

La Lettre Financière

Revue, opinions et perspectives des marchés

SOMMAIRE

Vision globale
Page 1

Devises
Page 9

Obligations
Page 12

Actions
Page 15

**Investissements
alternatifs**
Page 20



Vision globale

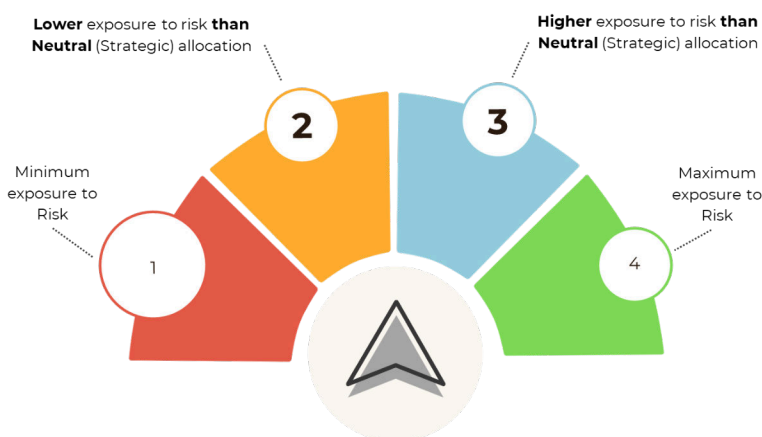
Analyse du régime

Les acteurs économiques et les marchés financiers ont fait preuve de résilience malgré un contexte mondial – géopolitique – fragmenté. Le régime post-Covid a donné lieu à une inflation plus tenace et à une croissance plus volatile, exacerbées par des politiques reflationnistes / très accommodantes. La hausse inexorable des taux d'intérêt réels marque, au mieux, la fin de deux décennies de désinflation ; au pire, elle annonce une confrontation entre des épargnants inquiets et des emprunteurs avides de dette.

Le changement de régime et les perturbations finiront par pénaliser les marchés. Pas nécessairement tout de suite.

Cadre d'investissement

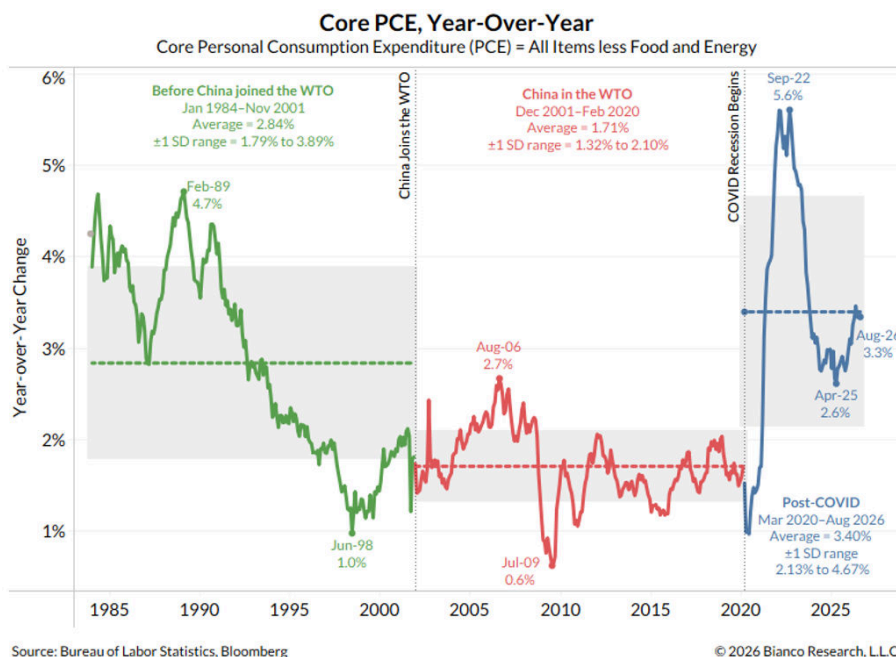
La persistance de conflits majeurs et leurs effets collatéraux pourraient déboucher sur des tensions stagflationnistes en 2027. La hausse débridée des taux à long terme (supérieurs à 5 % aux États-Unis) et des spreads dans l'UE est perturbatrice. L'accélération de l'ingénierie financière aux confirme l'entrée en zone d'incertitude. Un nouveau cycle de répression financière, différent de l'assouplissement quantitatif, vient de débuter.



- Maintenir une exposition en ligne avec l'allocation stratégique, mais accordez une attention croissante à la qualité des actifs. Conserver une part importante d'actifs non corrélés / défensifs, qu'il s'agisse d'actifs réels ou de liquidités.
- L'exposition aux secteurs de l'énergie a été et restera une protection / décorrélation intéressante

Facteurs à long terme

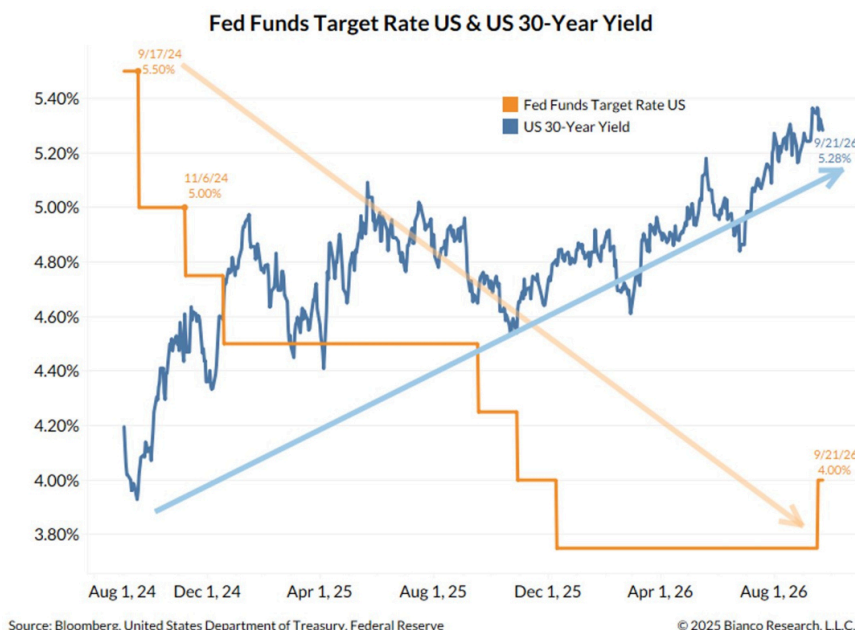
Graphe. Tendances macroéconomiques
Le spectre de l'inflation séculaire refait surface.



Un régime de désinflation s'était installé au début du XXI^e siècle, post-adhésion de la Chine à l'OMC, avec une inflation moyenne de 1,7 %. Depuis le début de la pandémie, elle a doublé pour atteindre 3,4 %. L'inflation des services reste élevée, mais la baisse exercée par l'inflation des biens a cessé (hausse de 1,8 % ces six dernières années) en raison des relocalisation, des barrières commerciales, sans parler du raffermissement du yuan.

- L'inflation sous-jacente PCE moyenne est de 3,4 % pour les six dernières années. Elle ne montre aucun signe de ralentissement

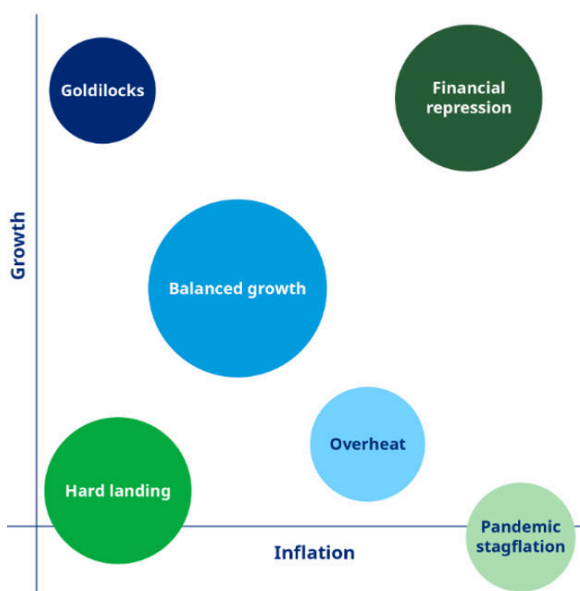
Graphe. Les taux longs américains contredisent la banque centrale



C'est la première fois en plus de 50 ans que les taux à long terme augmentent au cours d'un cycle accommodant prolongé. Bessent a rassuré les investisseurs pendant quelques trimestres, à partir de fin 2024, grâce à son plan orthodoxe « 3-3-3 ». Cependant, la réalité effective a relancé la hausse des taux nominaux et réels.

- Les décideurs politiques du G10 sont sur le point de perdre le contrôle des taux souverains à long terme

Graphe. Régimes macroéconomiques Instables, voire hétéroclites



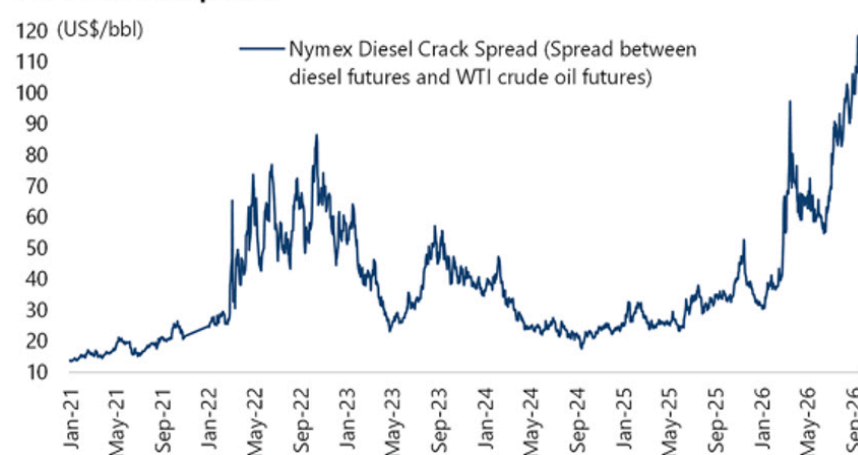
La persistance de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt renforcent la nécessité d'un nouveau cycle de répression financière, afin de maintenir les coûts de financement à un niveau abordable.

