans une période "reflexive" tumultueuse. Au niveau national, la saga du shutdown qui se poursuit préfigure les turbulences à venir autour du passage de relais à la Fed à partir du deuxième trimestre 2026 et des élections de mi-mandat.

Auparavant, la légalité des droits de douane imposés par Donald Trump sera examinée par la Cour suprême des États-Unis lors d'une audience le 5 novembre 2025. Le processus décisionnel sur le bien-fondé de ces surtaxes commencera alors. Le calendrier judiciaire prévoit un délai de plusieurs mois entre l'audience et la publication de la décision, de sorte que la décision finale de la Cour suprême pourrait être rendue entre mars et juin 2026. Dans l'intervalle, les mesures tarifaires restent en vigueur.

Sur la scène internationale, les pays du Sud émergent comme un adversaire redoutable. La Chine ne se contente pas de résister à la pression commerciale américaine, elle impose également son propre rythme - le long terme - et, à défaut, ses propres conditions. De même, la Russie ne se plie ni aux impulsions positives ni aux impulsions négatives de Trump. De son côté, le Brésil évite d'être étouffé par la pression de Trump en capitalisant sur la diversification commerciale et une diplomatie proactive. Le pays profite également de la situation pour accélérer sa transition économique et renforcer son poids géopolitique.

Depuis son investiture, l'initiative a clairement été du côté de l'administration Trump.

Après le choc initial, l'adversité au sens large se mobilise, formant une sorte de coalition.

Naviguer dans la fin du cycle de liquidité

En 2025, la reconstitution du compte général du Trésor américain (TGA) a drainé les liquidités du marché américain : le Trésor a levé environ 700 milliards de dollars pour porter le solde du TGA à près de 1 000 milliards de dollars, retirant ainsi des liquidités du système bancaire. Cela a réduit les réserves bancaires, resserré les liquidités et fait grimper les taux à court terme, en particulier dans un contexte où la Fed poursuivait son resserrement quantitatif (QT).

Graphique. Source Crossborder Capital



Et le tampon de la facilité des prises en pension ne jouait plus son rôle. En octobre 2025, ce filet de sécurité s'était considérablement réduit. Il était tombé à moins de 5 milliards de dollars, contre un pic de 2 500 milliards de dollars l'année précédente. Cela a exposé les marchés financiers à l'impact direct des chocs, augmentant ainsi la vulnérabilité systémique. La diminution du coussin RRP a contraint la Fed à surveiller de près les montants injectés dans le système bancaire. Cela a créé des tensions au niveau du spread entre le SOFR et les fonds fédéraux, qui s'est creusé de 15 points de base pour atteindre environ 4,27% (SOFR) et 4,12% (Fed funds). En général, le SOFR (repo garanti par des bons du Trésor) est inférieur aux Fed Funds. Les tensions actuelles restent modérées. L'écart se maintient autour de 10 à 15pbs. Cependant, il a atteint des niveaux observés lors de la crise des repo de 2019.

Il convient de surveiller attentivement cette situation.

Espérons que tout reviendra à la normale une fois que la Fed aura mis fin à son programme de QT.

Les chiffres à haute fréquence sur la liquidité étroite sont en train de ralentir. Compte tenu du décalage habituel de quelques mois, le soutien aux actifs risqués devrait prendre fin au deuxième ou au troisième trimestre 2026.

Les politiques économiques et les mesures d'ingénierie financière adoptées par les États-Unis seront plus cruciales que jamais pour déterminer les tendances des marchés. Le contexte électoral suggère une politique de prodigalité plutôt que d'austérité.

Graphique. Source Crossborder Capital



Recommandation en matière d'allocation d'actifs

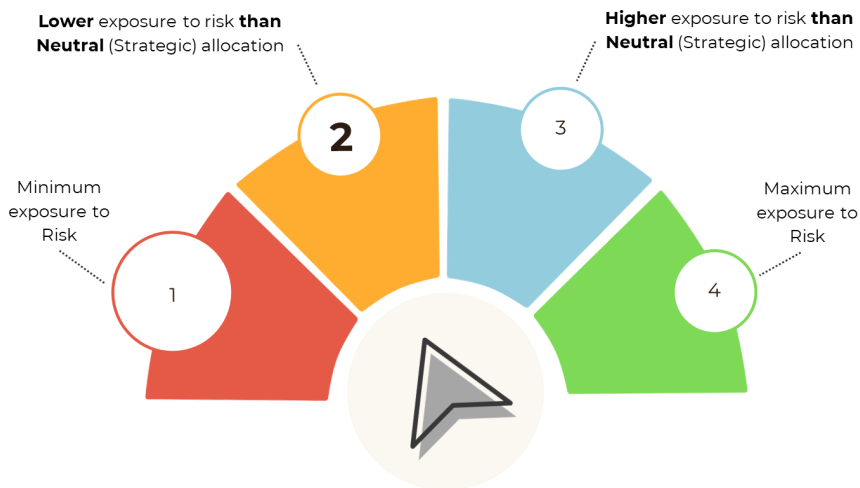
La deuxième année de l'administration Trump sera au moins aussi mouvementée que la première. Les grandes plaques tectoniques géopolitiques, économiques et financières sont en train de bouger. Seul un génie pourrait prédire où elles finiront par se stabiliser.

