

# La Lettre Mensuelle



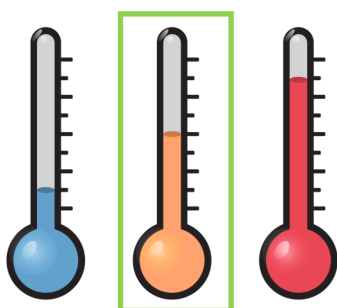
POINT DE SITUATION  
TACTIQUE

DÉCEMBRE 2025

## Panorama global

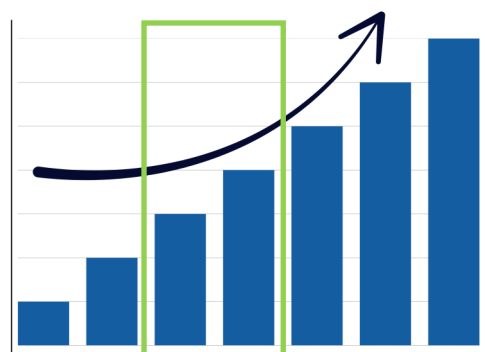
### Conditions-cadres mondiales

#### Inflation dans les 6 prochains mois



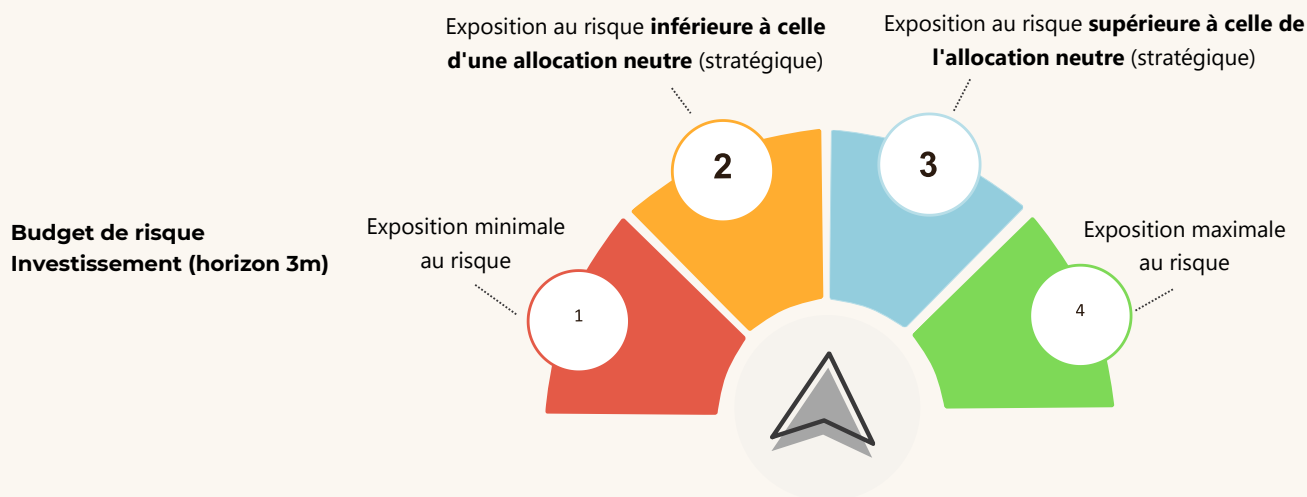
*Position : supérieure aux objectifs des banques centrales (hors Chine)*  
*Tendance : choc ponctuel de court terme dans un premier temps*

#### Croissance économique dans les 6 prochains mois



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

## Vision global

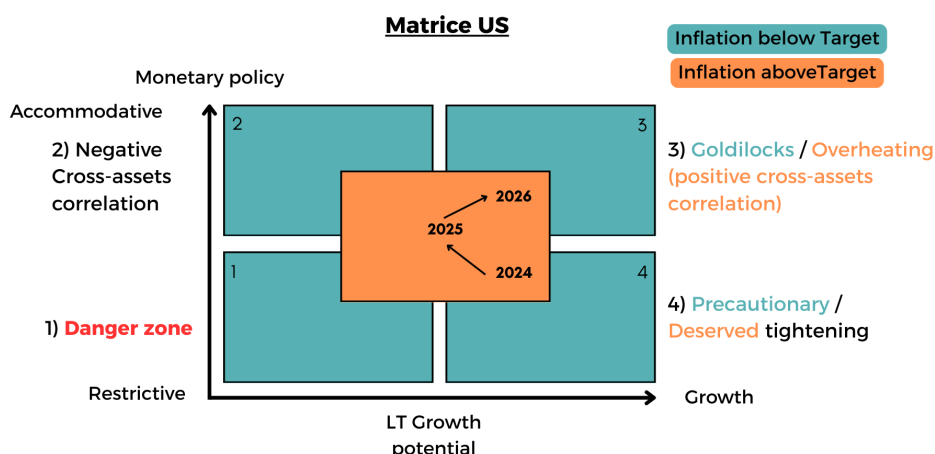


### Perspectives cycliques.

Les grandes économies du G4 se sont engagées à fond dans des politiques destinées à doper la croissance nominale. Les faiblesses structurelles persistantes – démographie, surendettement, productivité atone – seront ainsi compensées en 2026 par un environnement de politique économique résolument expansionniste. En Asie, la séquence de reflation s'accélère : la Chine, en peine pour relancer son économie, dispose encore

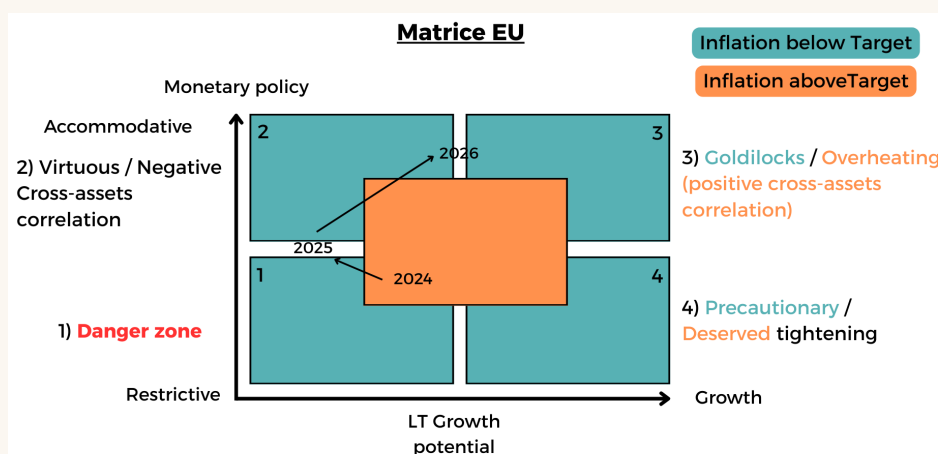
d'un important potentiel de rattrapage. Le Japon, lui, avance sur une corde raide : inflation tenace, tensions de marché croissantes, et un gouvernement qui s'abandonne à la facilité d'une politique budgétaire irresponsable. La dépréciation sans frein du yen ajoute au malaise chinois. La suite promet d'être mouvementée.

Parce que les économies n'en sont pas au même stade de leur cycle, la domination budgétaire va produire une croissance nominale éclatée et des risques d'inflation très asymétriques selon les zones.



La croissance américaine devrait s'améliorer, tout en restant proche de son potentiel de long terme. L'inflation, elle, se maintiendra au-dessus de la cible et restera volatile.

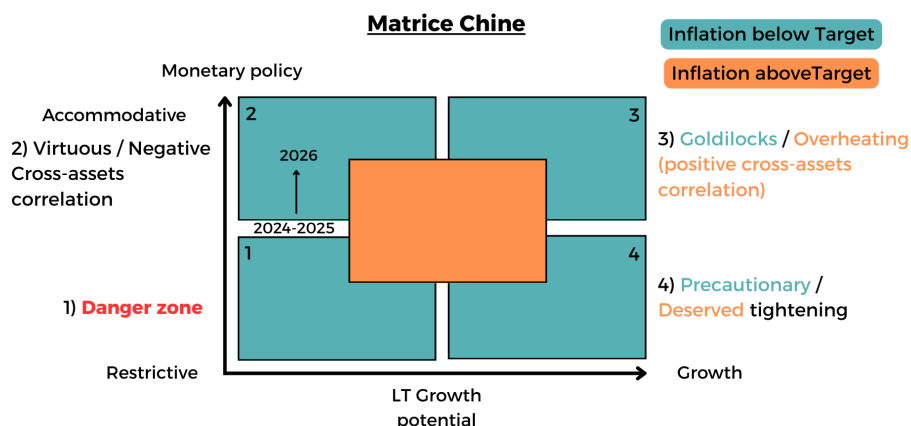
- Croissance nominale élevée et Fed légèrement accommodante.
- La probabilité d'un paysage d'investissement en surchauffe augmente nettement.