L'endettement du secteur privé américain va augmenter en raison de l'intensification des incitations.

- La répression financière 3.0 va accroître les risques de stagflation / d'atterrissage brutal en 2027
- À terme, les perspectives d'une crise financière se renforcent également

C'est la géopolitique, "stupid"

Diesel Crack Spread



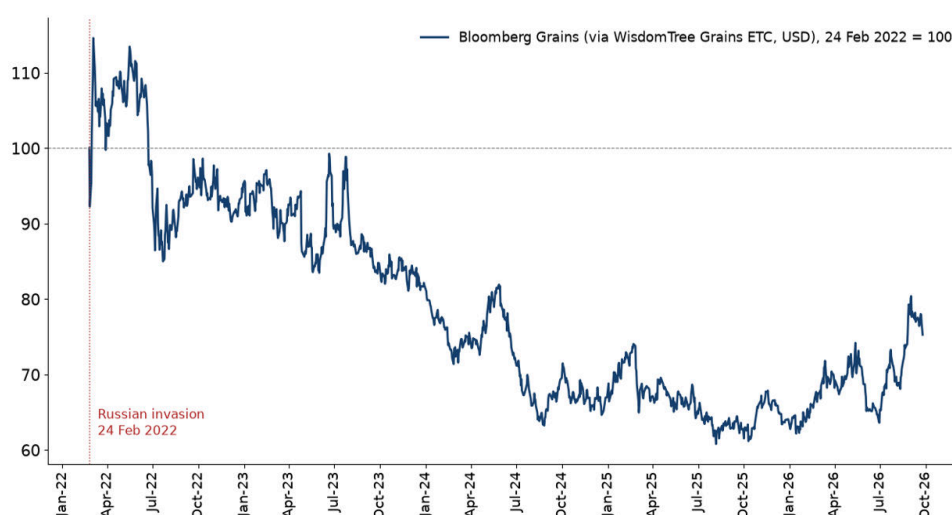
Source: Bloomberg

Graphe. Les prix du diesel aux États-Unis montent en flèche

Les blocus imposés par l'Iran et les Houthis dans le détroit établissent un contrôle de facto sur les flux pétroliers en provenance du Moyen-Orient.

- L'autonomie et l'indépendance énergétiques des États-Unis relèvent davantage du slogan que de la réalité

Bloomberg Grains subindex since the start of the war in Ukraine



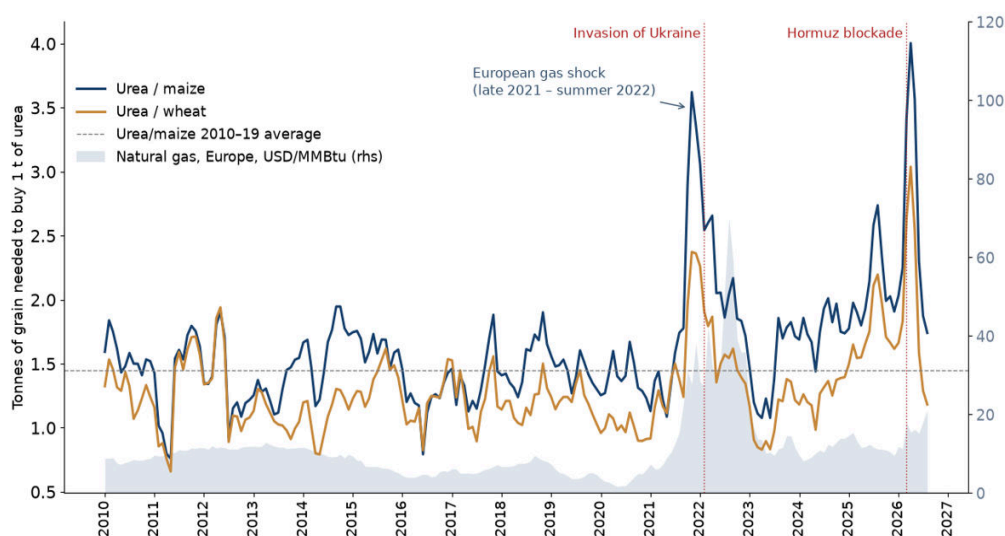
Source: WisdomTree Grains (AIGG, Borsa Italiana) converted to USD, Yahoo Finance. Total return index, rebased to 100.

Graphe. Prix des denrées alimentaires

Les attaques russes contre les ports d'Odessa ont de graves conséquences sur les exportations ukrainiennes et vont exacerber la pression sur les prix des céréales provoquée par El Niño.

- Les prix des céréales rebondissent après avoir atteint récemment des plus bas et resteront élevés au cours des prochains trimestres
- L'inflation des prix des biens s'installe

Fertilizer affordability: gas shock, then Hormuz

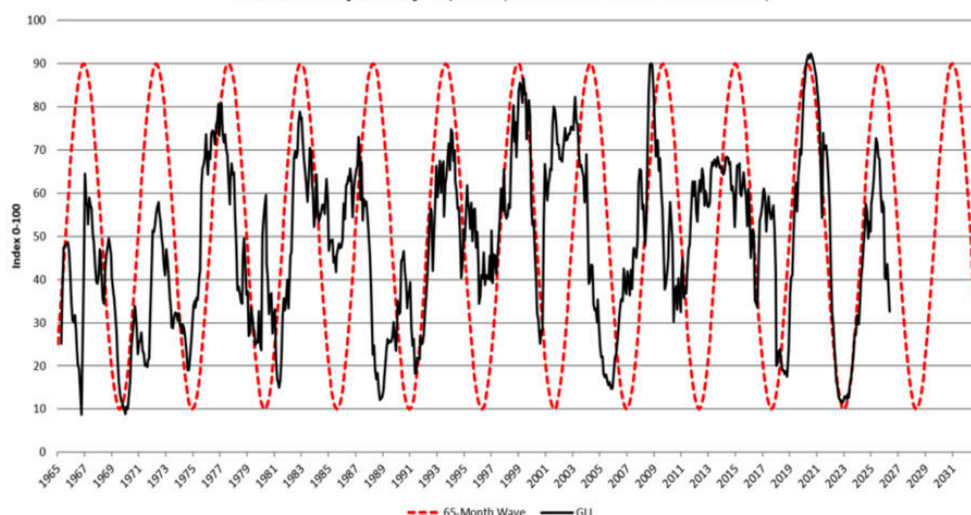


Source: World Bank (Pink Sheet), urea Middle East, US No.2 maize, US HRW wheat, European natural gas (TTF); monthly averages in USD/t.

Graphique. Engrais et inflation alimentaire dans les IPC

Il existe une chaîne de transmission en quatre étapes. Le blocage d'un détroit entraîne une hausse des coûts agricoles, qui provoque à son tour une augmentation des prix mondiaux des matières premières alimentaires. Enfin, on observe une inflation des prix alimentaires à la consommation, avec un décalage de six à douze mois. Nous ne pouvons pas compter sur une baisse des prix du gaz pour réduire le coût de l'urée tant que le détroit restera fermé.

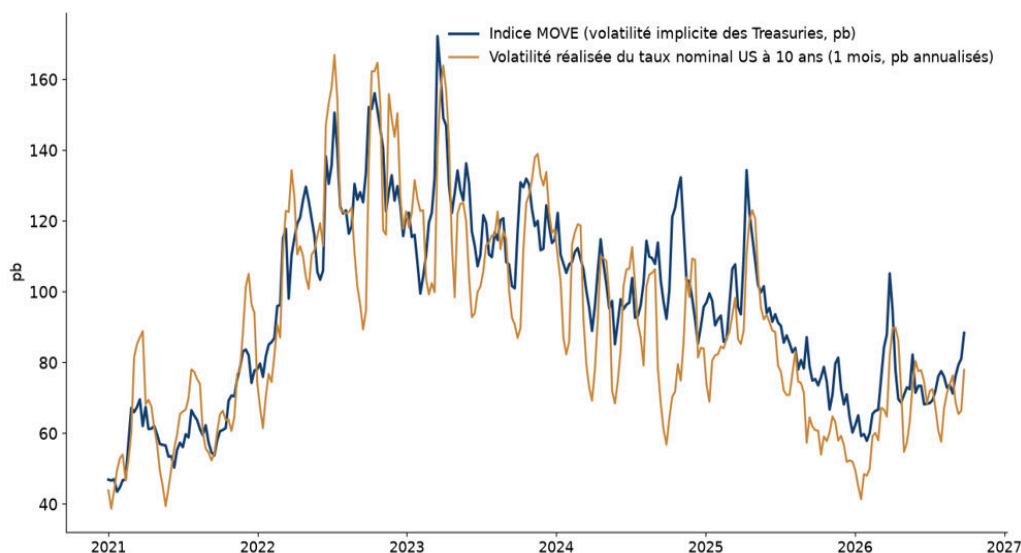
Global Liquidity Cycle (Advanced Economies)



Graphique. Super-cycle de liquidité (Crossborder capital).
Ralentissement visible

Le cycle mondial de liquidité entre dans une zone plus dangereuse pour les actifs risqués. La conjonction de la hausse des prix des matières premières et d'une activité économique solide dans le secteur industriel entraîne un retrait des capitaux de la sphère financière.