Le ralentissement de l'économie américaine est bienvenu à court terme, étant donné que le problème ultime sera la surchauffe. Il est prématuré de réduire l'exposition des portefeuilles aux actifs risqués à ce stade, car les conditions resteront favorables/soutenantes pendant encore quelques mois. Le calme sur les marchés obligataires et la relative faiblesse du dollar américain en sont pour l'instant la garantie. Cependant, il ne faut pas ignorer le fait que, dans la phase « spéculative » actuelle, les choses peuvent changer très rapidement...

Nous recommandons de rester pleinement investi, mais très agile et vigilant.

Devises

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



Blackout US

La fermeture partielle du gouvernement américain a entraîné une absence de données publiques, laissant la Fed dans l'incertitude et les marchés dans l'expectative. Cependant, la Fed a baissé ses taux pour la 2ème fois consécutive de 25pbs, à 3,75-4,0%, comme prévu. Sans surprise, 2 membres ont exprimé leur désaccord : Miran, le dernier gouverneur de la Fed nommé par Trump, souhaitant une baisse de 50pbs comme en septembre, et Schmid, président de la Fed de Kansas City et le responsable le plus hawkish depuis un certain temps, souhaitant un statu quo.

L'USD s'est apprécié après la réunion du FOMC, Powell ayant déclaré qu'une baisse des taux en décembre était loin d'être acquise, remettant en question les anticipations d'une baisse de 25pbs. À court terme, le rebond des taux US pourrait soutenir l'USD. Les enquêtes régionales de la Fed suggèrent que l'activité se maintient malgré le shutdown, tandis que le marché du travail montre toujours des signes de ralentissement.

Cependant, nous notons que, sauf surprise concernant les données, le dollar américain devrait conserver sa prime de croissance. Dans ses dernières perspectives, le FMI prévoit une croissance pour cette année et la prochaine de 2%, contre 1,2% pour la zone euro.

Graphe. De meilleures données européennes devraient contribuer au rebond de l'EUR



Cependant, les facteurs structurels restent inchangés. Premièrement, le futur président de la Fed, qui sera nommé en décembre, devrait être plus enclin à baisser les taux, comme le souhaite Trump. Deuxièmement, le shutdown a entraîné une pénurie de données économiques. Lorsqu'elles seront finalement publiées, si elles montrent une détérioration de l'économie, en particulier de l'emploi, l'USD devrait s'affaiblir. Enfin, si les risques pesant sur le dollar, liés à la politique tarifaire, diminueront à mesure que des accords commerciaux seront conclus, les perspectives budgétaires restent sombres. Le FMI prévoit un déficit budgétaire US supérieur à ses pairs, à 7,5% des 5 prochaines années, et un taux d'endettement passant de 125% du PIB actuellement à 143 % en 2030.

Depuis son plus bas de septembre, proche de 96,5, le DXY a lentement rebondi. Les positions vendeuses de dollar ont été fortement réduites depuis l'été. Le DXY devrait rester dans une fourchette de 98 à 100, jusqu'à la fin du shutdown.

En attente de nouveaux catalyseurs

L'EUR est resté stable après la publication de données économiques mitigées et la décision de la BCE de maintenir le statu quo. L'économie a cru de 0,2% au T3, un chiffre légèrement supérieur aux attentes. La BCE a maintenu son taux de dépôt inchangé à 2% pour la 3^{ème} réunion consécutive. Lagarde a réaffirmé qu'un EUR plus fort contribuait à atténuer les pressions inflationnistes, signalant ainsi sa satisfaction quant à la politique actuelle.

Les indicateurs de confiance se sont légèrement améliorés. Si la croissance reste inégale, la situation globale témoigne d'une certaine résilience plutôt que d'une véritable reprise. Les PMI européens ont été robustes, mais les divergences persistantes entre les différentes zones géographiques et la faiblesse du secteur manufacturier limiteront la hausse de l'EUR. Cependant, les conditions économiques actuelles ne se sont pas améliorées depuis l'annonce des mesures de relance de mars.

Les vents contraires externes persistent, les droits de douane et l'incertitude commerciale mondiale continuant de freiner les exportations européennes. À court terme, l'EUR/USD restera dans la fourchette 1,15-1,18. Nous anticipons néanmoins une trajectoire haussière, avec un objectif de 1,20/1,25 à 12 mois, soutenue par les différentiels de taux d'intérêt, des politiques monétaires moins restrictives, les effets positifs persistants des ajustements des couvertures de change et la baisse de confiance dans les institutions américaines.

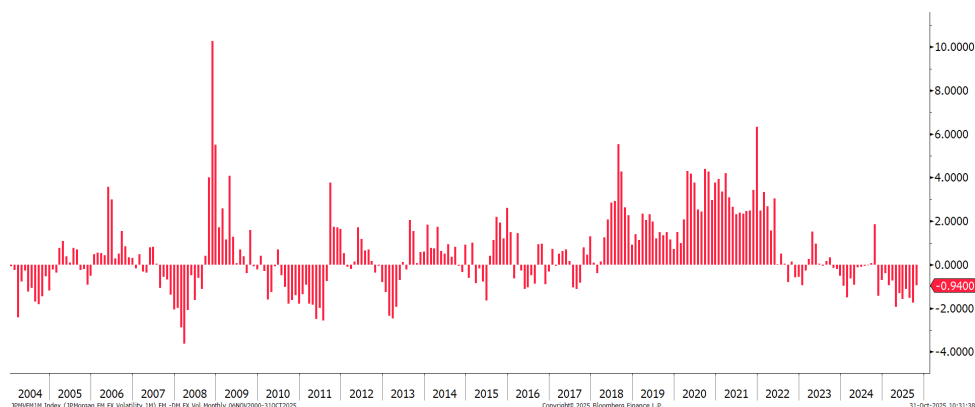
Devises émergentes immunisées

L'opportunité de profiter de taux plus élevés à alimenté le 1^{er} rallye durable depuis 2017 des devises émergentes, et les afflux de capitaux ont maintenu la volatilité à un niveau inférieur à celui des devises

