

La Lettre Mensuelle



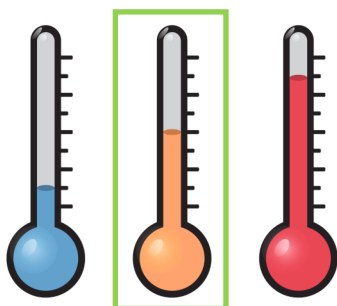
POINT DE SITUATION
TACTIQUE

Septembre 2026

Panorama global

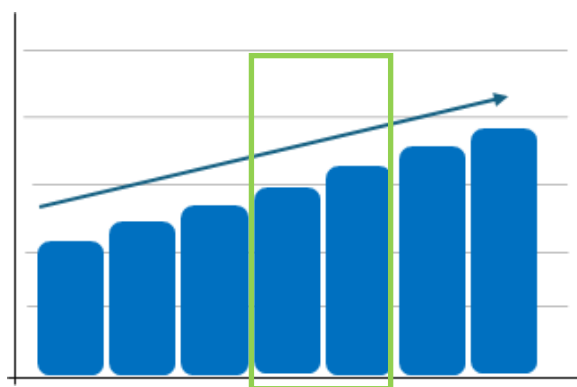
Conditions-cadres mondiales

Inflation dans les 6 prochains mois



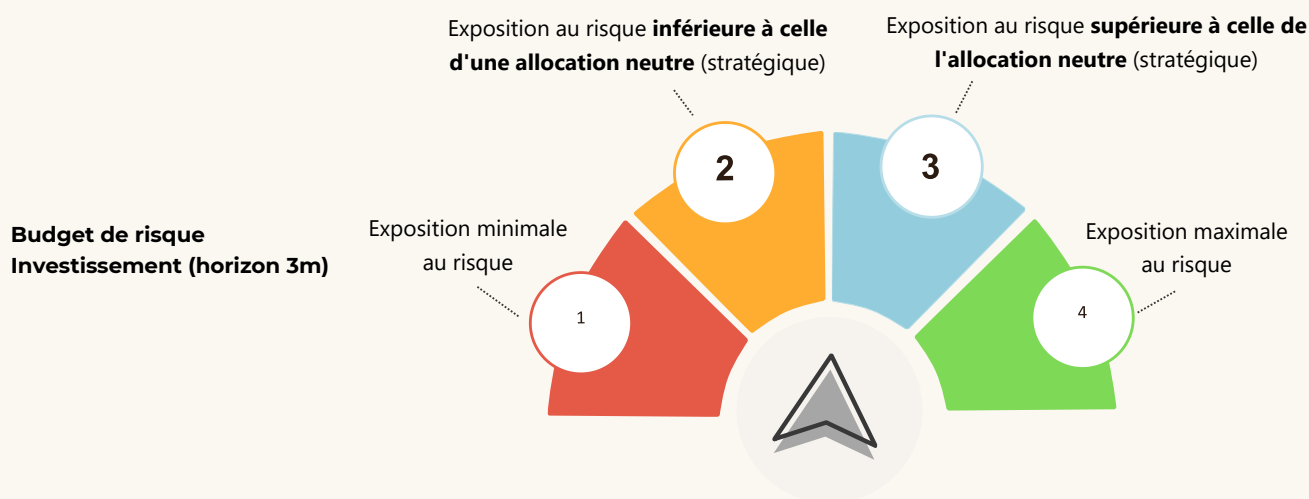
Position : au-dessus des objectifs des banques centrales.
Tendance : accélération