La croissance de la zone euro devrait rebondir en 2026 pour revenir vers sa trajectoire de croissance potentielle de long terme.

L'inflation restera inférieure à l'objectif des banques centrales

- BCE accommodante.
- Le paysage d'investissement en zone euro reste propice à un scénario de type « Goldilocks »



La croissance chinoise demeurera inférieure au potentiel.

Les tensions déflationnistes perdurent.

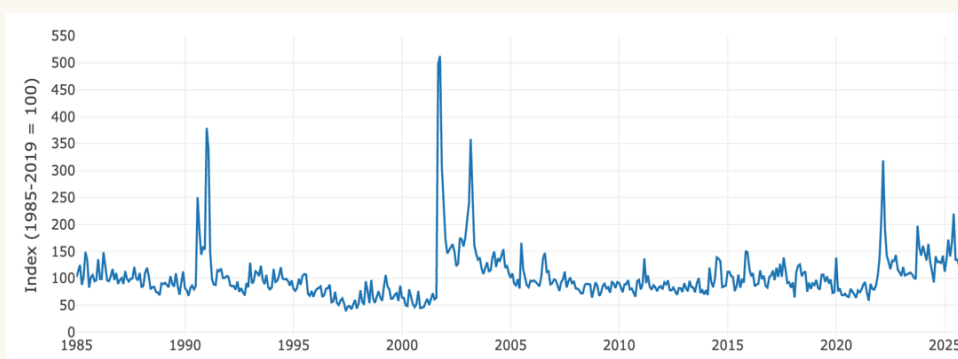
- La PBoC intensifiera son soutien.
- Contexte d'investissement porteur : sortie confirmée de la zone dangereuse.

## Géopolitique.

Les États-Unis intensifient leurs efforts pour imposer un processus de paix aux belligérants au Moyen-Orient ainsi qu'entre la Russie et l'Ukraine. Opinion publique et marchés intègrent peu à peu cette nouvelle donne et se calment graduellement.

Rien ne garantit l'émergence rapide de solutions équilibrées et durables, mais la probabilité d'une baisse d'intensité des conflits augmente, ce qui réduit, à la marge, le risque de choc géopolitique majeur pour les marchés.

Graphie. Indice GPR



L'indice de risque géopolitique (GPR) reste inférieur aux niveaux atteints après les attentats du WTC et l'invasion de l'Afghanistan contre Al-Qaïda. Ces derniers mois, il est resté bien inférieur au pic enregistré lors de l'invasion de l'Ukraine, ce qui confirme une forme de « désensibilisation » graduelle des marchés aux chocs géopolitiques.

## Global indicator

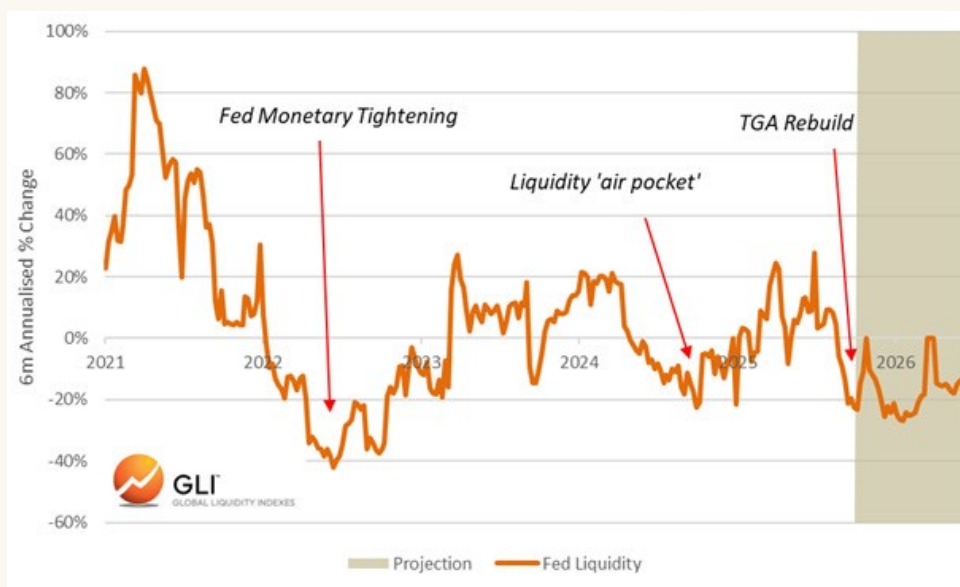


Graphe. BlackRock BGRI

L'indice BGRI confirme cette phase d'accalmie géopolitique. Ces dernières semaines, il s'approche même d'une zone de quasi-normalisation, signe que le marché intègre désormais ces risques de façon beaucoup moins anxiogène qu'au plus fort des crises récentes.

## Liquidité Globale.

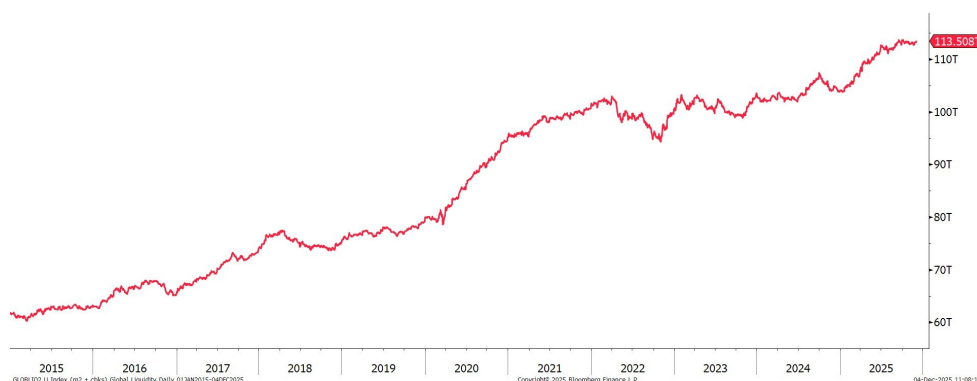
Depuis la fin du T3, la trajectoire de la liquidité surprend. D'un côté, les grands agrégats mondiaux continuent de progresser, portés par l'Asie et par la relative faiblesse du dollar. De l'autre, le marché monétaire américain s'est figé, ravivant par moments le spectre de l'épisode dramatique du repo en 2019. Des signaux de détente commencent toutefois à apparaître, laissant penser que cette phase de tension extrême pourrait s'estomper sans déboucher sur un accident systémique.



Graphe. Fed Liquidity (Crossborder)

La combinaison de facteurs technique (TGA, Repo Market, QT) a récemment drainé la liquidité US qu'utilisent les asset managers et spéculateurs US

Graphe. Global M2



## Sentiment.

L'évolution de l'exposition aux marchés actions mondiaux parmi les investisseurs a été inhabituelle, du moins ces deux derniers mois. Lors de l'épisode de volatilité de novembre, l'enthousiasme des investisseurs individuels n'a pas fléchi, conservant l'une des expositions aux actions les plus élevées depuis 2010, à plus de 71%. Ils se sont progressivement désengagés des obligations et des liquidités depuis juin. L'allocation en liquidités est au plus bas depuis novembre 2021 et dépasse celle des obligations.

Selon la NAAIM, les gérants actifs ont, pour une fois, fait preuve de plus de résilience que les investisseurs particuliers. Ils n'ont que modérément réduit leur exposition aux actions. Selon Sentix, les enquêtes régionales montrent une exposition croissante aux marchés actions de la part des investisseurs institutionnels, à l'exception de l'Europe. Un point commun entre investisseurs particuliers et professionnels est leur exposition historiquement faible au segment obligataire.