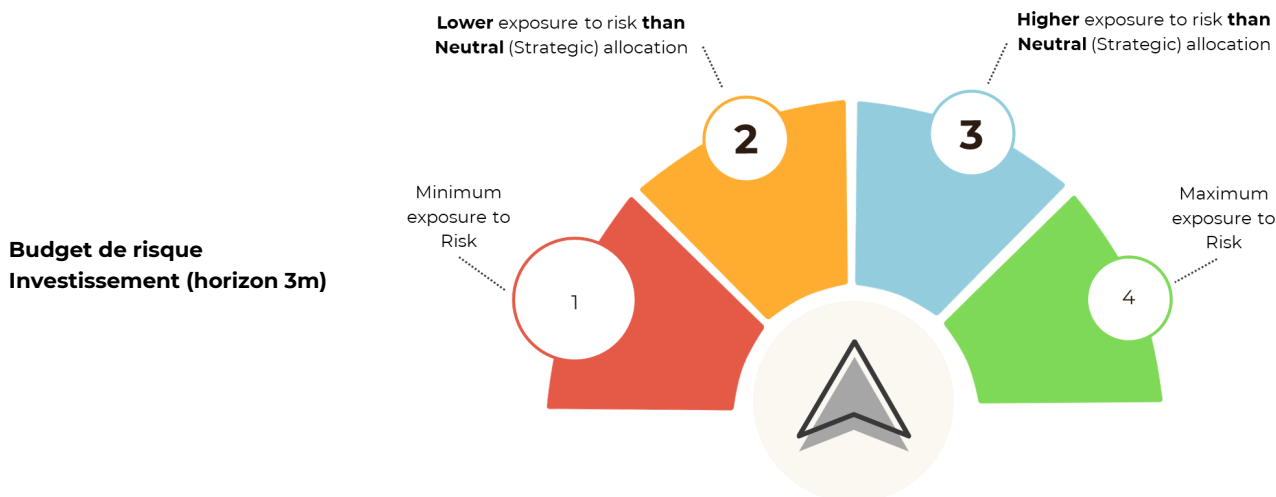
développées. L'indicateur de volatilité des devises émergentes est resté inférieur à celui des pays développés pendant 7 mois. Il est inhabituel que cet écart persiste aussi longtemps. Certains investisseurs suggèrent déjà un certain manque de vigilance à l'égard des marchés plus risqués. Cette inversion s'est produite l'année précédant l'effondrement de 2008, avant la crise de la dette européenne et avant le « taper tantrum » de la Fed il y a 12 ans. Il y a peut-être une certaine complaisance. Cependant, cette inversion ne signifie pas qu'une crise soit imminente, mais c'est un élément à surveiller de près.

Les devises des marchés émergents offrent toujours des taux d'intérêt réels plus attractifs et beaucoup bénéficient d'une plus grande stabilité politique.

Graphique. Une volatilité plus faible des marchés émergents face au G7 n'est pas si exceptionnelle



Obligations



Naviguer à vue

Le shutdown et l'absence de publication de données officielles contribuent à l'incertitude économique. Si le marché du travail semble se dégrader lentement, incitant la Fed à procéder à de nouvelles baisses de taux préventives, les dépenses d'investissement exceptionnelles, la dynamique de croissance du S2 et la persistance de l'inflation justifient une approche plus prudente en matière d'assouplissement monétaire.

Lors de sa conférence de presse, Powell a utilisé l'analogie classique de la conduite dans le brouillard. Les divergences sont apparues à nouveau en octobre. Les projections de la Fed de septembre montraient déjà l'étendue des points de vue. Une nouvelle réduction du taux directeur lors de la réunion de décembre n'est pas acquise. Malgré le manque de données, Powell semble relativement optimiste quant à l'impact des droits de douane et à la trajectoire de l'inflation. La Fed d'Atlanta prévoit une croissance du PIB de 3,9% au T3 2025.

La Fed a annoncé qu'elle mettrait fin aux réductions de son bilan en décembre. Bien que la demande pour la facilité de prise en pension permanente ait récemment augmenté, son utilisation reste minime par rapport à la taille des marchés de prise en pension. Les réserves passent d'abondantes à suffisantes, et la volatilité sur les marchés de prise en pension a incité la Fed à mettre fin au resserrement quantitatif. La Fed réinvestira donc les MBS arrivant à échéance en T-bills.

Si des fondamentaux économiques solides plaident en faveur de taux plus élevés, nous surveillons plusieurs événements. Premièrement, le verdict de la cour suprême sur la légalité de l'utilisation de la loi de 1977 sur les

pouvoirs économiques internationaux pour imposer des droits de douane aux partenaires commerciaux. Les investisseurs semblent résignés face aux droits de douane, et les inquiétudes quant à l'impact potentiel des décisions de justice semblent donc minimales, voire inexistantes. L'issue des procédures reste une préoccupation majeure, mais sous-estimée.

Deuxièmement, le shutdown et les incertitudes quant à sa durée et son impact sur l'économie. Si les expériences passées montrent des impacts minimales, une fermeture totale d'une telle durée et sans fin visible est sans précédent. Les perturbations dans la collecte de données rendront plus difficile l'obtention d'une image claire de la situation économique.