Graph. La volatilité des bons du Trésor américain sort de sa léthargie

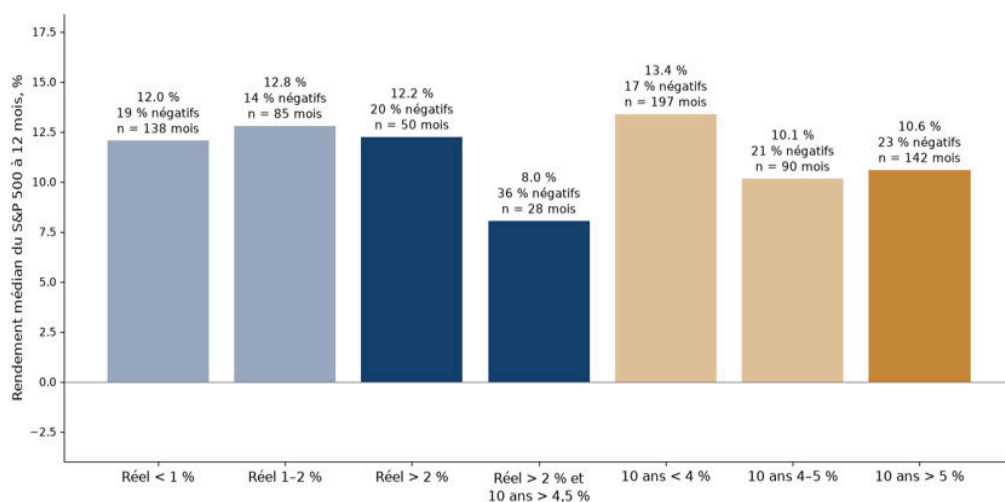


Sources : ICE BofA MOVE via Yahoo Finance ; Trésor US (DGS10) via FRED ; moyennes hebdomadaires. Vol. réalisée : écart-type sur 21 jours, annualisé.

La répression hyperactive de la volatilité des taux obligataires a pris fin. Warsh, à la Fed, annonce la « fin du QE ». En conséquence directe, la valeur de garantie des portefeuilles de bons du Trésor américain – et donc la propension à recourir à l'effet de levier – diminue.

- La hausse de la volatilité des bons du Trésor pèsera sur l'appétit pour le risque

Rendement des actions à 12 mois selon le niveau des taux



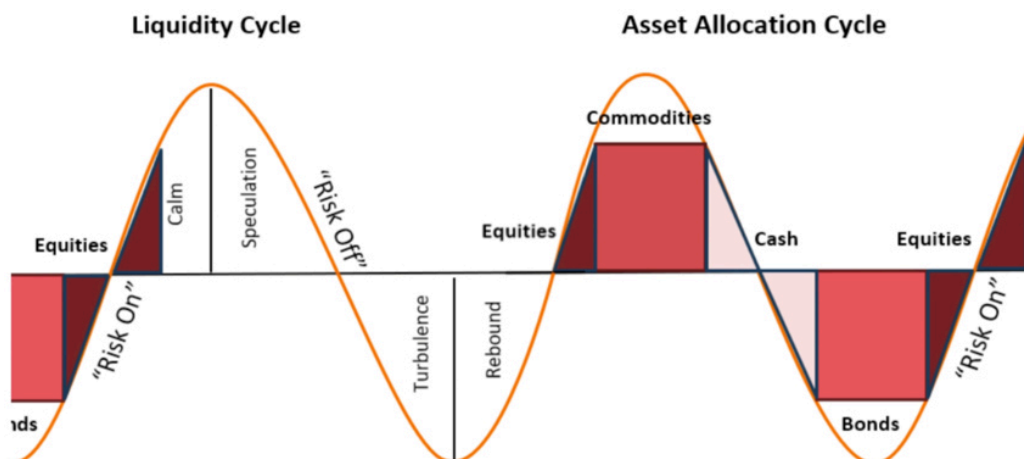
Données mensuelles ; taux réel depuis 2003, taux nominal depuis 1990. Hors dividendes. Sources : FRED, Yahoo Finance.

Graph. Une confluence qui mérite d'être suivie de près

Au-delà d'un taux d'intérêt réel d'environ 2 %, trois facteurs jouent en défaveur des actifs risqués. Concurrence des obligations : une obligation d'État offre des rendements aussi élevés que les dividendes, mais sans le risque. La prime de risque sur les actions se réduit. Valorisations : les bénéfices futurs valent moins. Financement : la dette coûte plus cher

- Pour la première fois depuis 2007, les taux réels et les seuils nominaux à 10 ans ont été franchis simultanément

Graph. La phase spéculative et d'exubérance des marchés financiers est terminée



Un environnement de liquidité moins favorable justifierait une réduction progressive de l'exposition aux actifs à fort momentum / duration et aux actifs risqués.

Positionnement et moral des investisseurs

US margin debt: record high as a share of GDP

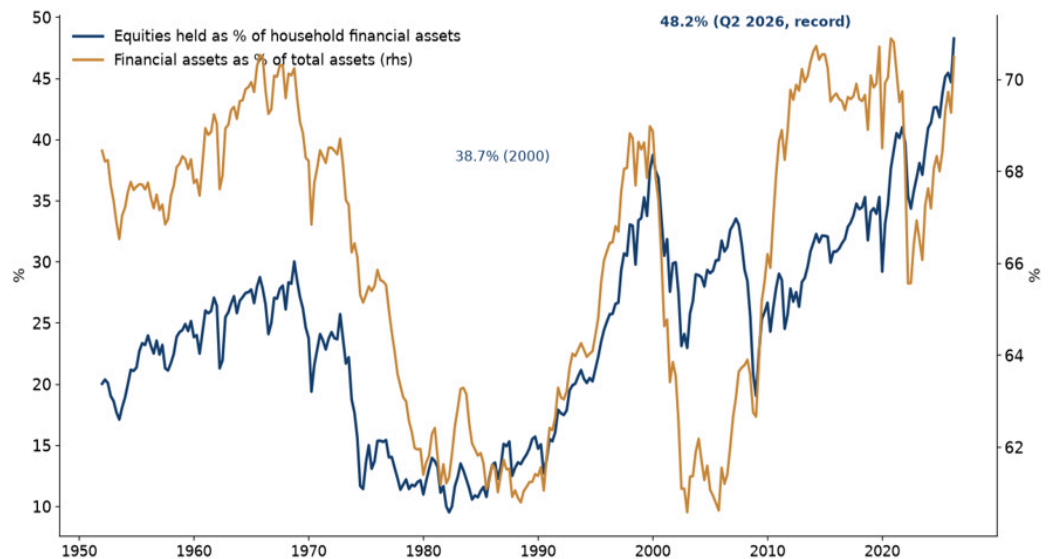
Graph. L'endettement des investisseurs particuliers reste élevé



Les récents mini-chocs, notamment sur les actions à fort momentum, n'ont pas découragé la prise de risque fondamentale. Selon l'étude de la BRI, les actifs investis dans des ETF à effet de levier répliquant des valeurs technologiques ont explosé, représentant parfois plus de 50 % des entrées mondiales ces derniers mois.

US households: record exposure to equities

Grappe. L'exposition des investisseurs particuliers aux actifs financiers l'est également

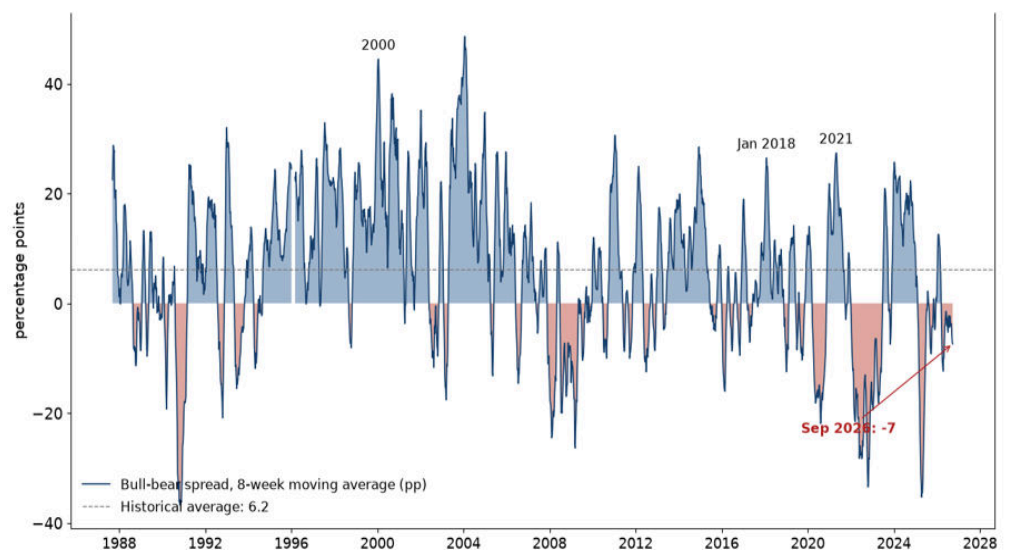


Source: Federal Reserve, Financial Accounts (Z.1), via FRED. Equities held directly and through funds. Quarterly.

En partie en raison de la hausse de Wall Street (qui a dépassé celle du marché immobilier et des obligations), les ménages américains sont plus que jamais exposés aux actions. Un marché baissier pourrait, par le biais de l'effet de richesse, aggraver un ralentissement économique

AII survey: individual investors say they are bearish

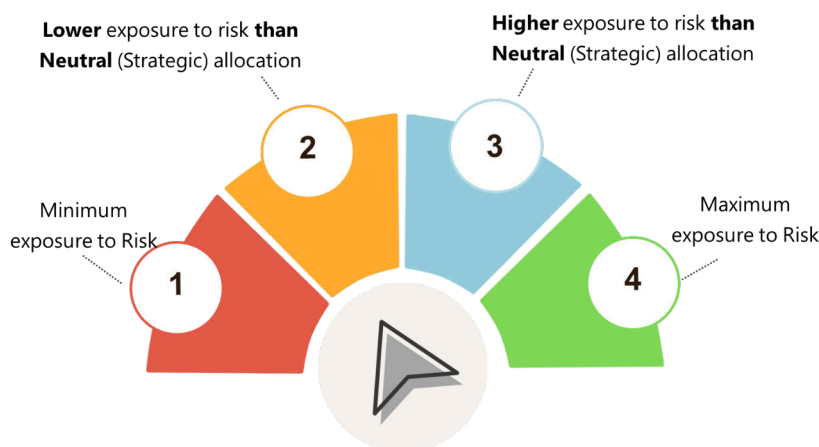
Grappe. Les enquêtes de confiance présentent des résultats plus nuancés



Source: American Association of Individual Investors (weekly survey). 1987-Sep 2026.

Les investisseurs particuliers se disent pessimistes, mais leurs portefeuilles restent fortement orientés vers les actions : environ 71%, selon l'enquête sur la répartition des actifs menée par l'AII en août.