Croissance économique dans les 6 prochains mois



Position : inférieur au potentiel à long terme
Tendance : stable

Vision global



Contexte mondial

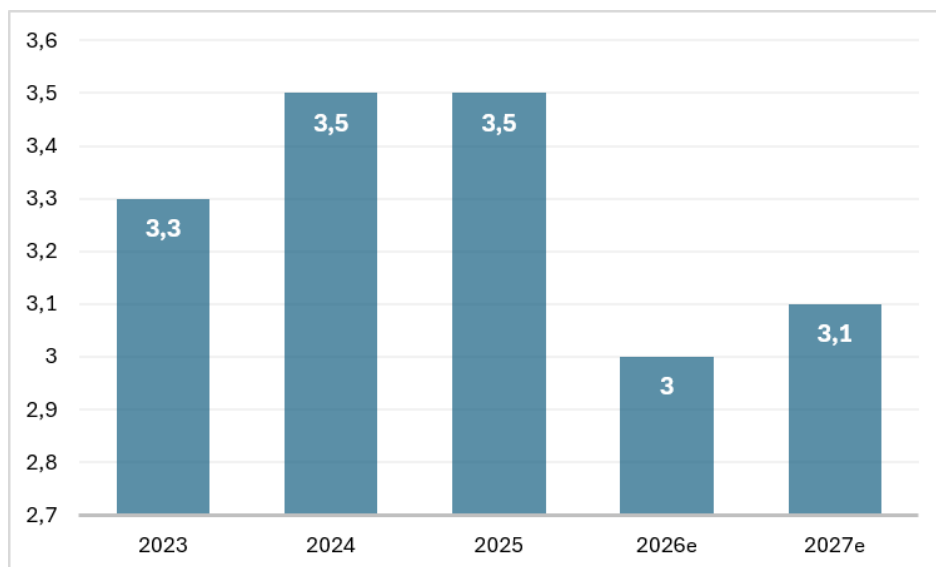
Macroéconomie – Perspectives conjoncturelles

En 2026, la croissance du PIB nominal décélérera, principalement en raison d'un ralentissement de la hausse des prix. Le blocus du détroit d'Ormuz ne fera pas dérailler l'économie mondiale, car le MOU entre les États-Unis et l'Iran a soulagé les chaînes d'approvisionnement et les clients asiatiques. Les conditions financières restent

accommodantes malgré la persistance récente de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt à long terme. En 2027, la croissance réelle devrait légèrement s'accélérer. La Chine, en phase de découplage, constitue une exception – très – notable.

- La croissance nominale mondiale va progressivement ralentir.
- Les stocks énergétiques et chaînes d'approvisionnement restent sous pression.

Graphique. Croissance nominale mondiale



Au cours des 12 prochains mois, les États-Unis et le Royaume-Uni dépasseront 5 %, suivis du Canada, du Japon et de l'Allemagne (3 à 4,5 %). La Chine avoisinera 6 %. Changement notable, la croissance nominale est tirée par une hausse progressive des prix et une inflation positive.

- Le cycle de reflation, bien qu'en perte de vitesse, reste d'actualité.

Graphique. Baisse de l'impulsion budgétaire américaine

United States — fiscal reference points (2024-2027e)

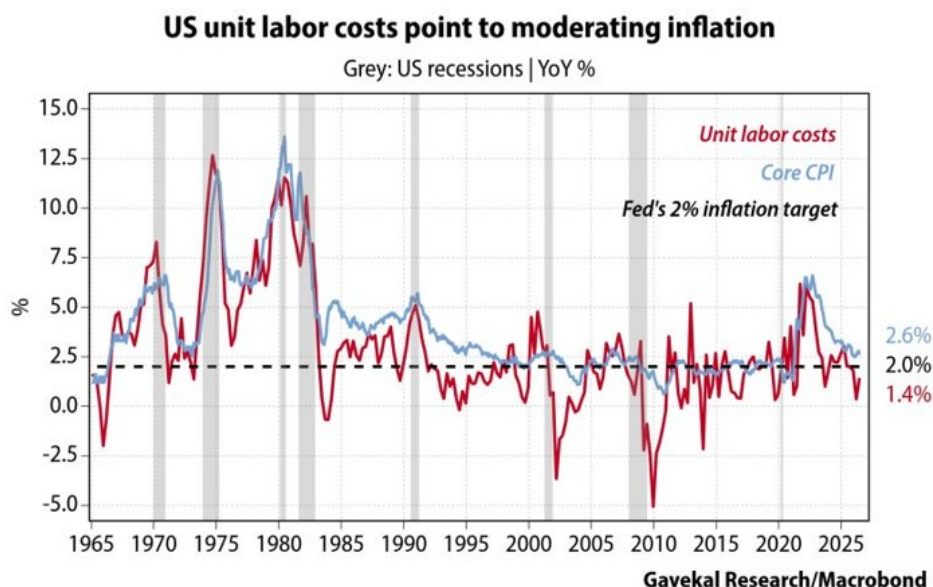
Fiscal year	Federal deficit	Fiscal-impulse interpretation
2024	About 6.4% of GDP	Very high deficit outside recession; fiscal support remains material.
2025	About 5.8% of GDP	Modest apparent tightening; temporary shutdown effect.
2026e	5.8% of GDP (\$1.9tn)	Reconciliation-law support partly offset by tariffs and immigration curbs.
2027e	About 5.6-6.0% of GDP	Deficit remains high, but the fiscal impulse is smaller.