Pour l'instant, nous continuons de prévoir que les fourchettes de taux se maintiendront, le taux à 2 ans US restant entre 2,5 à 3,0% et le 10 ans entre 4,0 à 4,5%, la volatilité restant faible. Nous nous attendons également à ce que le marché continue d'intégrer une baisse des taux en décembre tant qu'il n'y aura pas de preuves claires du contraire.

Un marché stable rend le portage attrayant

La BCE n'a apporté aucune modification à sa politique monétaire en octobre. Lagarde a déclaré que certains des risques baissiers s'étaient atténués, mais a refusé de donner une évaluation globale des risques. Nous ne prévoyons aucune modification des taux de la BCE avant longtemps. La conférence de presse a probablement été la plus ennuyeuse depuis janvier 2020. De plus, grâce à l'atténuation des effets de base sur les prix de l'énergie, l'inflation globale en Europe est de nouveau redescendue de 2,2 à 2,1%. La BCE qualifie la situation d'« idéale », illustrant que les périodes calmes sont les meilleures pour les banquiers centraux. La volatilité des taux EUR a dès lors atteint de nouveaux plus bas ce qui préserve l'attrait du portage.

Les émissions nettes des gouvernements européens devraient rester élevées en 2026, même si elles n'augmentent plus. De plus, la BCE poursuivra la réduction de son bilan à plein régime (500 milliards par an). Le volume des nouvelles émissions reste un facteur constant de reconstitution de la prime de terme, la compensation pour la prise de risque de duration.

Si l'incertitude politique en France s'est atténuée après le maintien du nouveau Premier ministre, cela s'est fait au détriment de la réforme des retraites qui visait à renforcer les finances publiques fragiles.

Parallèlement, les changements potentiels de flux, ou leur absence, liés à la transition des fonds de pension néerlandais vers le nouveau régime pourraient générer une certaine volatilité sur le segment ultra-long des

taux EUR. Plus tard en 2026, si l'Allemagne ne déçoit pas en termes de mise en œuvre de ses investissements publics, le marché pourrait revoir à la hausse ses anticipations de hausses de taux de la BCE à moyen terme, ce qui pourrait potentiellement porter le taux Bund à 10 ans à proximité, voire au-dessus de 3%. Mais nous n'en sommes pas encore là.

Le portage ajusté au risque reste le plus attrayant sur le segment intermédiaire des obligations d'État européennes.

Nous attendons une pression haussière sur les maturités longues dans toutes les régions, avec la hausse des primes de risques.

Tout semble bien aller, en apparence

La situation est favorable sur les marchés du crédit, grâce aux progrès des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, aux bons résultats des entreprises en Europe et aux États-Unis, et à la publication de données économiques généralement positives. Les banques centrales n'ont pas réservé de surprises, et l'indice IG s'est resserré pour atteindre ses niveaux les plus bas de l'année, continuant de surperformer les autres indices. À deux mois de la fin de l'année, nous avons du mal à identifier un obstacle majeur susceptible d'élargir significativement les spreads de crédit à court terme. Il existe cependant des risques extrêmes, allant des facteurs macroéconomiques aux risques politiques et géopolitiques.

Tout va pour le mieux, en apparence

La période est favorable aux marchés du crédit, grâce aux progrès des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, aux bons résultats des entreprises en Europe et aux États-Unis, et à des données économiques généralement positives. Les banques centrales n'ont pas réservé de surprises, et l'indice IG s'est resserré pour atteindre son plus bas niveau de l'année, continuant de surperformer les autres segments. À 2 mois de la fin de l'année, nous avons du mal à identifier un obstacle majeur susceptible d'élargir significativement les spreads de crédit. Des risques extrêmes subsistent, allant des risques macroéconomiques aux risques politiques et géopolitiques, en passant par des problèmes spécifiques aux entreprises.

Graphe. La décompression des spreads est en cours



Malgré le calme apparent sur les marchés de crédit, certaines fissures apparaissent. La décompression des spreads est de retour, les obligations HY sous-performant l'IG en raison d'un spread B-CCC beaucoup plus large et de la liquidité qui a contraint la Fed à interrompre son resserrement quantitatif (QT).

Les fissures s'étendent progressivement. Cependant, la probabilité que l'un de ces problèmes se détériore au point de nuire durablement aux marchés du crédit reste très faible. On privilégiera la qualité.

Marchés émergents solides

Les marchés émergents poursuivront leur bonne performance grâce à plusieurs facteurs favorables. Les perspectives d'un USD plus faible et de taux d'intérêt US plus bas, par exemple, pourraient soutenir les taux et les devises locales, ainsi qu'améliorer le service de la dette pour les États et les entreprises.

Le cycle d'assouplissement monétaire en cours a également entraîné un assouplissement significatif des conditions financières à l'échelle mondiale, et historiquement, les cycles de baisse des taux US ont conduit à une surperformance des marchés émergents.

De plus, la stabilité des taux de change des marchés émergents permet à leurs banques centrales de baisser leurs taux sans craindre pour la stabilité des changes, assouplissant les conditions financières nationales. Les émetteurs souverains et les entreprises des marchés émergents disposent également de bonnes bases financières, ce qui leur permet de capitaliser sur le contexte macroéconomique favorable.