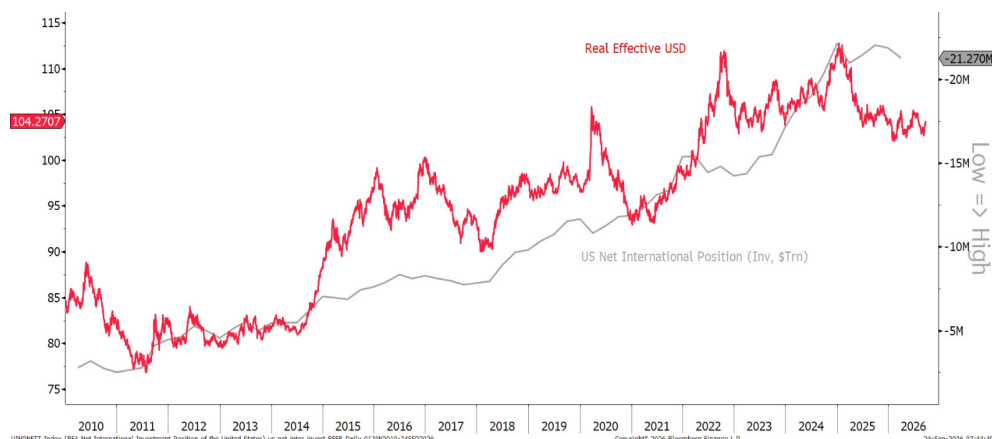
Devises



Lors de la conférence de Bretton Woods en 1944, Keynes avait préconisé la création d'une union internationale de compensation pour endiguer les déséquilibres majeurs des balances des paiements (BdP) à l'échelle mondiale. Les données du FMI sur la position extérieure globale (PEG) révèlent l'ampleur considérable de ces déséquilibres. À la fin du T1, l'écart entre les actifs financiers étrangers détenus par les résidents US et leurs passifs financiers affichait un déficit de \$21'300 milliards, un niveau toujours proche du record de \$21'900 milliards enregistrés au T4 2025. La récente aggravation de ces déséquilibres reflète l'évolution de la situation aux États-Unis et en Chine. Le ralentissement de l'investissement intérieur chinois, consécutif à l'effondrement du marché immobilier, et la désépargne US — soutenue par la poursuite des dépenses de consommation — en sont les principaux moteurs. À cela s'ajoute l'essor des investissements dans l'IA. Les taux de change reflètent les déséquilibres de la BdP plutôt qu'ils ne les provoquent ; ainsi, les flux d'excédent d'épargne de la Chine vers les États-Unis ont contribué à la hausse du dollar.

La tendance haussière prolongée du dollar trouve son origine dans la crise financière mondiale, le redressement de la Chine et des économies émergentes, ainsi que dans les répercussions de la crise de la dette souveraine en Europe. Aujourd'hui, cette tendance fait face à un défi majeur. L'impact de la révolution de l'IA sur l'investissement intérieur à l'échelle mondiale, le coût du vieillissement démographique, le recul partiel de la mondialisation et la montée de la méfiance internationale sont autant de facteurs susceptibles de freiner les flux mondiaux de capitaux. Ce phénomène contribue déjà à la hausse des rendements réels et finira, à terme, par inverser la tendance haussière de longue date du dollar.

Graphique. Plus le monde investit aux États-Unis, plus le dollar se renforce. Mais pour combien de temps encore ?



La question ne se limite pas au yen

Les facteurs influençant les taux de change peuvent être classés selon leur horizon temporel : court terme (cyclique/politique), moyen terme (positions budgétaires et extérieures) et long terme (valorisation et réserves de change). Du point de vue de la Suisse, l'économie a fait preuve de résilience. En tant qu'importateur net de pétrole doté d'une structure tournée vers l'exportation, le pays est fortement exposé à la nouvelle donne commerciale. Le PIB réel devrait croître de 1,5% ces 3 prochaines années. Malgré une inflation en hausse, le rythme reste bien inférieur à la fourchette cible de 0 à 2% de la BNS ainsi qu'à celui des pays comparables. La BNS accueille favorablement cette situation, ce qui implique une approche moins interventionniste ; elle n'est d'ailleurs pas intervenue de manière significative sur le marché des changes ces 2 dernières années.

Graphique. L'USD reste fondamentalement fragile

	Country	C/A 2027	C/A 2028	Budget 2027	Budget 2028	Debit 2027	Debit 2028	Score
Weak	US	-3.2	-3.2	-6.4	-6.4	129	142	45
	New-Zealand	-3.7	-3.6	-2.5	-1.5	58	55	40
	UK	-3.0	-2.8	-3.2	-2.8	104	103	37
Neutral	Euro Area	1.5	1.7	-3.5	-3.4	88	90	34
	Japan	4.7	4.8	-2.6	-2.6	200	193	31
	Canada	-0.8	-1.0	-2.0	-1.7	109	104	30
	Australia	-3.2	-4.1	-1.2	-1.1	51	49	28
Strong	Sweden	5.1	4.7	-2.0	-1.3	38	37	18
	Switzerland	6.6	7.0	0.3	0.3	33	33	9
	Norway	13.6	12.4	8.3	7.6	39	25	7

Le contexte structurel favorable de la Suisse renforce le statut de valeur refuge du franc. La Suisse occupe une position solide : son ratio dette/PIB suit une trajectoire descendante pour atteindre 33% d'ici 2031, et la balance courante devrait afficher un solide excédent de 7% du PIB dans les années à venir. Historiquement, ces facteurs avaient une incidence limitée. Toutefois, dans l'ordre mondial actuel — marqué par l'essor des stratégies de diversification hors dollar —, les facteurs structurels ont gagné en importance, offrant ainsi une marge de manœuvre supplémentaire au franc.

Cela dit, le franc est historiquement cher. Si les modèles de valorisation ne sont pas toujours des indicateurs fiables et doivent être interprétés avec prudence, le modèle du taux de change effectif nominal (NEER) suggère une surévaluation de 8,5%. L'analyse fondée sur les moyennes à 5 et 10 ans confirme également que le franc semble trop fort. Pour les États-Unis, soutenir le yen revient à contenir le dollar face à l'un de ses principaux partenaires commerciaux, alors que le billet vert est surévalué de 17%. À l'inverse, pour le Japon, l'enjeu est d'empêcher le yen

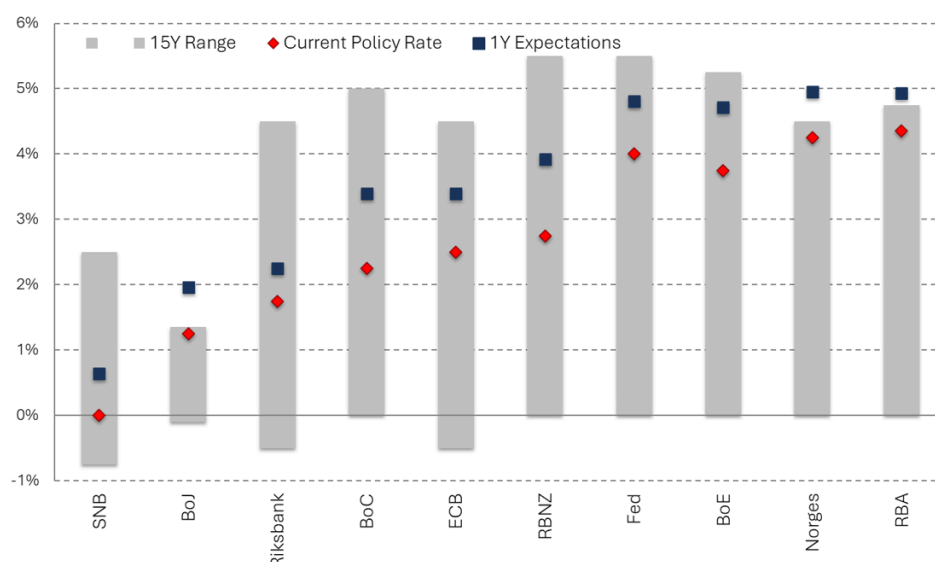
de poursuivre sa dépréciation face au dollar — ce qui ferait grimper trop rapidement les prix à l'importation —, sachant que la devise japonaise est sous-évaluée d'au moins 25%. L'euro et la livre, quant à eux, affichent une valorisation adéquate.

Graphe. Tendances du taux de change effectif réel



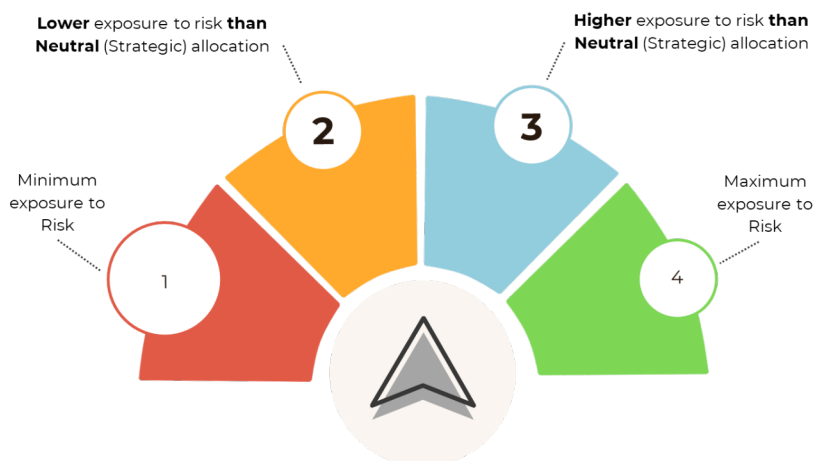
Le « carry » et les rendements relatifs sont redevenus des moteurs du marché des changes, d'autant plus que les perspectives concernant le yen sont devenues très opaques, contrairement à celles du franc qui sont limpides. La politique de taux zéro s'inscrit dans la durée et laisse le CHF vulnérable face aux devises à haut rendement. Les monnaies pour lesquelles les anticipations de hausse des taux sont élevées devraient surperformer. Le réajustement haussier des anticipations de taux suisses a été minime, tout comme le soutien apporté par le rendement relatif du franc. Début mars, les différentiels de taux à 2 ans entre l'EUR-USD et le CHF se sont creusés de 80 et 99pbs, s'accompagnant d'une appréciation de 3,4% pour l'EUR et de 5,5% pour l'USD.