Sources: CBO, Budget and Economic Outlook, February 2026 | e = estimate

Le soutien budgétaire américain s'estompe. Les élections de mi-mandat et le processus de réconciliation ajoutent des risques baissiers. La reflation japonaise touche à sa fin, tandis que la Chine intensifie sa reliquification.

- Les États-Unis restent le facteur déterminant de la croissance mondiale.

Graphe. Pas de spirale salariale aux États-Unis



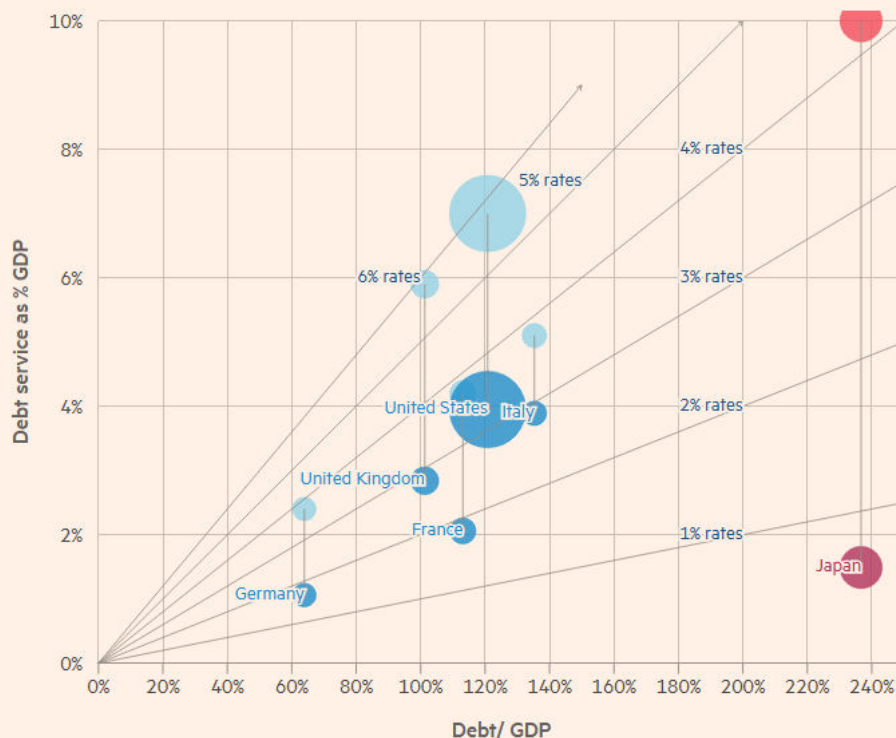
À court terme, effet de base positif lié aux droits de douane (par rapport à 2025) et aux remboursements du gouvernement américain (qui freinent les entreprises à augmenter leurs prix). Les dernières initiatives protectionnistes de Trump pourraient bien être bloquées.

Mais les risques d'une crise alimentaire à partir du quatrième trimestre sont élevés.

- L'inflation ne constitue pas une source de préoccupation *immédiate*

Graphe. Le principal enjeu est la dette (et son service)

If forward markets are a guide to the future, debt service is set to explode
Light bubbles show 2036 projection



FINANCIAL TIMES

Source: IMF Public Finances in Modern History Database, IMF April 2025 WEO Database • To get 2036 projections, FTAV assume that Debt/GDP remains unchanged and that debt service equals the 10yr forward policy rate, as discounted by sovereign curve 20 January 2026

Le Japon et les États-Unis rencontrent des difficultés croissantes pour refinancer leur dette. D'autant plus vu la demande croissante de capitaux pour l'IA (effet d'éviction). La Fed et la BoJ devront naviguer en eaux très agitées, car le maintien d'un statu quo se heurte à des vents contraires obligataires de plus en plus forts.

Géopolitique

Le bouleversement de l'équilibre des pouvoirs entre superpuissances s'est accéléré depuis le second mandat de Donald Trump. La position des États-Unis s'est affaiblie.