Graphe. Les taux EM locaux sont supérieurs à leur moyenne à long terme

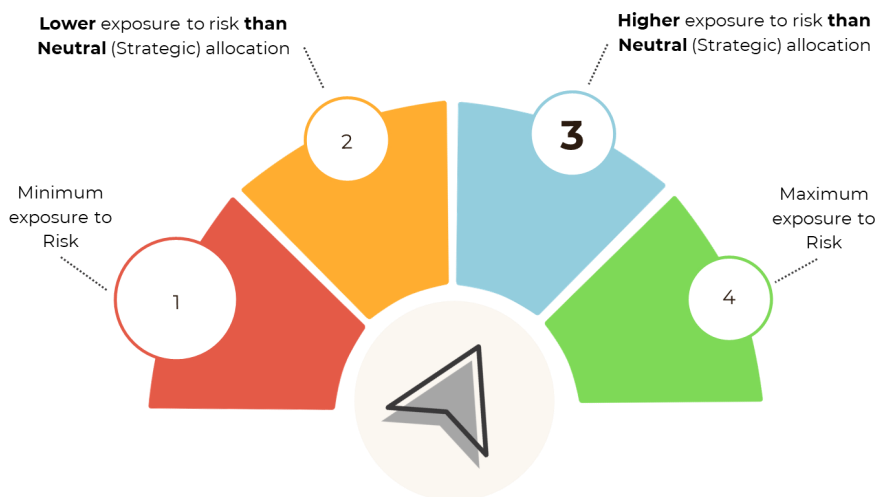


Les flux dans cette classe d'actifs sont également redevenus positifs ces derniers mois, après une période de sorties massives depuis la pandémie. Le positionnement sur les marchés obligataires émergents reste prudent.

De plus, bien que la dette locale n'offre qu'un taux légèrement supérieur aux US Treasuries, les taux restent élevés sur normes historiques. *Nous restons positifs, mais vigilants face aux risques d'un rebond de l'USD.*

Actions

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



Les fondamentaux tirent les bourses. A court terme, l'illégalité des droits douaniers de Donald Trump pourrait être positive pour les actions.

Les actions montent grâce à la progression des profits, aux dividendes, aux rachats d'achat, aux stimulations monétaires et fiscales, à la déglobalisation, obligeant la réindustrialisation des économies occidentales, aux investissements dans la défense et dans la transition énergétique, et « last but not least » aux investissements massifs dans l'IA, processus exponentiel de performances et d'intégration industrielle et de services, avec l'augmentation de la production d'électricité nécessaire au fonctionnement de l'IA grâce à un mix énergétique décarboné (solaire, éolien, nucléaire) et carboné (gaz, charbon), obligeant l'Agence internationale de l'énergie (AIE) à repousser le pic des énergies fossiles de 2030 à 2050.

Dès le 5 novembre, la Cour suprême des Etats-Unis va se pencher sur la légalité des droits de douane - loi IEEPA - de Donald Trump. Si la Cour suprême considère ces tarifs inconstitutionnels, le déficit budgétaire US 2026 pourrait augmenter, affectant le dollar, mais le risque inflationniste diminuerait. A court terme, la réaction du marché d'une illégalité serait positive.

Ces trois années de bull market ont délivré une performance annualisée de 23%. C'est mieux que 90% de toutes les périodes de 3 ans depuis 1945. Le S&P 500 est monté sur 130 jours ouvrables sans correction de 5%, ce qui correspond aux 6 plus longues hausses sans correction de 5% sur les 40 dernières années; le record est plus de 260 jours. Une partie de l'explication réside dans la domination des Big Techs qui comptent pour 35% (42% pour les 10 premières) du S&P 500 dont près de 9% pour Nvidia. En 2025, le S&P 500 a progressé de 16% contre 7% pour le S&P 500 Equal

Weight. Faut-il s'inquiéter de cette situation ? Pas tout ne le laisse penser. Nous croyons plutôt à une rotation régionale.

Nous sommes dans un supercycle de l'investissement industriel, technologique et bancaire (DeFi, ou la finance décentralisée construite sur la technologie blockchain). L'arrivée des stablecoins, bitcoin et altcoins nécessite de nouvelles solutions technologiques. C'est la raison pour laquelle, nous sous-pondérons les secteurs défensifs. Le parallèle avec la bulle internet de 2000 n'est pas approprié. La bulle internet reposait sur un concept avec des pages web pour accélérer l'information, soutenu par de nombreuses sociétés faibles financièrement et quelques escroqueries (Worldcom, Enron) avec la complaisance des auditeurs. L'IA est en train de transformer l'économie de manière exponentielle, soutenue par des sociétés réelles et solides, générant d'importantes liquidités. Aux Etats-Unis, les dépenses pour l'infrastructure IA et l'énergie nécessaires à son fonctionnement sont estimées à \$600 milliards en 2025; les 6 Big Techs concernés, Nvidia, Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, génèrent \$450 milliards de cash flow libre chaque année. Donc, pas de quoi s'inquiéter dans l'immédiat. Oracle reste le maillon faible avec un cash flow libre négatif et un endettement élevé. OpenAI, société privée et déficitaire, est le centre de ce boom, mais fait aussi peur avec plus de \$100 milliards de commandes. OpenAI ne veut plus être un outil avec ChatGPT, mais créer un écosystème durable et vertical (comme Apple) open-source (comme Microsoft avec l'acquisition de GitHub pour \$7.5 milliards) dans lequel on peut développer des applications et attirer les développeurs. Les deux points cruciaux seront la monétisation de ces investissements et d'ici 2030 une production d'électricité supplémentaire aux Etats-Unis de 20 GW, soit l'équivalent de 20 réacteurs nucléaires.