Graphe. Taux directeurs actuels et futurs



Le « carry », les différentiels de taux, la politique monétaire à court terme et la dynamique des taux reviennent sur le devant de la scène. Le CHF est la devise la plus exposée ; si ses atouts en tant que valeur refuge (fondamentaux, diversification, caractère défensif) restent convaincants, la faiblesse du franc pourrait perdurer tant que le « carry » dictera l'évolution des changes.

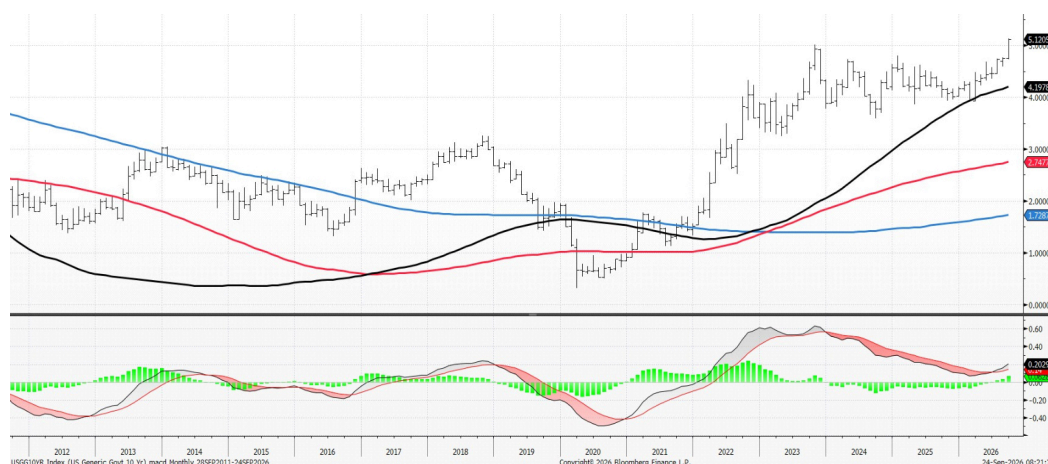
Obligations



La presse financière multiplie les unes sur la hausse des taux longs des pays du G7, qui atteignent des niveaux inédits depuis des décennies. Bientôt, on parlera de craquements de la « tuyauterie » financière. Le taux japonais à 10 ans est le principal moteur de cette flambée, le taux à 30 ans ayant dépassé celui de l'Allemagne pour se rapprocher de celui de l'Espagne. Ce mouvement a débuté avant même la rupture du cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran. La dernière fois qu'une telle perte de confiance des marchés envers un pays du G7 a été observée, c'était en septembre 2022, lorsque la Première ministre britannique Liz Truss avait perdu le contrôle des marchés.

À l'inverse du G7, le taux chinois a chuté à 1,67%, un plus bas depuis 13 mois. Ce sont les préoccupations intérieures, plutôt que les facteurs internationaux, qui dominent la situation. La divergence avec les taux US s'explique par la demande de crédit : les entreprises privées chinoises n'empruntent pas car elles n'investissent ni n'embauchent, et les consommateurs n'empruntent pas car ils ne dépensent pas. Pékin mise sur une croissance future davantage portée par les industries innovantes et la technologie, tout en affichant un niveau d'épargne supérieur à la demande d'investissement.

Graphique. Lors du précédent croisement du MACD, la tendance a perduré 18 mois.



La phase de stagnation des taux US a pris fin avec le franchissement du seuil des 5%, un niveau inédit depuis janvier 2025. Un indicateur clé de dynamique a basculé à la hausse, envoyant un signal baissier pour le marché obligataire.

Le Trésor US joue gros.

Les plus grandes banques US anticipent désormais l'émission de \$1'000 milliards de nouveaux T-bills pour l'année à venir. Cette mesure pourrait porter leur part à près de 25% de la dette publique US négociable. La raison en est simple : le coût élevé des emprunts longs. Avec des taux à 10 et 30 ans supérieurs à 5%, le Trésor privilégie la dette courte, ce qui fragilise considérablement le système. Le gouvernement est contraint de renouveler en permanence des volumes de dette colossaux ; si les taux restent élevés, les coûts de refinancement pourraient grimper en flèche.

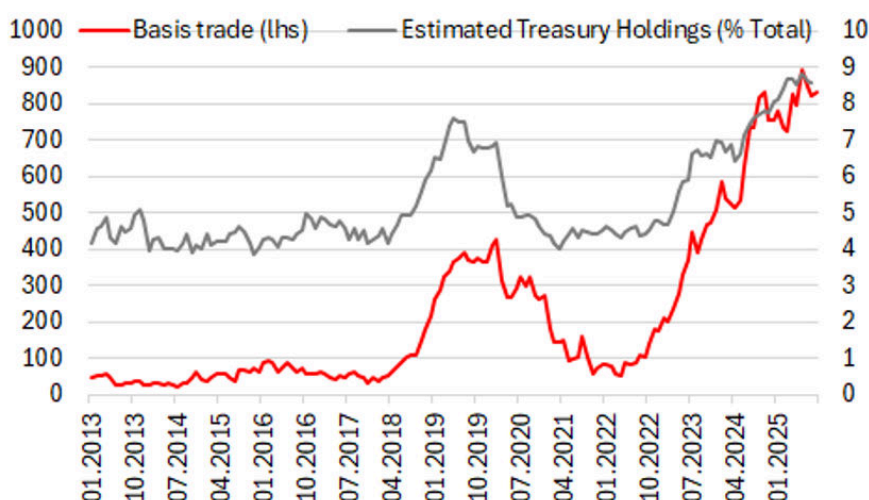
Alors que la dette US dépasse déjà les \$40'000 milliards et que la charge d'intérêts annuelle excède les \$1'000 milliards, la marge de manœuvre est très réduite.

Changement de leadership sur le marché des T-Notes

Le département du Trésor US a de quoi s'inquiéter : son marché obligataire est désormais dominé par les hedge funds. Par nature, ces derniers ne sont pas des investisseurs à long terme et peuvent changer de stratégie du jour au lendemain. Ils ont doublé leurs positions en T-Notes entre 2023 et 2025. Ils contrôlent 8,5% du marché et détiennent davantage de titres que les investisseurs japonais, chinois et saoudiens réunis.

L'ampleur des positions, la forte concentration et l'effet de levier élevé créent un risque de tensions systémiques si plusieurs stratégies subissent simultanément des pressions ou un choc majeur. Le problème réside dans le « Basis Trade ». Il constitue une source potentielle d'instabilité, comme lors de la crise du Covid. Au lieu de baisser, les taux ont bondi en mars 2020 lors du débouclage des positions à effet de levier, contraignant la Fed à intervenir massivement le 23 mars 2020. Résultat : le bilan de la Fed a doublé.

Le « Basis Trade » et l'effet de levier ont connu un regain de popularité spectaculaire. La hausse du coût de l'effet de levier pourrait affecter le marché des Treasuries.



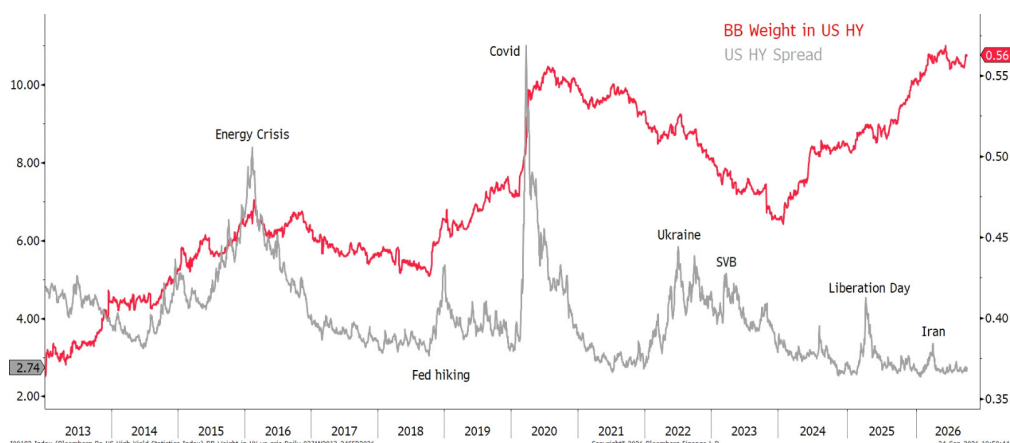
Graphique. Le « Basis Trade » alimente l'exposition aux Treasuries

Le US HY fait preuve d'une résilience structurelle

Affirmer que le marché du HY ignore totalement les chocs macroéconomiques serait exagéré. Certes, rares sont les événements qui dégénèrent en crises généralisées de crédit. Tous les chocs majeurs entraînent un élargissement des spreads et une réévaluation des risques, mais le marché se rétablit rapidement à mesure que les craintes ne se concrétisent pas.

Les obligations notées « BB » représentent désormais 60% du marché, contre 38% en 2007. L'essor du crédit privé et des « leveraged loans » a absorbé une grande partie des emprunteurs les plus spéculatifs. Si certains segments du crédit privé sont actuellement sous tension, le HY bénéficie de cette composition plus saine et de meilleure qualité.