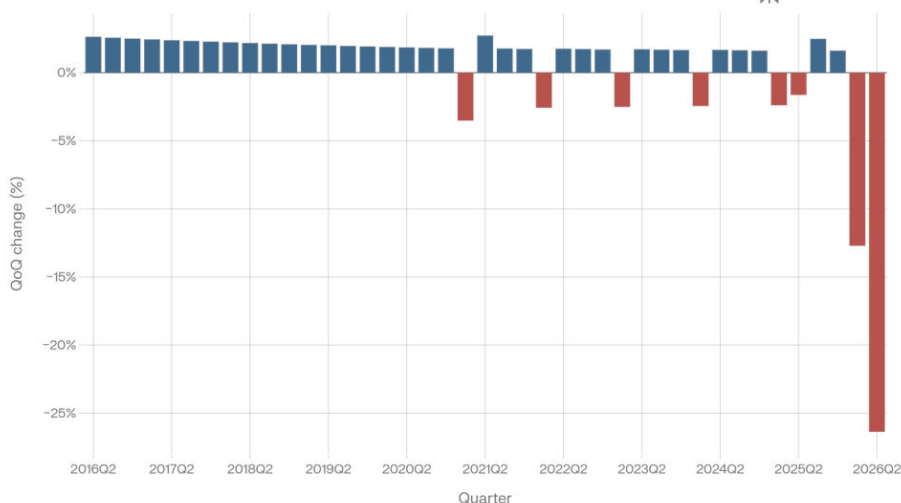
Contre toute attente, la Chine sort pour l'instant relativement indemne du conflit au Moyen-Orient. En puisant dans ses réserves et en réduisant ses importations de pétrole, elle a évité la flambée des prix redoutée par Trump. Elle a également aidé d'autres grands pays asiatiques et renforcé son image.

- Les États-Unis sont affaiblis tant sur le plan intérieur qu'à l'étranger
- À l'inverse, l'influence de la Chine n'a cessé de croître

China: quarterly change in crude oil imports (2016–2026)

Indicative quarterly series, million barrels per day | Sources: China Customs, JODI, EIA

Powered by perplexity



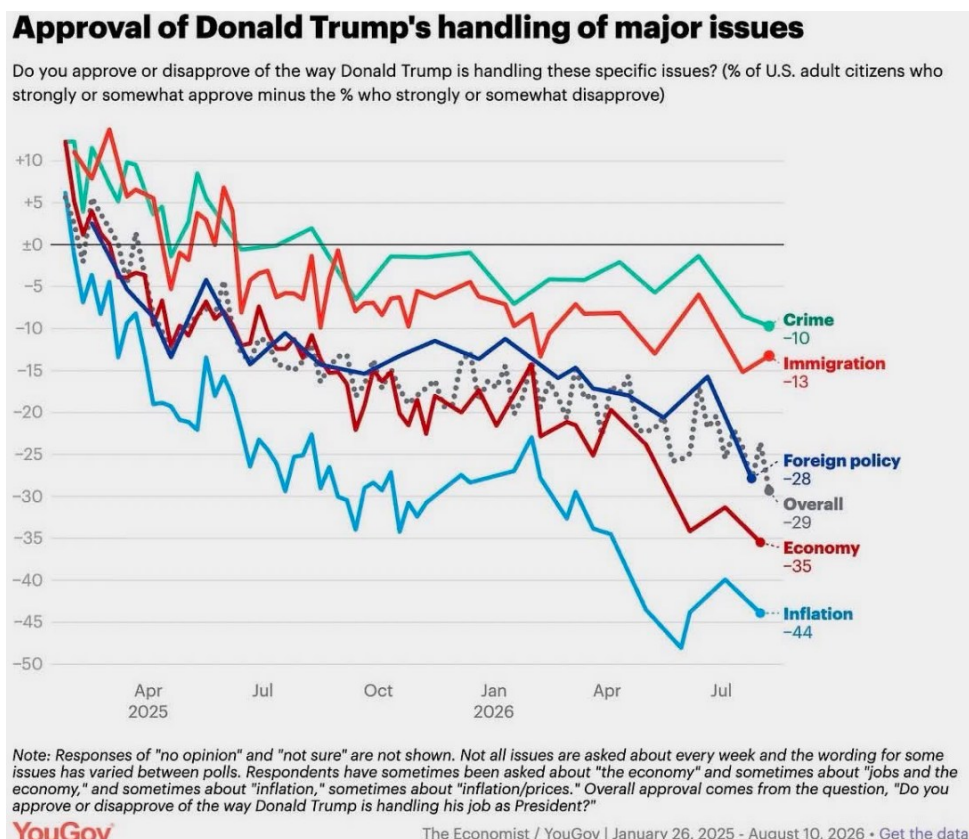
Graphique. Énergie : la vision stratégique de la Chine

La gestion chinoise des réserves et importations de pétrole a été très souple.