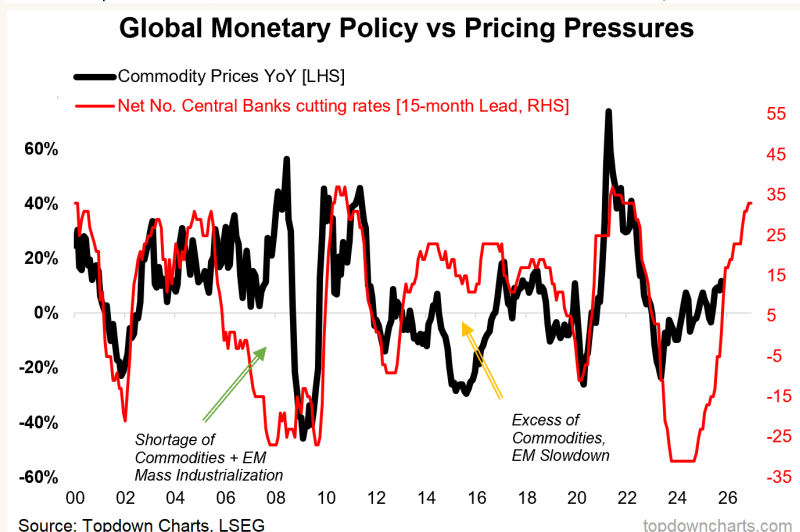
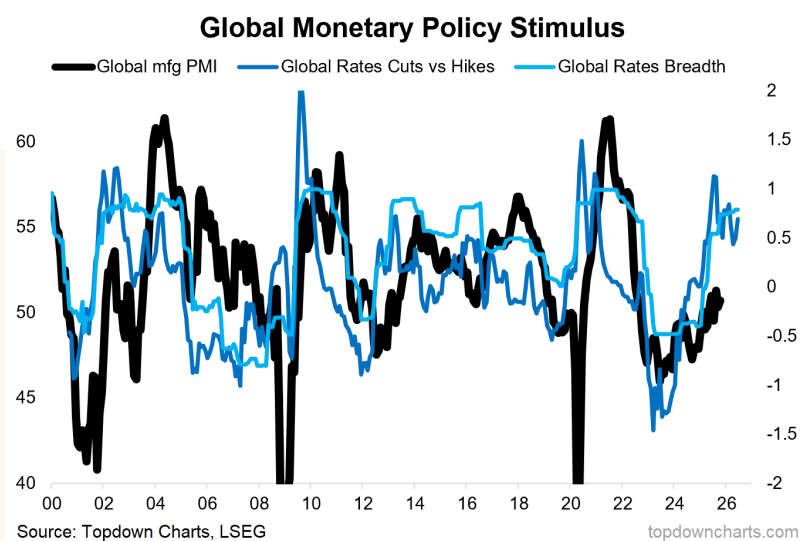
Le CEO de Nvidia, Jensen Huang, parle d'un cycle vertueux de 10 ans avec une technologie IA en constante amélioration, avec toujours plus d'utilisateurs et plus de profits, expliquant l'accélération des investissements dans l'IA. L'industrie du PC a été en gros la même depuis 60 ans, et maintenant avec l'IA chaque couche de l'architecture informatique doit être modifiée et les PC doivent être adaptés. Les usines seront automatisées avec un IA capable de travailler, plutôt que d'être simplement utilisée comme un outil. Le CEO de Nvidia s'attend à ce que l'IA transforme des secteurs entiers (automatisation) d'activité représentant \$100'000 milliards de dollars à l'échelle mondiale.

Pour les visionnaires de l'IA, il n'y a aucune raison de s'inquiéter sur la capacité de monétisation de ces investissements. La productivité va exploser, tout comme les profits.

Nous ne sommes pas dans une bulle spéculative, mais dans un supercycle de l'investissement. Le *bull market* actuel, qui avait début en octobre 2022, est encore jeune. Les valorisations sont de loin inférieures à celles qui prévalaient en 2000, même si elles sont élevées et supérieures à la

moyenne historique pour le S&P 500 et le Nasdaq; pour les autres indices, les PER restent dans la norme. Pour Bank of America, le « new normal » serait des évaluations boursières des actions plus élevées que dans le passé et durables en raison d'une meilleure santé financière des sociétés que les Etats. Entre 1995 et 2005, le ratio dette nette/fonds propres des sociétés du S&P 500 (ex-financières) se situait entre 1.2 et 1.5, alors qu'en 2025 ce ratio se situe à 0.5. En 1990, le ratio dette US/PIB est passé de 45% à 120% aujourd'hui, alors que le ratio S&P 500 dette nette/capitalisation boursière est passé de 130% à 10% aujourd'hui. Les investisseurs préfèrent donc les sociétés aux Etats. La progression des profits et la résilience des marges dans un environnement disruptif démontrent une forte capacité d'adaptation.

Graphique 1 : les stimulations monétaires globales devraient se traduire par une accélération économique globale en 2026 et du PMI Manufacturier, donc une progression des profits des sociétés. Les analystes bottom-up estiment une hausse de 14% des profits du S&P 500 en 2026 (+10% en 2025). Graphique 2 : corollaire de cette accélération, les prix des matières premières devraient monter. Un processus inflationniste pour 2026 ? Privilégier les actifs réels (métaux industriels et précieux), les secteurs cycliques et les actions émergentes.



Après avoir passé sans encombre la saisonnalité défavorable d'août à octobre, on entre dans une période statistiquement favorable : novembre est le meilleur mois d'une année. Les actions montent en général, lorsque la Fed baisse son taux de référence après une pause. Jerome Powell a été prudent sur une baisse en décembre, mais sa position s'inscrit dans une fermeture du gouvernement américain et des lacunes dans les données économiques, dans l'emploi en particulier.