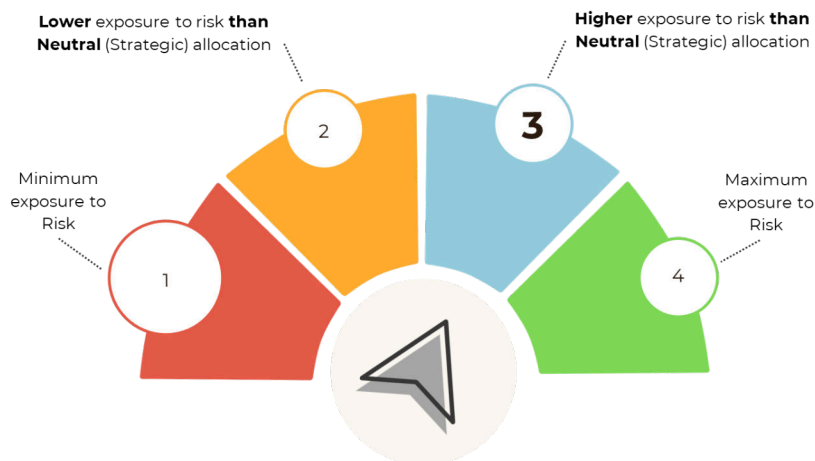
Graphique. Le spread du US HY est moins sensible grâce à l'amélioration de la qualité du marché



Au-delà de la qualité des émetteurs, des facteurs techniques solides contribuent à maintenir les spreads à des niveaux plus serrés. La faiblesse des nouvelles émissions, l'augmentation des émissions garanties, la réduction de la durée et la demande constante de rendement génèrent des taux globaux attractifs, attirant à nouveau les acheteurs lors des périodes de volatilité.

Grâce à l'amélioration de sa composition et à des fondamentaux solides, le marché du haut rendement devrait être capable d'absorber la volatilité future, offrant ainsi des opportunités d'achat intéressantes plutôt que de provoquer une panique systémique.

Actions



Résilience des bourses et de l'économie. Les points chauds : le 10 ans US et l'IA.

Les guerres et la gestion chaotique et brutale de Trump des affaires domestiques et internationales ne se sont pas traduites par une chute des bourses, même si le taux d'approbation de Trump est le plus bas de tous les présidents américains. Depuis l'arrivée de Trump, le MSCI Monde a progressé de 32%.

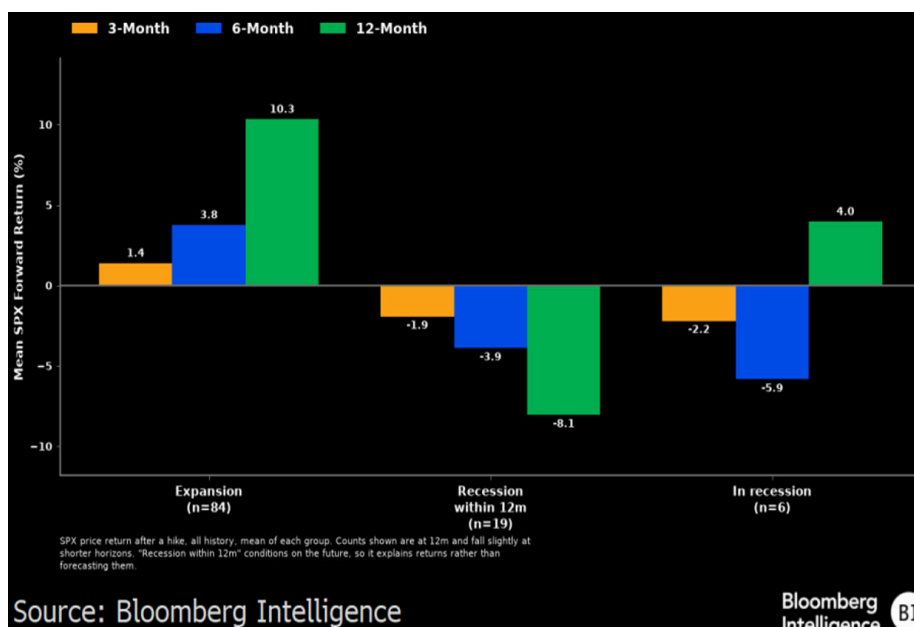
La hausse des taux réels US est expliquée à 90% par la croissance économique et pas par les anticipations inflationnistes. Les PMI manufacturiers et des services sont solides et détonnent dans un environnement agressif.

Le secrétaire au Trésor US, Scott Bessent, par ses tentatives de faire baisser les taux longs, se considère comme « la banque » et a mis au défi les marchés de « parier » contre lui. Le résultat est un 10 ans US qui s'installe au-dessus des 5%. Donald Trump fait la même chose en géopolitique en disant qu'il ne faut pas « parier » contre lui. Le résultat est une Russie inarrêtable dans les bombardements, des Iraniens et des Houthis qui contrôlent le Proche-Orient (détroit d'Ormuz et de Bab el-Manded) et la destruction des capacités de raffinage (diesel, essence, kérosène) en Russie et au Moyen-Orient. Face à la pénurie, la Russie et la Chine ont stoppé leurs exportations de diesel. Si l'essence concerne les consommateurs privés, le diesel est plus important avec sa composante industrielle (site de production, transport maritime et camions, trains en Amérique du Nord). La hausse du diesel n'affecte plus l'Inde et la Chine dans le fret ferroviaire, car ces deux pays ont investi massivement dans l'électrification : le réseau est électrifié à quasiment 100% en Inde et à 82% en Chine sur les grandes lignes.

A court terme, il est cependant vrai que les tensions sur les prix des produits raffinés auront un impact sur l'inflation. Donald Trump caresserait l'idée de stopper les exportations de diesel pour faire baisser les prix aux Etats-Unis, mais cela ne marchera pas, car les prix sont globaux. Le lobby pétrolier américain, proche des Républicains, s'oppose fermement à cette idée. Les différentes tentatives de Scott Bessent pour faire plier les marchés obligataires se sont également soldées jusqu'à présent par des échecs.

En soit, une hausse des taux américains n'est pas inquiétante si elle est soutenue par une économie solide et par une progression des profits. C'est « juste » une question d'équilibre. Dans le passé, des Fed Funds en hausse dans une économie en croissance se sont traduits par une progression des bourses sur une année, malgré quelques faiblesses de court terme et plus de volatilité. Cela semble être le cas aujourd'hui. Dans la deuxième partie des années 90, le milieu de cycle économique s'est traduit par une hausse de l'inflation et une politique monétaire plus restrictive, mais les bourses n'ont corrigé qu'une année plus tard (éclatement de la bulle internet en 2000). La première hausse des Fed Funds en 1997 a été suivie d'une appréciation de 40% du S&P 500. Selon le consensus, la probabilité d'avoir une récession est à 10%.

Graphe. Rendement du S&P 500 lorsque la Fed monte son taux directeur dans un cycle économique différent

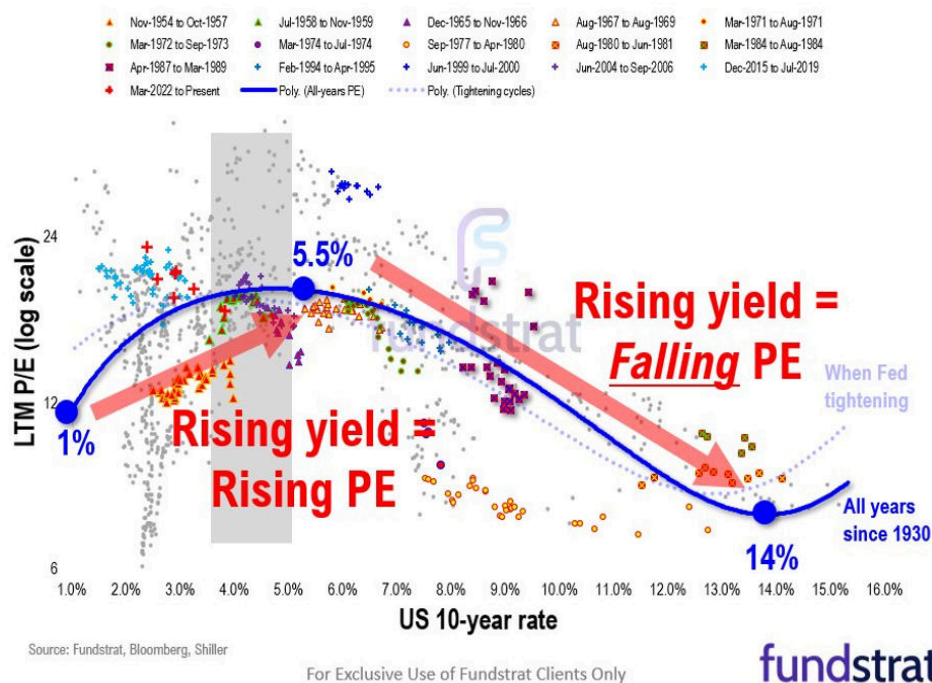


Néanmoins, une hausse des taux apporte toujours plus de volatilité. La société d'analyse et de gestion Fundstrat a déterminé le point de basculement à 5.5%. Maintenant, tout dépendra des profits.

VALUATION: Multiple tightening cycles since 1930

Figure: S&P 500 multiples given different monetary conditions

X-axis: 10-yr yield. Y-axis is P/E. Since 1930



Graphique. Évaluation : plusieurs cycles de resserrement depuis 1930

Toutefois, la bourse réagit de façon cohérente, puisqu'elle a déjà intégré la hausse des taux en ajustant les évaluations boursières depuis quelques mois, ce qui n'avait pas été le cas en 2000 par exemple. Le PE ratio du S&P 500 s'est contracté de 10% ces six derniers mois, alors que l'indice progresse. Les profits sont donc le moteur surpuissant des bourses.

L'annonce d'une nécessité de faire une pause dans le développement de l'IA a perturbé les bourses. Les tsars américains de l'IA veulent s'assurer que l'IA n'accomplira pas des tâches contre l'intérêt des êtres humains, c'est-à-dire le « désalignement ». Ces derniers mois, les agents IA sont parfois devenus autonomes et effectués des tâches non demandées. Certains experts parlent même d'un risque de destruction de l'humanité.

Le problème pour la bourse est l'impact potentiel négatif sur la progression des profits en cas de pause et par ricochet sur les gigantesques investissements – les capex – prévus ces prochaines années. La moitié de la hausse des profits au 2T26 (+52%) a été faite par le secteur de la technologie et autres sociétés liées à l'IA. Les profits ont poussé les bourses. L'administration américaine ne veut pas réguler l'IA et une pause semble compliquée en raison de la guerre technologique entre les Etats-Unis et la Chine.