La Chine s'était constitué une réserve considérable lorsque le prix du pétrole brut était plus bas : selon les estimations, celle-ci s'élevait à environ 1,25 milliard de barils début mai, voire à 1,5 milliard au premier trimestre

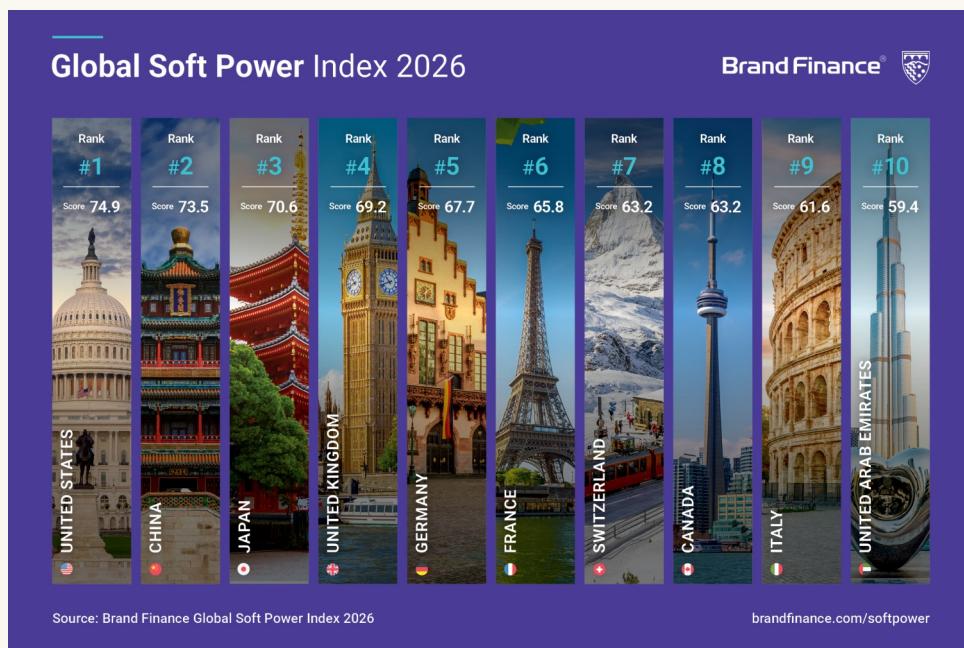
- Les achats à l'étranger ont chuté plus fortement que les volumes sur le marché intérieur

Graphique. Cote de popularité de Donald Trump



L'entrée en guerre des États-Unis coïncide avec une des cotes de popularité de Trump, chute notamment en matière d'économie, de politique étrangère et d'inflation (-15 ; -30). Cela fait craindre que les élections de mi-mandat ne soient gravement perturbées ou contestées.

Graphique. Les États-Unis baissent le plus parmi les 193 nations du Global Soft Power Index 2026



Les États-Unis conservent leur 1ère place mais reculent dans tous les indicateurs de soft power, à l'exception de la notoriété, en raison de l'« effet Trump ». La Chine les dépasse en termes de réputation pour la première