Du côté des gérants de hedge funds, l'exposition aux actions est en baisse constante depuis mars et ils maintiennent cette position vendeuse depuis.

Graphe. Les institutionnels ont une vision constructive à 6 mois



## Allocation tactique

Ralentissement US : la parenthèse se referme. Le trou d'air conjoncturel aux États-Unis touche à sa fin : le creux de croissance du T3 laisse place à un redémarrage qui devrait être pleinement visible en 2026. Les plans de relance budgétaire au Japon, en Chine et en Europe vont, eux aussi,

commencer à irriguer l'activité réelle dans les prochains trimestres. Le principal facteur de décrochage reste l'inflation : devenue plus erratique, elle ne constitue toutefois une menace durable que pour les États-Unis et le Japon. Contrairement aux craintes post-Covid, le monde n'est pas entré dans un nouveau régime d'inflation débridée. La Chine ne sort pas d'un épisode déflationniste massif et les émergents ont, fait rare, adopté des politiques macroéconomiques plus orthodoxes que celles du G7.

*Ce contexte est plutôt favorable du point de vue des corrélations entre classes d'actifs : celles-ci devraient rester neutres à légèrement négatives encore quelques mois, voire quelques trimestres*

Liquidité : douleur passée, respiration à venir. Le dernier tour de vis sur la liquidité US a pesé lourdement sur les marchés financiers. Le deleveraging forcé des positions spéculatives, déclenché par la hausse de volatilité, a surtout frappé les actifs à bêta élevé et "momentum". Ce phénomène technique devrait se retourner prochainement, au plus tard au T1 2026. Ailleurs, les vannes de liquidité restent largement ouvertes et ne devraient pas se refermer de sitôt. Le yen et les JGB jouent aujourd'hui le rôle de soupape de sécurité des tensions de marché depuis l'arrivée du nouveau Premier ministre. Le pays doit agir vite pour éviter que ces tensions ne s'emballent.

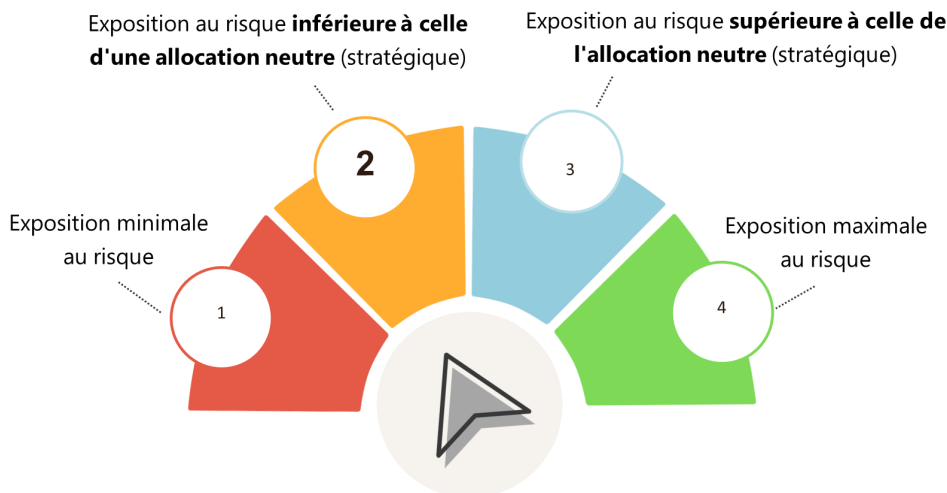
Géopolitique : plaques en mouvement, marchés désensibilisés. Les plaques tectoniques géopolitiques se déplacent sous l'impulsion d'une administration Trump redevenue hyperactive. Les risques de conflit reculent en Ukraine et au Moyen-Orient, mais les tensions se reforment en Asie. Les facteurs géopolitiques ont progressivement perdu leur capacité à provoquer des chocs durables sur les marchés depuis l'invasion de l'Ukraine, et cette tendance devrait se prolonger.

- *Dans l'ensemble, nous sommes confiants à court terme et recommandons une allocation tactique "risk-on".*



## Devises

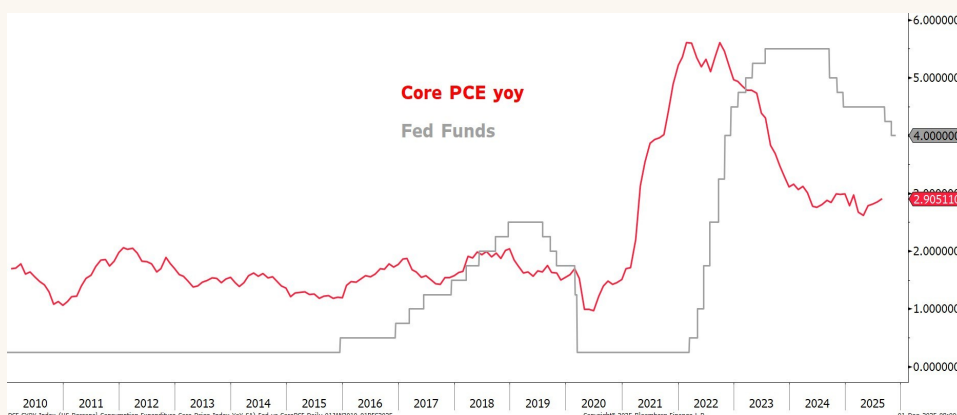
**Budget de risque  
Investissement (horizon 3m)**



### Découplage des banques centrales du G3.

Le minutes de décembre montrent des dissensions au sein de la Fed. Depuis octobre, l'emploi s'est dégradé. Le gouverneur Waller soutient une baisse de taux en décembre, estimant que les difficultés liées au manque de données ont été surestimées. Il a également souligné la chute du moral des consommateurs, à un niveau quasi historique. Le président de la Fed de New York, Williams, seul membre votant permanent, est désormais le banquier le plus influent, Powell étant en fin de mandat. Une allusion verbale de Williams laisse présager une baisse des Fed Funds à 3,50/3,75% le 10 décembre. Le cycle d'assouplissement monétaire n'est toutefois pas terminé. Nous anticipons toujours des Fed Funds à 3,0%, plus proche du PCE de base. Ce niveau devrait être atteint au S1 2026 si la situation du marché du travail ne s'améliore pas, ou après la prise de fonction du nouveau président de la Fed en mai 2026.

*Graphe. Le PCE de base justifie de nouvelles baisses de taux.*



La BCE maintient ses taux inchangés et se dit satisfaite de leur niveau actuel. Compte tenu de la conjoncture économique et de l'inflation, il n'y a pas lieu d'agir immédiatement. Dans les principales économies de la zone euro, l'inflation a été plus faible en France et en Italie, mais plus soutenue en Espagne et en Allemagne. Le renforcement de l'EUR favorise une



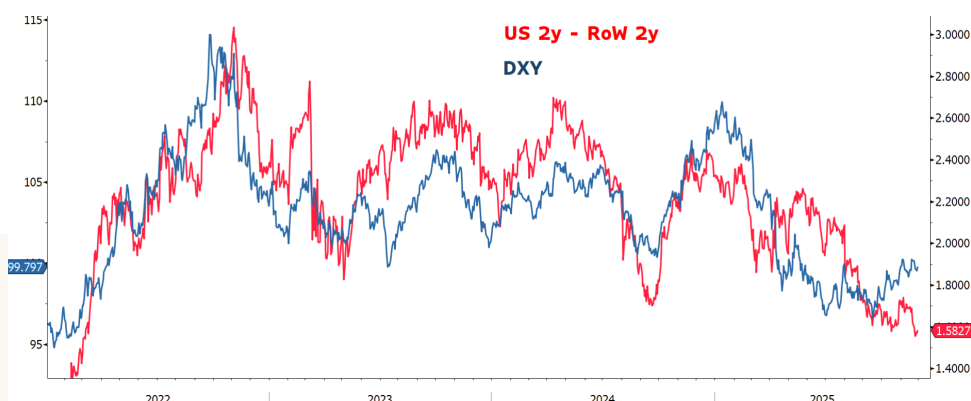
croissance et une inflation modérées. La BCE adoptera un statu quo pour les 6 prochains mois.