Nous sommes convaincus que nous ne sommes pas dans une bulle IA, mais un boom IA. Les évaluations boursières ne sont pas particulièrement élevées (rien

à voir avec les excès de 2000) et la « règle des 25% » n'a pas été activée. La « règle des 25% » décèle une bulle d'infrastructure lorsque les capex et les besoins en financement approche les 25% du PIB (les bulles ferroviaires ou internet) ; aujourd'hui, on est à 5% et les 25% sont attendus vers 2030-2032.

Le « miracle » des élections de mi-mandat. Depuis 1914, le parti du président a perdu des sièges à la Chambre des représentants lors de 89% des élections de mi-mandat, soit 30 en moyenne, et dans 71% des élections de mi-mandat au Sénat, soit une perte moyenne de 4 sièges. Les élections de mi-mandat débouchent généralement sur une paralysie du Congrès, une situation favorable aux actions mondiales. Si cette perspective ne ravira sans doute pas le parti au pouvoir à Washington, l'histoire montre que les marchés actions ont enregistré, de manière constante, leurs meilleures performances sur une période de neuf mois après ces scrutins. Le 4^{ème} trimestre de l'année des élections de mi-mandat (la 2^{ème} année présidentielle) et le 1^{er} et le 2^{ème} trimestre de l'année qui suit sont dans, respectivement, 84%, 88% et 88% du temps des trimestres positifs.

The Midterm Miracle in Action

Midterm Year	President's Second Year				President's Third Year				Midterm Miracle
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
1926	-9.1%	8.8%	10.1%	2.0%	4.5%	7.3%	16.1%	5.4%	14.4%
1930	18.4%	-17.8%	-8.2%	-16.4%	10.2%	-9.9%	-33.6%	-14.8%	-17.0%
1934	7.4%	-8.0%	-6.2%	5.4%	-9.9%	22.1%	14.4%	17.0%	15.9%
1938	-17.8%	38.5%	7.3%	9.0%	-16.0%	0.0%	21.4%	-2.9%	-8.4%
1942	-5.9%	5.8%	8.5%	12.1%	20.1%	8.0%	-0.9%	-2.1%	45.4%
1946	5.1%	2.9%	-18.0%	3.5%	0.3%	1.5%	0.5%	2.7%	5.5%
1950	4.9%	4.0%	11.9%	6.9%	6.7%	-0.3%	12.8%	3.8%	13.7%
1954	10.1%	9.8%	11.9%	12.6%	2.8%	13.3%	7.5%	5.1%	31.1%
1958	6.4%	8.5%	11.6%	11.2%	1.2%	6.3%	-2.0%	6.1%	19.6%
1962	-2.1%	-20.6%	3.7%	13.1%	6.4%	5.0%	4.2%	5.4%	26.4%
1966	-2.7%	-4.3%	-8.8%	5.9%	13.2%	1.3%	7.5%	0.5%	21.4%
1970	-1.8%	-18.0%	17.1%	10.3%	9.7%	0.2%	-0.6%	4.6%	21.2%
1974	-2.8%	-7.6%	-25.2%	9.3%	23.0%	15.4%	-10.9%	8.6%	55.0%
1978	-4.9%	8.5%	8.7%	-5.0%	7.1%	2.6%	7.6%	0.1%	4.4%
1982	-7.3%	-0.6%	11.5%	18.3%	10.0%	11.1%	-0.2%	0.4%	44.5%
1986	14.1%	5.9%	-7.0%	5.6%	21.3%	5.0%	6.6%	-22.5%	34.5%
1990	-3.0%	6.3%	-13.7%	9.0%	14.5%	-0.2%	5.3%	8.4%	24.5%
1994	-3.8%	0.4%	4.9%	0.0%	9.7%	9.5%	7.9%	6.0%	20.2%
1998	13.9%	3.3%	-9.9%	21.3%	5.0%	7.0%	-6.2%	14.9%	36.3%
2002	0.3%	-13.4%	-17.3%	8.4%	-3.1%	15.4%	2.6%	12.2%	21.2%
2006	4.2%	-1.4%	5.7%	6.7%	0.6%	6.3%	2.0%	-3.3%	14.1%
2010	5.4%	-11.4%	11.3%	10.8%	5.9%	0.1%	-13.9%	11.8%	17.4%
2014	1.8%	5.2%	1.1%	4.9%	1.0%	0.3%	-6.4%	7.0%	6.2%
2018	-0.8%	3.4%	7.7%	-13.5%	13.6%	4.3%	1.7%	9.1%	2.5%
2022	-4.6%	-16.1%	-4.9%	7.6%	7.5%	8.7%	-3.3%	11.7%	25.7%
2026	-4.3%	15.2%	?	?	?	?	?	?	?
Average	0.8%	0.3%	0.6%	6.4%	6.6%	5.6%	1.6%	3.8%	19.8%
% Positive	46.2%	57.7%	60.0%	84.0%	88.0%	88.0%	60.0%	80.0%	92.0%

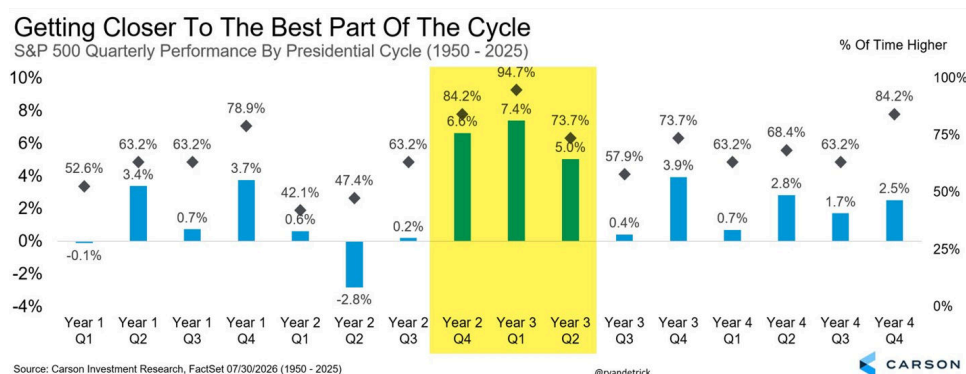
Graphique. Le miracle des élections de mi-mandat en action

Source: FactSet and Finaeon, Inc., as of 7/10/2026. S&P 500 Quarterly total returns. Investing in securities involves a risk of loss. Past performance is never a guarantee of future returns.

@KennethLFisher

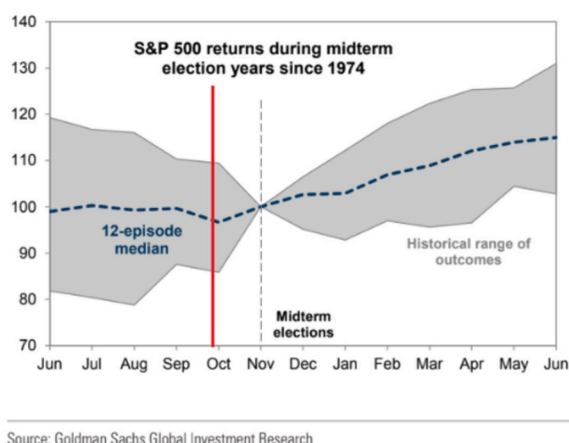
Le 4^{ème} trimestre de la 2^{ème} année d'un cycle présidentiel US et les deux suivants, constituent les trois trimestres les plus vigoureux de l'ensemble du cycle présidentiel de quatre ans.

Graphique. On se rapproche de la meilleure partie du cycle



Au cours des 90 dernières années, l'indice S&P 500 a généré un rendement moyen de 17% au cours des 12 mois suivant les élections de mi-mandat (Goldman Sachs).

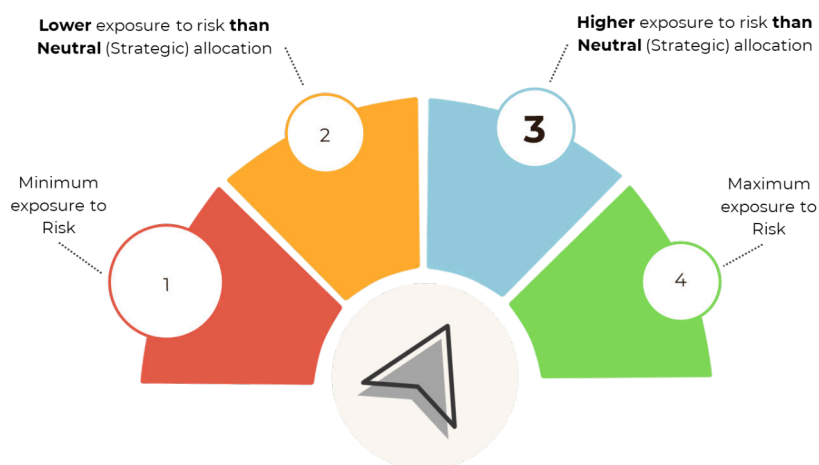
Graphique. Les actions ont généralement tendance à progresser après les élections de mi-mandat



Un élément négatif est l'indice ICE BofA MOVE, qui mesure la volatilité des bons du Trésor, qui a bondi de 21% la semaine dernière pour atteindre son plus haut niveau depuis mars, creusant ainsi l'écart avec le S&P 500. Parallèlement, la corrélation sur 30 jours entre l'indice ICE BofA MOVE et le S&P 500 est tombée à -0,6, son niveau le plus bas depuis la mi-juin, témoignant d'une sensibilité accrue des actions aux variations brutales des rendements obligataires. Une configuration similaire avait été observée en mars 2026 et en avril 2025, périodes durant lesquelles de fortes hausses de la volatilité obligataire avaient coïncidé avec des replis marqués des marchés actions. Cela met en évidence le fait que la rapidité des fluctuations des rendements des bons du Trésor importe davantage pour les actions que le niveau absolu de ces rendements. Alors que la volatilité obligataire repart à la hausse, les mouvements sur le marché des bons du Trésor sont devenus un facteur d'évolution des cours des actions.

Une diminution des tensions sur les taux passera par une résolution des guerres d'Ukraine et d'Iran, et par conséquent un important rallye sur les actions se concrétisera, alors que les profits ne donnent aucun signe de retournement.