Les indices ne sont pas surachetés et le sentiment des investisseurs reste prudent avec un indicateur Fear & Greed en zone Peur. Donc pas d'euphorie, un optimisme prudent et par là un risque limité de correction. L'indicateur Zweig Breadth Thrust - un indicateur de momentum entre le nombre de titres qui montent et ceux qui baissent - est fiable sur une base historique depuis la WWII. Il donne des signaux de reprise boursière, comme cela a été le cas le 25 avril dernier. Depuis la WWII, il y a eu 20 signaux positifs et dans 100% des cas le S&P 500 est monté dans les 6 mois (+15% en moyenne) et les 12 mois (+23.4% en moyenne) qui ont suivi. Sur les 6 derniers mois, le S&P 500 est monté de 23%. Seules trois périodes ont fait mieux. C'est encourageant pour les 6 prochaines mois.

Le couloir haussier du S&P 500 pourrait nous conduire dans la zone 7'070-7'300 vers la fin de l'année, soit un potentiel de hausse de 6%. L'Euro Stoxx est sorti de sa tendance latérale de mai-septembre et affiche également un potentiel de hausse de 6% d'ici fin 2025.

Depuis la pause de la guerre des tarifs de Trump le 7 avril, après le *Liberation Day* du 2 avril qui avait provoqué une panique sur les marchés financiers, les bourses asiatiques ont surperformé les bourses américaines et européennes. Le Nikkei enregistre une des meilleures performances en 2025, en monnaies locales, après un puissant rattrapage récent grâce à la nomination de la première femme 1ère ministre au Japon qui a une approche libérale avec une combinaison de politiques budgétaires, monétaires et structurelle massives qui font penser aux trois flèches des *Abenomics* mises en place par Shinzo Abe. Un yen plus faible favorise la bourse nippone. A court terme, le Nikkei est suracheté, mais comme pour l'ensemble des bourses, les consolidations représenteront des opportunités d'achat.

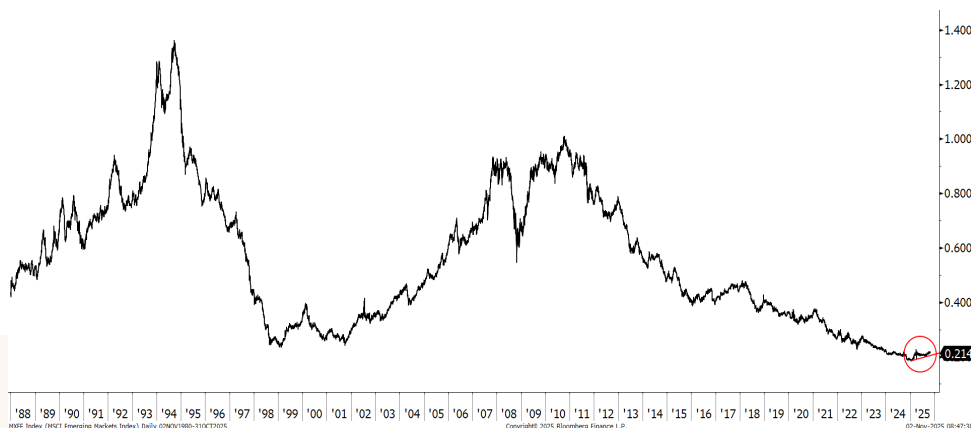
Avec le risque baissier sur le dollar, les actions émergentes sont devenues attrayantes. Une croissance économique proche du potentiel, un commerce mondial résilient malgré les tarifs de Trump, une inflation basse, une hausse des prix des matières premières (ex-pétrole) et un endettement raisonnable (ex-Chine) sont des facteurs positifs pour les actions émergentes. La Chine reste le facteur modérateur avec une économie domestique toujours faible. Les taux réels élevés ont souvent été des périodes de surperformance. Composantes d'un investissement émergent, les devises émergentes se sont appréciées de 7% en 2025. En

2025, les actifs émergents, actions et obligations, ont surperformé les actifs des pays développés, après 4 années (2021-2024) d'une nette sous-performance. Nous surpondérons les actions émergentes.

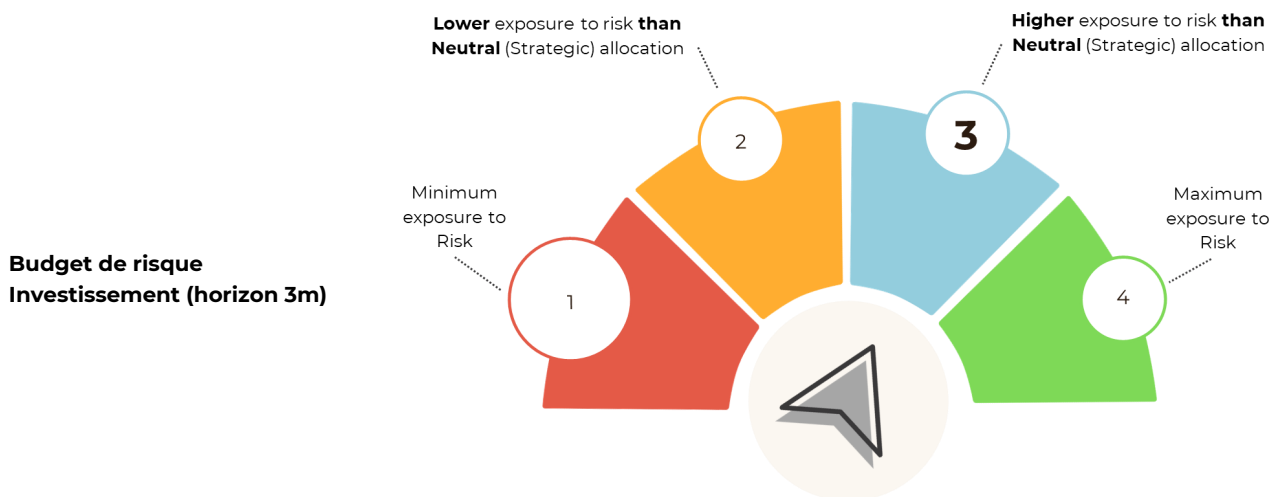
Graphe. Surperformance des actions émergentes en 2025. L'iShares EEM (émergent global) est un proxy de la zone asiatique émergente ex-Japon. Il faut compléter avec un ETF Amérique latine pour avoir une meilleure diversification.