Nous anticipons une hausse de taux de 25pbs de la BoJ en décembre, par suite du récent discours ferme du gouverneur Ueda. Il a insisté sur la dynamique positive des revendications salariales pour 2026 et sur les craintes de la récente faiblesse du yen sur l'inflation. Il a indiqué que même en cas de resserrement monétaire, les conditions financières resteraient accommodantes. La BoJ devrait à nouveau relever ses taux de 25pbs au T2 2026, avant un pause prolongée.

### Les modèles de valorisation restent défavorables au dollar.

Selon différents modèles fondamentaux (PPA, REER ou NEER), l'USD demeure surévalué. Le yen est, et restera un certain temps, la devise développée la plus sous-valorisée. L'EUR est en milieu de classement. L'USD baissera à mesure que les différentiels de taux se resserreront, érodant la résilience de l'USD depuis l'été.

Graphique. L'USD est déconnecté des différentiels de taux.



Le différentiel de taux à 2 ans entre les États-Unis et l'UE a atteint son niveau annuel le plus bas. Il offre un soutien supplémentaire à l'EUR. Parallèlement, toute corrélation entre l'USD/JPY et les taux semble avoir disparu. Le resserrement du différentiel n'a pas été favorable au yen, en raison des inquiétudes concernant le fardeau de la dette japonaise.

### Budget britannique antiinflationniste.

Une série de mesures budgétaires, telles que le gel des tarifs ferroviaires, l'allègement de la taxe sur les carburants et des mesures visant à réduire les factures d'énergie, devraient diminuer l'inflation de 0,5pp au T2 2026, selon les estimations du Bureau de la responsabilité budgétaire (OBR). Le resserrement des finances publiques devrait renforcer la tendance désinflationniste. Le déficit des dépenses courantes (1,7% du PIB en 2025-2026) devrait redevenir excédentaire d'ici 2028-2029 et atteindre 0,6% du PIB en 2029-2030. Ceci devrait contribuer à atteindre l'objectif d'inflation. Face au ralentissement de l'inflation, un nouvel assouplissement monétaire est nécessaire pour soutenir la croissance. La Banque

d'Angleterre abaissera son taux directeur de 100pbs à 3,0% en 2026. Une baisse plus importante que celle actuellement anticipée représente une autre pression baissière sur la livre.

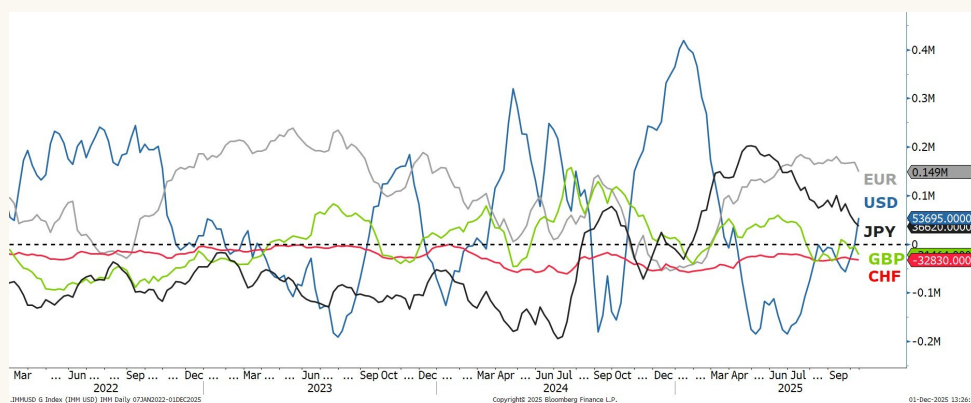
### Retour du yen ?

Jusqu'à récemment, la chute du yen, depuis l'arrivée au pouvoir de Takaichi, était alimentée par les craintes d'une politique monétaire accommodante prolongée et d'une politique budgétaire plus souple visant à relancer l'économie. Le récent rebond du yen a été soutenu par les déclarations fermes du gouverneur Ueda, qui a indiqué une probabilité accrue de reprise des hausses de taux par la BoJ en décembre, les taux réels restant très bas. Cela contraste fortement avec les minutes d'octobre, attentistes avant les prochaines négociations salariales. Il s'agit du signal le plus fort indiquant que la BoJ se prépare à une nouvelle hausse de taux. Le marché anticipe déjà une hausse probable le 19 décembre, et le taux à 2 ans dépasse les 1,0% pour la 1ère fois depuis 2008.

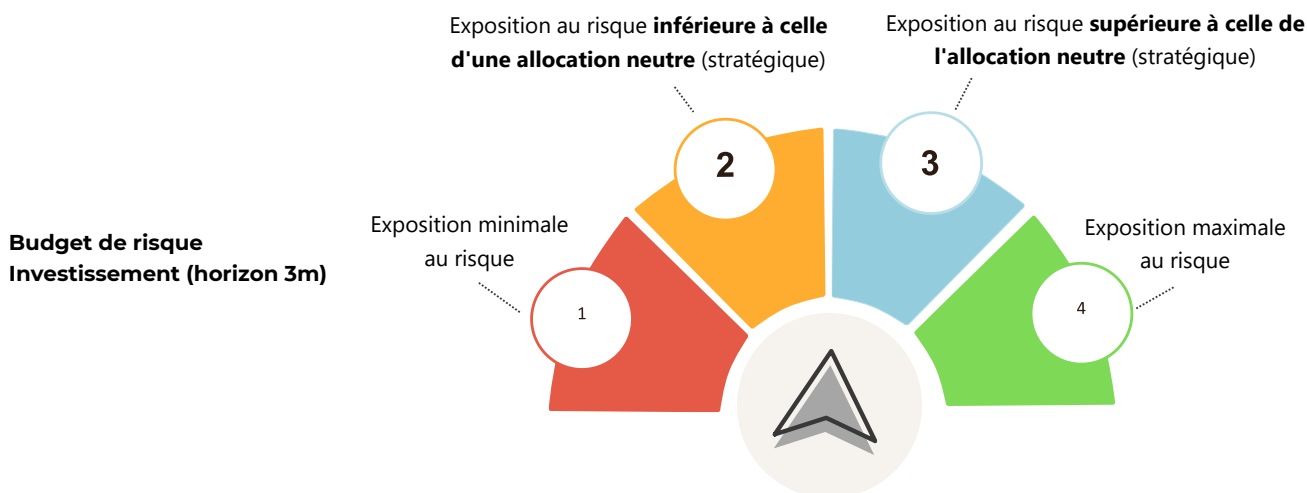
### Ajustement du positionnement.

Ces 3 derniers mois, les investisseurs ont fortement ajusté leur positionnement sur l'USD. En raison du « shutdown », ils ont soldé leurs importantes positions vendeuses pour adopter un positionnement long, une 1ère depuis début mars. Cette opération s'est principalement faite au détriment du yen, même si les investisseurs restent légèrement surpondérés. La position longue sur l'EUR a été légèrement réduite. L'exposition au GBP est devenue négative et pourrait encore s'accroître.

Graphe. Fort repositionnement sur l'USD



# Obligations



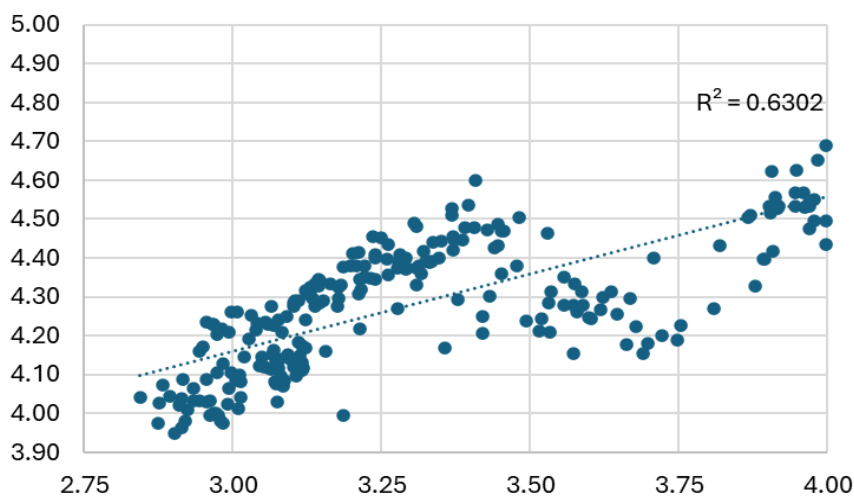
## Les bons du Trésor sont chers.