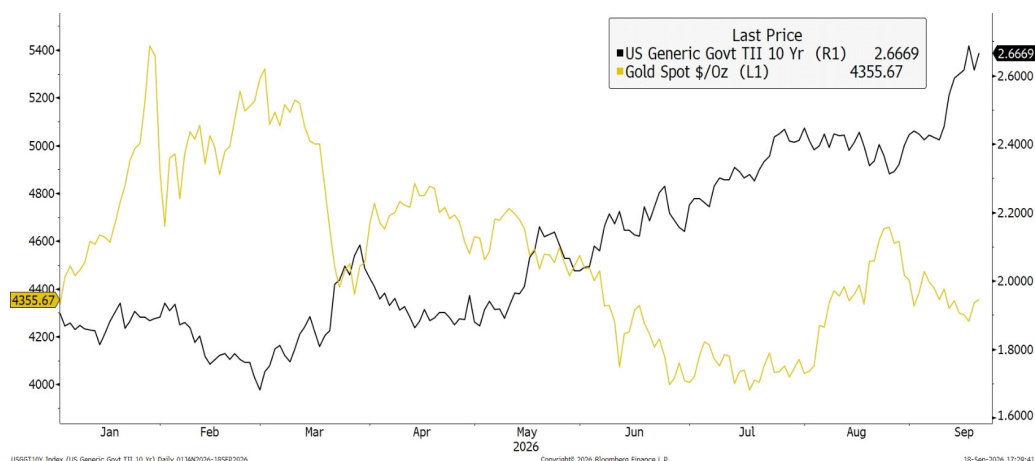
Investissements alternatifs



Un cycle favorable aux matières premières : dérèglement climatique, guerres, électrification, dettes et nationalisme.

L'or. Historiquement, le prix de l'or fluctue à l'inverse des taux d'intérêt réels. Cette relation a été momentanément interrompue en 2022 lors de l'invasion russe et les sanctions occidentales contre la Russie. Les banques centrales des pays émergents non alignés aux Occidentaux ont accéléré leurs achats d'or. 2026 confirme cette relation inverse.

Graphie. 2026 confirme toujours cette relation inverse entre l'or (jaune) et les taux réels US (noir)

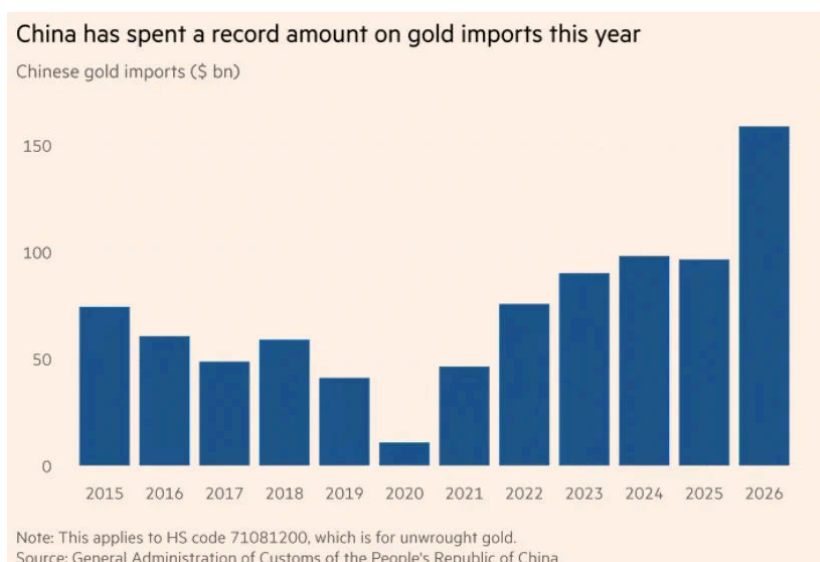


Mais depuis 2022 cette relation s'est affaiblie à cause de la confrontation Occident-BRICS, les pays émergents achetant de l'or pour éviter les sanctions « dollars » et réduisant leurs détentions d'obligations du Trésor US, la dédollarisation, les tensions géopolitiques et la protection contre les dettes.

Graphique. Source :
Financial Times, Board of
Governors of the Federal
Reserve System



Après la Russie, la banque centrale de Chine a considérablement réduit sa détention d'obligations du Trésor US et acheté de l'or en contrepartie. La Chine a importé 1'000 tonnes d'or en 2026 pour \$160 milliards contre \$97 milliards et 886 tonnes en 2025 malgré qu'elle soit le 1^{er} producteur mondial d'or. Les ménages et les investisseurs chinois augmentent aussi leurs achats d'or.

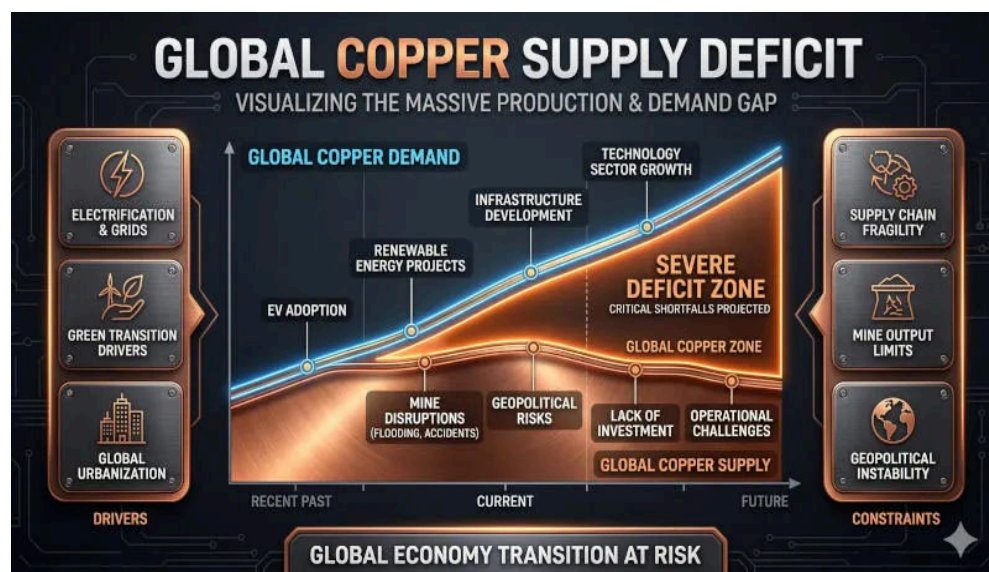


Le pétrole. Une résolution des conflits en Ukraine et en Iran devient urgente. Le niveau des réserves globales est inquiétant et les guerres d'Ukraine et d'Iran pèsent sur les produits raffinés. Le manque de diesel est particulièrement redouté, car il est beaucoup utilisé pour l'industrie et le transport ; un manque de diesel pourrait peser sur la croissance économique. La Russie et la Chine ont stoppé leurs exportations de diesel. Donald Trump caresse l'idée de stopper les exportations de diesel.



L'Asie et l'Europe sont confrontées à une guerre pour le gaz liquéfié. Les deux continents ont un urgent besoin de sécuriser leurs stocks. Les prix ont doublé depuis le début de la guerre Iran-US et risque de monter encore plus cet hiver. La compétition pour les cargos va s'intensifier. Les clients asiatiques sont prêts à signer des contrats de long terme, alors que l'Europe hésite en raison des contraintes sur les émissions de CO2 et l'arrivée d'El Niño qui se traduit souvent par des hivers doux en Europe. Un hiver à haut risque sur les produits raffinés et le gaz.

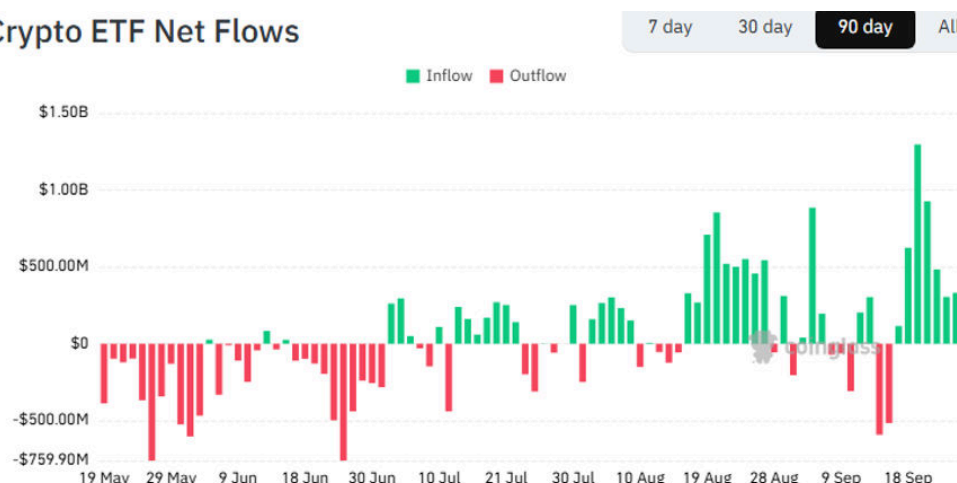
Les métaux industriels. Les prix montent, mais ils sont pris en tenaille entre une croissance chinoise atone, un dollar fort et une hausse des prix du pétrole et des produits raffinés (risque sur la croissance économique, donc sur la demande), et une hausse des importations chinoises pour reconstituer les stocks stratégiques et de la demande venant de l'électrification et de l'IA. Structurellement, les prix sont orientés à la hausse grâce à une forte demande et une offre déficitaire.



Cryptomonnaies. Uptober ? Depuis 2 mois, les cryptomonnaies se redressent malgré le revers législatif du Clarity Act au Congrès américain. Toutefois, les régulateurs américains de la bourse, la SEC et la CFTC, ont avancé fin septembre sur le cadre réglementaire des cryptomonnaies.

Depuis mi-août, le bitcoin a progressé de 40%. Les configurations techniques deviennent haussières et le bitcoin est sur le point de connaître sa première combinaison positive pour les mois d'août et de septembre depuis 2013, un schéma qui ouvre historiquement la voie à un fort « Uptober ». Depuis 2013, la grande majorité des mois d'octobre ont été positifs ; il est souvent opposé à « Rektember » (septembre), un mois historiquement plus difficile.

Crypto ETF Net Flows



Graphe. Depuis mi-août, l'intérêt pour les cryptomonnaies est revenu

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.