Graphe. MSCI Emergents/MSCI US. Retour des actions émergentes ? Après 15 années « perdues ».



Investissements alternatifs



Consolidation de l'or

En septembre et octobre, le prix de l'or a connu une soudaine accélération avec une frénésie des investisseurs individuels et institutionnels à travers les produits financiers. Cet emballement s'est observé avec les arbitrages sur l'argent, le platine et le palladium. La situation technique très achetée nous avait conduit à recommander des prises de profits.

Graphe. Sorties des produits financiers en raison de prises de profits



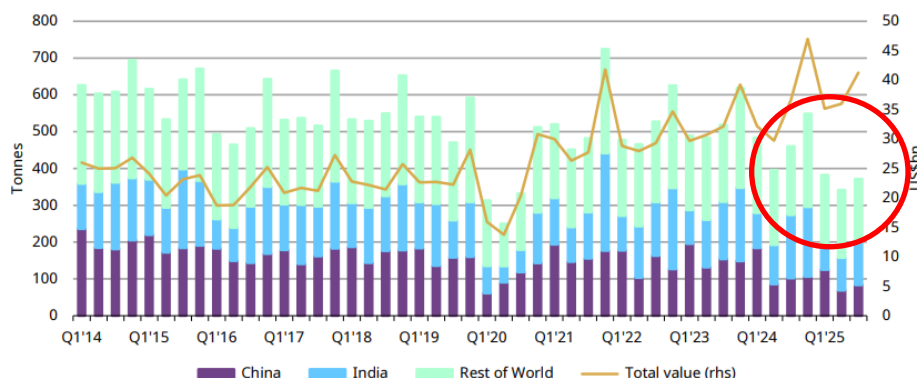
Entre temps, à compter du 1er novembre, la Chine a supprimé une incitation fiscale de longue date sur les ventes d'or, une décision qui pourrait augmenter les coûts pour les consommateurs et remodeler la dynamique des prix sur l'un des plus grands marchés de l'or au monde. La suppression de cet allègement fiscal devrait accroître les recettes fiscales, mais les analystes préviennent que cela pourrait augmenter les prix de l'or pour les consommateurs finaux et freiner la demande de détail à court terme. Les consommateurs chinois, qui ont manifesté un vif intérêt pour

l'or en tant que valeur refuge et investissement culturel, pourraient réduire leurs achats.

La hausse du prix de l'or a eu un impact négatif sur les ventes en joaillerie en Inde et en Chine, deux importants marchés comptant pour 54% des ventes mondiales de joaillerie. La part de la joaillerie dans la demande totale d'or est passée de 38% au 2T24 à 29% au 3T25.

Chart 4: Record price pressured gold jewellery demand volumes, but boosted value

Quarterly gold jewellery consumption, tonnes and value*



*Data as of 30 September 2025.
Source: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council

Une situation technique surachetée, en cours de normalisation, et une demande moins forte dans la joaillerie (forte hausse des prix) en Inde et en Chine justifient une consolidation des cours de l'or. Un retour sur les 3'800-3'600 serait un bon niveau d'une réévaluation d'achat.

Le bitcoin, dans l'attente de nouvelles porteuses

Depuis 4 mois, le bitcoin est resté muet avec une forte volatilité ces dernières semaines. Les investisseurs sont prudents après une chute de 17%, début octobre, du prix du bitcoin en quelques jours. Ils ont besoin d'arguments, comme une régulation et la confirmation que le bitcoin deviendra un actif pour une réserve stratégique américaine. La baisse des Fed Funds, la perspective d'un arrêt du QT de la Fed et la saisonnalité favorable du 4T (surtout octobre-novembre) ne sont pas suffisants.

En attendant, les banques américaines s'organisent pour intégrer le bitcoin comme un actif à part entière dans les portefeuilles d'investissement, et accepter le bitcoin et l'ether comme collatéral pour des prêts.

L'analyse technique est constructive. Le BTC est sur un support de la moyenne mobile à 200 jours. Depuis 2023, le BTC rebondit sur un solide support constitué par la moyenne mobile à 50 jours sur une base

hebdomadaire. Certains indicateurs montrent une fatigue des investisseurs, mais pas de capitulation. Pour le moment, le BTC est coincé dans une bande large \$125K-\$105K et étroite \$116K-\$108K.

Graphie. Soutien de la moyenne mobile des 50 jours (hebdomadaire)



La Lettre Mensuelle

POINT DE SITUATION TACTIQUE

NOVEMBRE 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.