L'économie US a fait preuve de résilience malgré les nombreux changements de politique intervenus cette année. La tendance désinflationniste s'est stabilisée au T2 2025. Le principal facteur positif pour l'inflation est la poursuite du ralentissement de la hausse des coûts du logement. Les loyers et les loyers équivalents pour les propriétaires occupants ont continué de baisser. Bien que l'inflation en septembre ait été inférieure aux attentes, la situation reste incertaine suite à la paralysie budgétaire. Le Bureau des statistiques du travail (BLS) ne publiera pas les données sur l'inflation pour octobre et novembre. Il faudra davantage de données pour obtenir des chiffres plus fiables.

En raison des tensions sur le marché monétaire, la Fed a décidé de mettre fin à son resserrement quantitatif. Dès le 1er décembre, tous les bons du Trésor arrivant à maturité seront réinvestis sur l'ensemble de la courbe des taux, tandis que tous les MBS seront réinvestis en bons du Trésor. La prochaine phase de gestion du bilan débutera début 2026. Selon un gestionnaire de portefeuille de SOMA, la Fed n'attendra pas longtemps avant de reprendre ses achats d'actifs pour empêcher une nouvelle baisse des réserves. Dès 2026, la Fed devrait accroître son bilan au même rythme que le PIB nominal, pour atteindre environ 20% du PIB.

Dans ce contexte, nous anticipons une baisse des Fed Funds à 3,0%, un taux à 2 ans autour de 3,25% et un 10 ans supérieur à 4,0%, la courbe des taux continuant de se pentifier. Si la Fed ne modifie pas son scénario central, les Fed Funds devraient se situer autour de 3,40% en 2026, impliquant un taux à 10 ans plus élevé, compris entre 4,35% et 4,60%.

Grphe. Le niveau actuel de 4,0% constitue un plancher le taux US à 10 ans

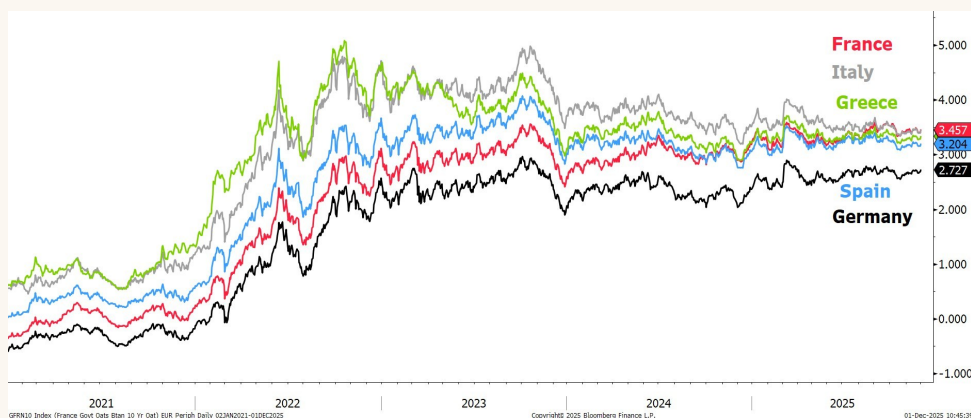


Compte tenu de la conjoncture économique, les taux courts européens devraient rester stables. Le taux à 10 ans allemand s'est récemment déprécié. Nous sommes acheteurs autour de 2,75%. Nous prévoyons toujours une pentification de la courbe des taux, l'offre gouvernementale croissante rencontrant la demande décroissante des fonds de pension.

### Poursuite de la convergence européenne.

Les fonds du Mécanisme pour la reprise et la résilience, décaissés jusqu'en décembre 2026 mais déployés progressivement ces prochaines années, devraient continuer à soutenir la périphérie. Sur le plan budgétaire, la plupart des pays ont désormais publié leurs prévisions budgétaires pour 2026. L'Allemagne devrait adopter une politique budgétaire expansionniste et l'objectif de la France sera probablement revu à la baisse, contrairement à la consolidation budgétaire en cours en Italie. Cette évolution modifiera la composition de l'offre, l'Allemagne et la France devant émettre davantage que l'Italie et l'Espagne.

Grphe. Convergence des taux européens



Les notations se sont améliorées pour la périphérie et détériorées pour les pays cœurs en 2025. Cette tendance devrait se poursuivre, même si nous anticipons moins de changements en 2026 après une année 2025 active.

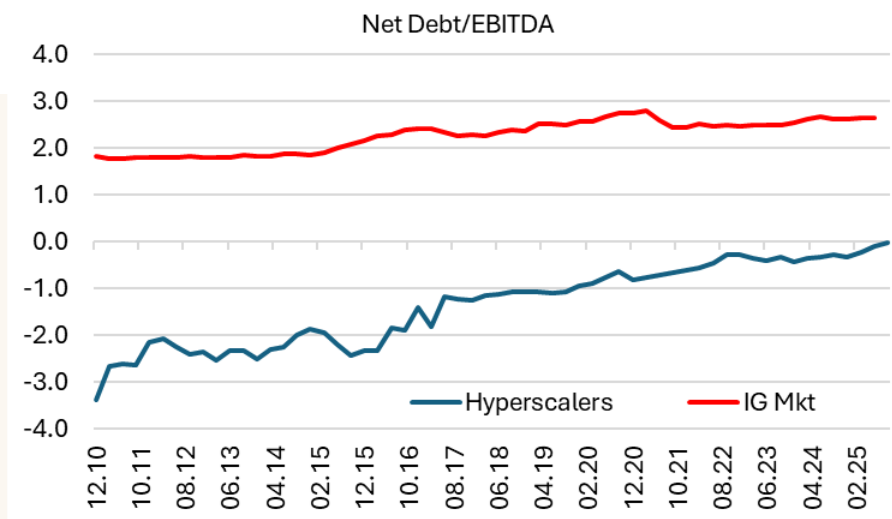
Moody's devrait attribuer sa 3ème note A à la France, tandis que de nouvelles dégradations sont également probables pour la Belgique. En revanche, l'Italie, le Portugal, la Grèce et l'Irlande devraient bénéficier de perspectives positives.

### Peu de risques pour le marché du crédit.

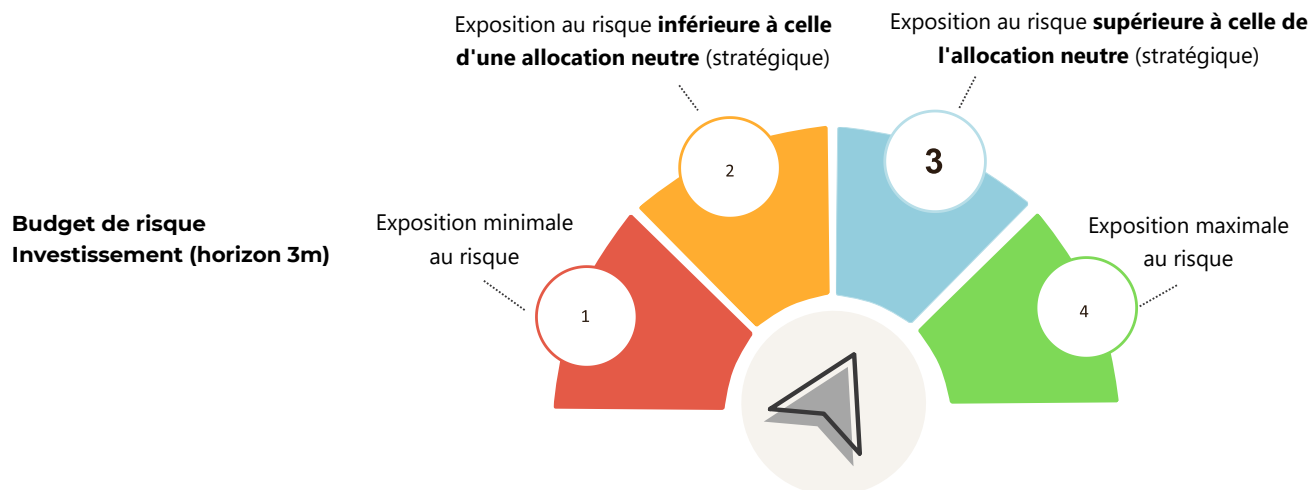
On parle beaucoup, sur le marché, de l'augmentation des emprunts des géants de la tech pour financer leurs investissements. Les « hyperscalers » ont déjà émis 120 milliards de dollars cette année. A ce jour, ces émetteurs représentent une part relativement faible des indices. Leur dette totale s'élève à 600 milliards de dollars, tandis que leur dette nette est inférieure à 20 milliards, à comparer à un marché du crédit IG de 16'700 milliards. Ils représentent donc moins de 4% du marché.

Ce cycle de ré-endettement a débuté sur des fondamentaux très solides. Le ratio d'endettement du secteur technologique est bien inférieur à celui du marché IG global. L'effet de levier de l'IG est resté stable autour de 3,0x depuis 2020. Même si le profil d'endettement des « hyperscalers » se détériore, leur ratio d'endettement reste proche de 0,0x. Et leurs ratios de couverture des intérêts sont également nettement supérieurs à la médiane des émetteurs IG.

Graphique. Peu de signes de réendettement des entreprises



## Actions



### Poursuite du *bull market* au-delà de 2025.

Novembre s'est avéré délicat avec des investisseurs craignant une forte correction, l'explosion potentielle de la bulle IA, qui est pour nous en fait un boom IA, pas une bulle, un sentiment négatif accentué par la cassure technique du couloir haussier 2025 et de la moyenne mobile des 50 jours. Mais les indices ont tenu sur la moyenne mobile des 100 jours, comme pour le bitcoin (en moyenne hebdomadaire). L'indicateur de sentiment des investisseurs, le Fear & Greed de CNN Money, a passé les deux dernières semaines de novembre dans la zone Extreme Fear, les indices boursiers ont frôlé la zone survendue. Un moment plus favorable pour redevenir *contrarian*. Début novembre, un puissant indicateur de retournement, le Zweig Breadth Thrust (participation à la hausse et à la baisse des titres dans un indice), avait tourné positif, donnant un signal le plus fort depuis 1982; depuis 1945, il n'a donné que 20 signaux positifs, le dernier étant le 25 avril 2025.

Nous croyons à un rallye en décembre et au 1er semestre 2026. Les liquidités globales restent porteuses et celles aux Etats-Unis seront mieux orientées avec la réouverture de l'administration américaine et une diminution probable du TGA (compte courant général) du Trésor, une baisse des Fed Funds en décembre et une dérégulation du secteur bancaire US permettant une circulation des liquidités grâce aux banques commerciales (crédits). La microéconomie sera aussi un soutien aux actions.

Avec la hausse des taux japonais, le principal risque de volatilité pour les bourses globales serait la diminution du carry trade yen, qui a prévalu ces 30 dernières années. L'exposition globale du carry trade yen est évaluée à \$20'000 milliards qui ont permis de financer principalement les achats d'actions américaines (Big Techs). Il faudra donc bien suivre l'évolution du yen : son appréciation marquée relancerait les craintes d'une correction boursière globale. Pour les analystes, un USDJPY en-dessous des 140

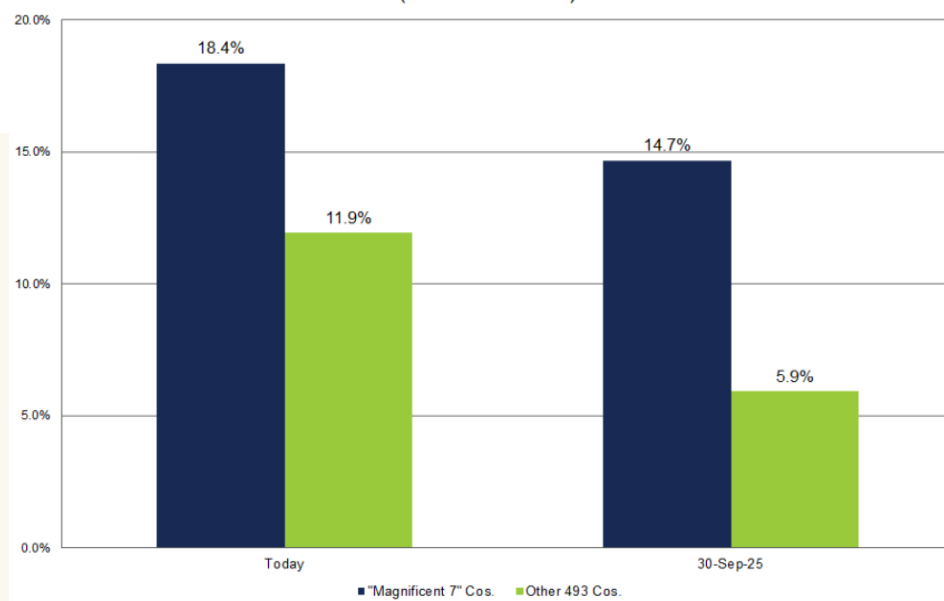
provoquerait des appels de marge et un risque majeur pour les actions globales.

Grappe. En juillet 2024, une appréciation du yen de 11% s'était soldée par une correction de 11% du S&P 500



Nous sommes dans un supercycle de l'investissement avec l'IA, la défense, la production d'électricité (renouvelable et nucléaire). Les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon vont lancer des plans de soutien à l'économie et à la consommation avec le One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) de Trump, les \$500 milliards de Merz et les \$135 milliards de Takaichi. Les résultats du 3T25 des sociétés du S&P 500 sont bons avec une progression de 14.7% selon Lipper Alpha.

#### S&P 500 Q3 Earnings Growth (Y/Y): "Magnificent 7" vs. Other 493 (Source: FactSet)



Grappe. S&P 500. La croissance des profits hors Big Techs (+11.9%) au 3T25 est bonne, venant principalement des secteurs Finance, Industries et Matériaux

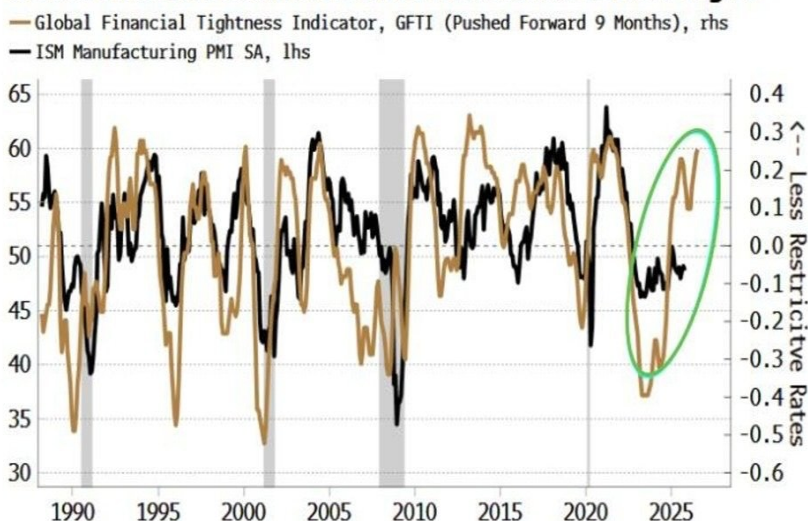
Donald Trump a émis l'idée de donner un chèque de \$2'000 à chaque Américain, sauf pour les plus riches, mécontent de la baisse de son pouvoir d'achat (inflation); cet argent viendrait des milliards « gagnés » grâce aux droits douaniers imposés à ses partenaires commerciaux. Après une cuisante défaite électorale en novembre (New York, New Jersey, Virginie et Californie) et de très mauvais sondages, Donald Trump doit réagir à 10 mois des *midterms* (renouvellement de 100% des sièges de la Chambre des représentants et 33% des sièges du Sénat), mais il doit aussi mettre la pression sur la Cour suprême qui pourrait censurer ses nouveaux tarifs douaniers. La Cour se prononcera d'ici le terme de sa session annuelle fin juin, mais sa décision pourrait intervenir rapidement puisqu'elle a accepté



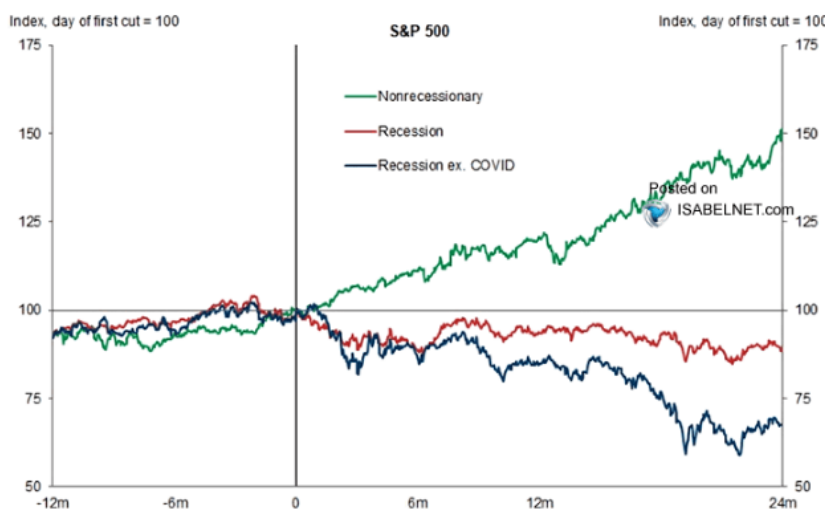
d'examiner ce dossier selon un calendrier accéléré. Donald Trump a affirmé que le maintien de ses droits de douane était une "question DE VIE OU DE MORT pour notre pays. Sinon, nous serons quasiment sans défense contre les autres pays qui profitent de nous depuis des années", a-t-il affirmé sur son réseau Truth Social.

Jerome Powell partira en mai 2026, mais Trump veut annoncer le nouveau patron de la Fed avant la fin de l'année. Le favori semble être Kevin Hassett, un très proche et fidèle de Trump. Les anticipations de réformes agressives et d'une politique monétaire probablement très accommodante pourraient être le facteur déclencheur majeur d'une accélération du bull market. Les sondages donnent Kevin Hassett gagnant avec 78% chez Polymarket, 79% chez Kalshi et 83% chez PreditIt. La mission de la Fed sera repensée selon Scott Bessent. Mohamed El-Erian, chef économiste chez Allianz, applaudit la perspective d'une Fed avec une vision globale, et pas seulement US-centrique, et les réformes à venir.

### Global Financial Conditions Have Reloosened to Near Highs



### Exhibit 1: Fed easing without recession is typically positive for equities, so focus is on pricing/risks

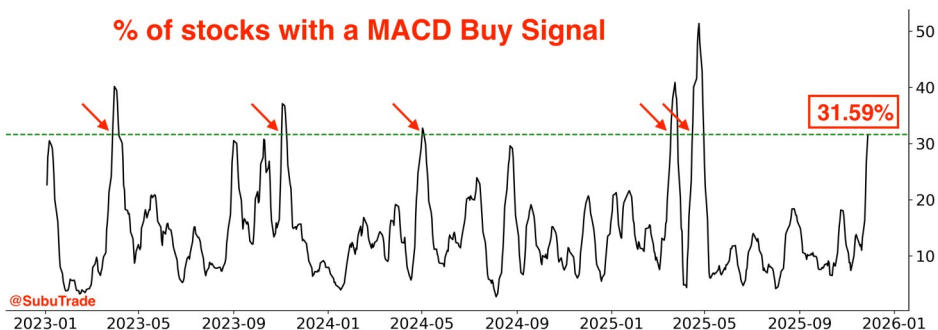


Graphique. Les conditions financières favorables écartent une récession. Une Fed accommodante est positive pour les actions en cas de non-récession

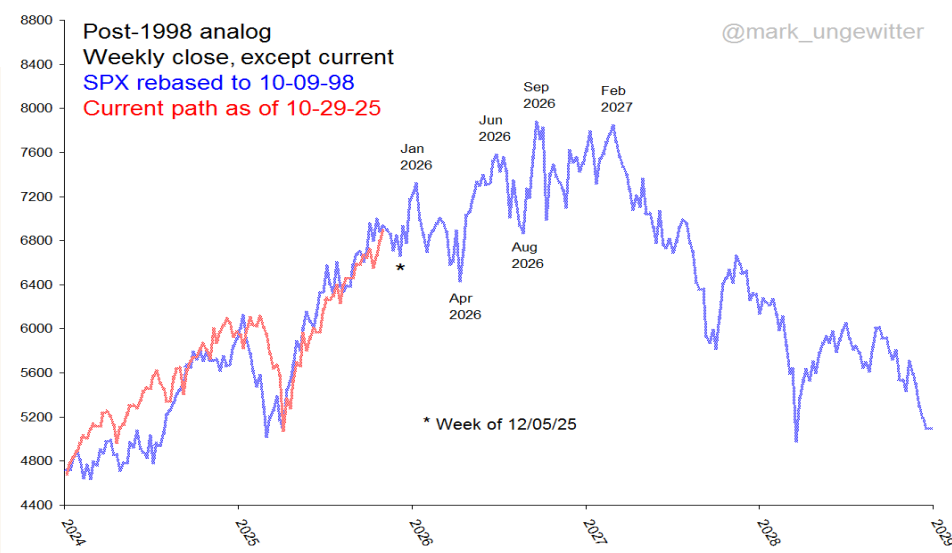
Allocation sectorielle. Nous restons accroché à notre supercycle des Capex : réindustrialisation, IA, défense, production d'énergie. Les secteurs défensifs ont profité en novembre de la fermeture du gouvernement US, des doutes sur une baisse des Fed Funds en décembre et des crispations sur les liquidités US, mais la tendance lourde reste sur les secteurs industriels et technologique.



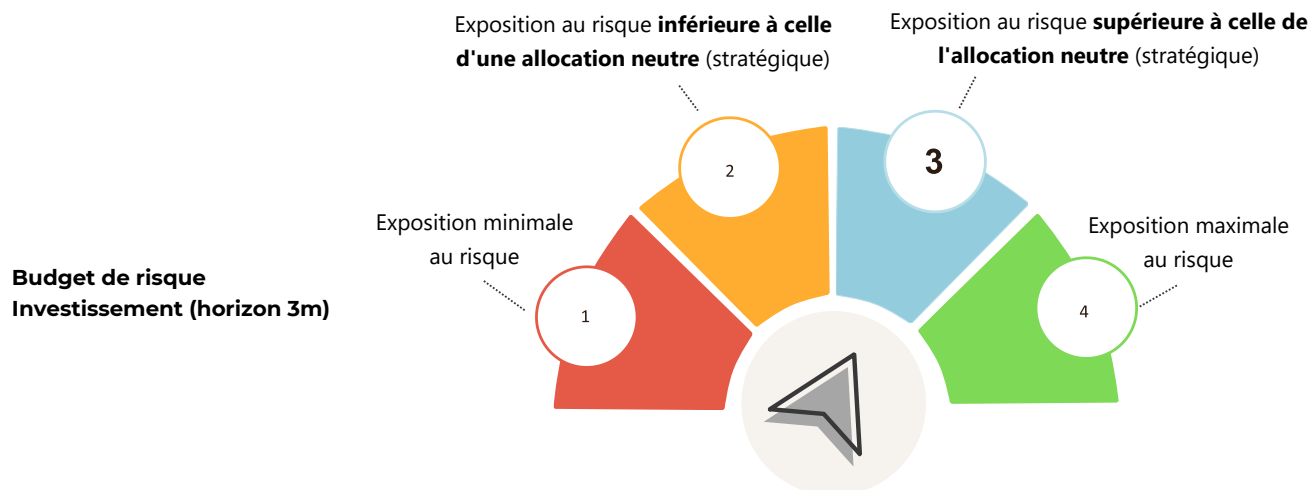
Graph. L'indicateur MACD du Nasdaq devient positif pour un rallye : 31% des composants ont déclenché un signal de hausse



Graph. S&P 500. Analogie avec la période Dotcom 2000, si l'on veut comparer avec le boom IA (2023-...). On aurait encore 12-14 mois de bull market pour un potentiel de hausse de 15% (7'800-8'000), mais 2026 devrait être plus volatile avec des « drawdowns » plus importants.



## Investissements alternatifs



### Or, argent et cuivre, des plus hauts historiques dans la même année. C'est rare !

En 2025, l'or et l'argent ont atteint leur plus haut, à \$4'400 pour l'or en octobre (+60% en 2025) et à \$59 ces derniers jours (+100% en 2025). L'analyse technique est favorable pour les trois métaux de référence.

Une combinaison de facteurs expliquent ces performances, qui datent de deux ans déjà avec une accélération pour l'argent depuis l'été :

- Achats des banques centrales.
- Engouement des investisseurs individuels.
- Baisse globale des taux de référence par les banques centrales.
- Inquiétudes sur l'inflation.
- Dettes globales et risque de dévaluations monétaires.
- Utilisation et réévaluation des stocks d'or américains pour réduire la dette US (Accord de Mar-a-Lago).
- Dépréciation du dollar.
- Inquiétudes sur un élargissement des guerres, en particulier en Europe.
- Demande industrielle : IA, transition énergétique, défense, production d'énergie (pour l'IA et ses centres de données).
- Diversification des portefeuilles.

On notera un attrait partagé pour l'or, l'argent et le cuivre : c'est la 1ère fois depuis 1980 que ces trois métaux ont atteint leur plus haut historique dans la même année. Cela reflète le nouveau monde dans lequel nous sommes avec la déglobalisation, les impérialismes expansionnistes agressifs des Etats-Unis, de la Chine et de la Russie, la fin des relations multilatérales, les dettes globales importantes et la faiblesse du dollar.

Cet environnement favorable aux métaux précieux et industriels ne montre aucun signe de faiblesse. Dans les prochaines mois, les cours devraient être encore plus hauts.

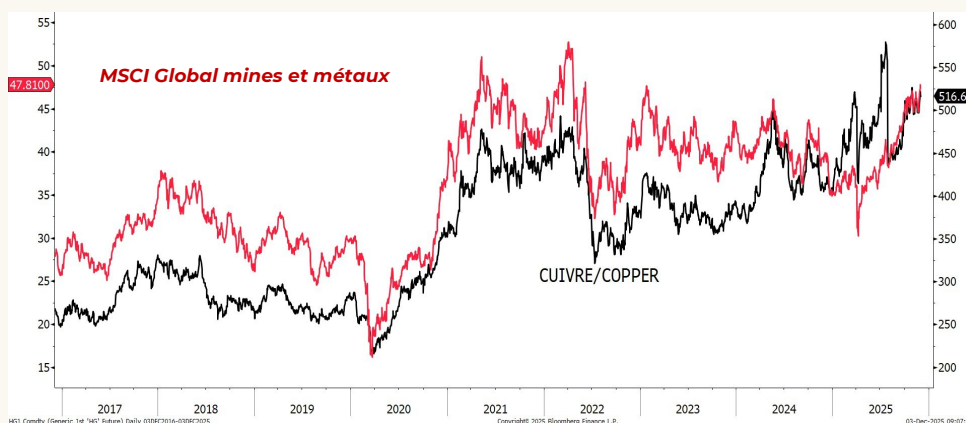
A court terme, les métaux précieux ont profité de la dérive (temporaire) des cryptos. Depuis le début de l'été, les cryptos n'ont suivi ni l'or ni le Nasdaq.

Le cuivre et l'argent prennent une place plus importante dans l'économie du futur, alors que la production n'est pas suffisante face à la demande. Ces métaux sont sur la liste de Trump comme stratégiques. La demande de cuivre et d'argent accélère avec l'infrastructure IA et les centres de données. Le Département US de l'énergie estime que la consommation d'électricité IA comptera pour 12% de la production électrique totale US en 2028.

Les experts s'attendent à un déséquilibre majeur dans les prochaines années, poussant les prix à la hausse par la demande, mais aussi par un monde devenu moins efficient, déglobalisé et fragmenté. Ils ne voient pas non plus des signes d'une reprise de la production en raison de projets limités de nouvelles mines. L'Agence internationale de l'énergie estime un déficit d'offre de 30% par rapport à la demande en 2035.

On reste haussier sur les métaux précieux en achetant le métal physique (fonds investis en or/argent) ou les sociétés aurifères. Pour les métaux industriels, l'achat en physique est compliqué, voire impossible; on achètera donc les sociétés minières à travers un ETF comme le PICK US - iShares MSCI Global Metals & Mining Producers - qui évolue en ligne avec le prix du cuivre.

Graphique. Parfaite corrélation entre le cuivre et le MSCI mines et métaux

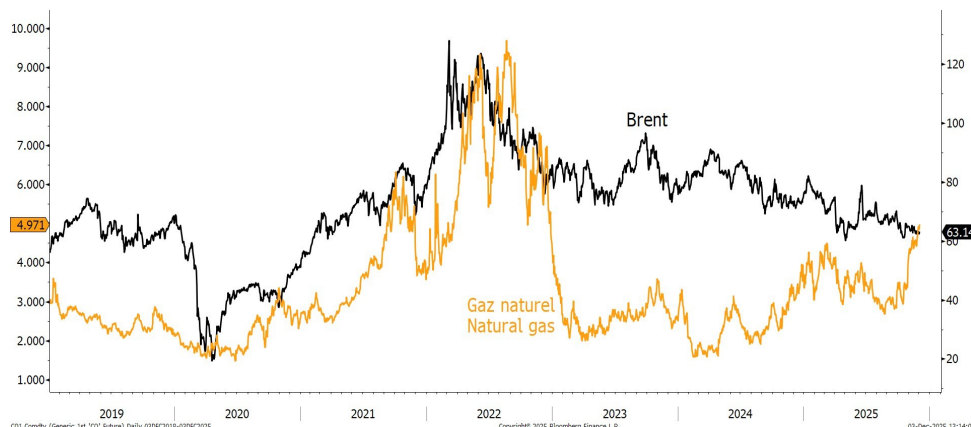


Le prix du Brent à \$62 le baril est sur sa moyenne de très long terme des \$60 et en-dessous de sa moyenne des 20 dernières années des \$76. La demande globale reste modeste et l'OPEP+ remet du brut sur le marché.

Le risque Venezuela avec les menaces militaires américaines et les pressions croissantes sur la flotte fantôme transportant du pétrole russe n'ont pas d'impact sur les prix.

Une étude de Barclays estime que l'IA va réduire les inefficiences dans l'industrie pétrolière en abaissant les coûts d'exploration et de développement, et augmenter la production. Donc à court et à long terme, les prix devraient reculer. Seule une crise majeure pourrait les faire monter, mais c'est souvent à court terme, car la hausse des prix de l'énergie a assez rapidement un impact négatif sur la demande. Nous sous-pondérons le secteur de l'énergie. Le gaz est une bonne alternative, car la dynamique du marché est différente.

Graphique. Les prix du pétrole et du gaz se suivent à moyen terme, mais avec plus de volatilité pour le gaz (logistique plus complexe et contraintes régionales). En 2024 et 2025, le prix du gaz a rattrapé son retard après une forte chute en 2022.



Les cryptos ont chuté depuis cet été. En général, le bitcoin suit l'or, le Nasdaq ou les deux à la fois. Pas depuis juin. Les cryptos n'ont tenu compte que des mauvaises nouvelles. Les facteurs de cette contre-performance sont des tensions sur les liquidités US, le shutdown de l'administration US qui a stoppé le projet de loi sur les cryptos, la nouvelle loi sur les stablecoins et l'absence totale de commentaires de Trump sur le bitcoin, en particulier sur la réserve stratégique américaine en BTC. La principale anomalie est un bitcoin qui n'évolue plus avec les liquidités globales; certains experts signalent une décote importante par rapport à la masse monétaire mondiale et calculent une valeur «juste» pour le bitcoin à \$270'000. La combinaison d'une Fed plus accommodante et d'une loi US pro-cryptos devraient initier un rallye.

Graphique. Le bitcoin a chuté de plus de 30% depuis juin, alors que l'or et le Nasdaq sont montés



En conclusion : surpondération des métaux précieux et industriels, et des cryptos. Sous-pondération de l'énergie.

# La Lettre Mensuelle

## POINT DE SITUATION TACTIQUE

DÉCEMBRE 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)