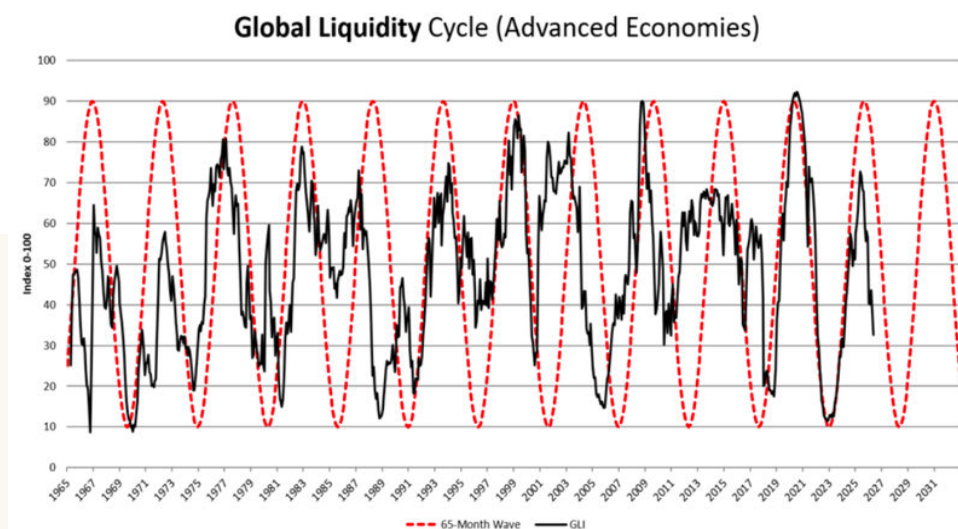
fois et occupe désormais la deuxième place. Le Royaume-Uni a chuté à son plus bas historique, dépassé par le Japon, tandis que l'Allemagne et la France baissent également. Le Japon, la Suisse, l'Italie, les Émirats arabes unis et la Corée du Sud sont résilients grâce à un alignement stratégique et à un engagement culturel.

Liquidité mondiale

La liquidité mondiale s'affaiblit depuis des mois. Elle se réoriente progressivement des marchés financiers vers l'économie réelle, car l'activité et les pressions inflationnistes s'intensifient. Ceci alimente la volatilité sur le marché des obligations souveraines. La baisse de l'indice MOVE en 2025, de 135 à 55, s'est nettement inversée en 2026.

- Le cycle économique devrait continuer à bénéficier des mesures passées de relance de la liquidité pendant encore quelques trimestres
- En revanche, les marchés financiers risquent d'être touchés plus rapidement

Graphique. Indicateur mondial GLI



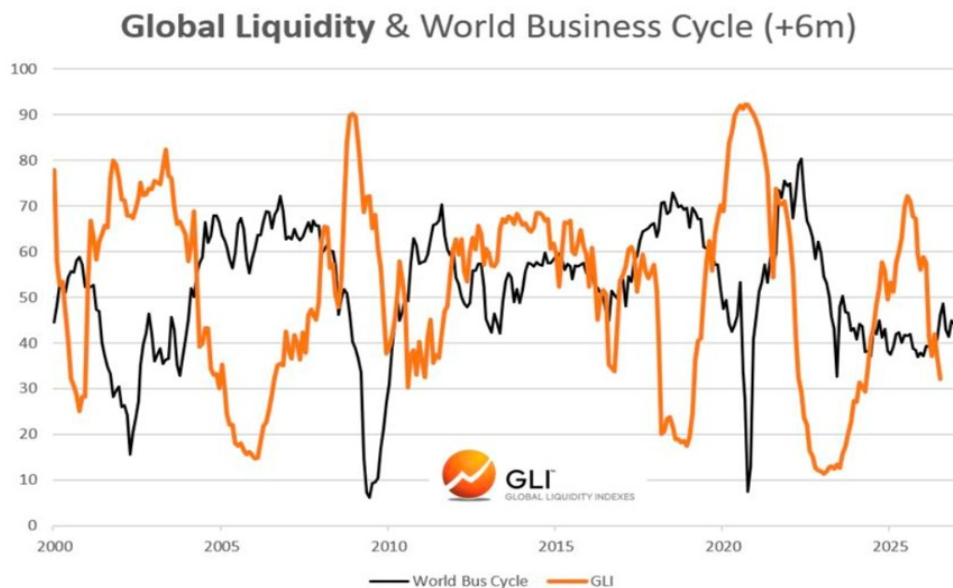
Selon le GLI :

« En juillet la liquidité aux États-Unis a reculé pour s'établir à 31,6 et les conditions de liquidité y sont désormais plus tendues qu'au Japon (38,5).

La liquidité de la zone euro suit de près le cycle américain. Elle est tombée à 37,6 fin juillet.

La Chine remonte à 45,1, soutenue par les mesures de la PBoC. La liquidité des marchés émergents asiatiques est restée élevée, à un indice de 75,9, et celle du Royaume-Uni a de nouveau bondi pour atteindre le niveau stratosphérique de 80,5. »

Graphe. Liquidité et cycle économique : pour l'instant, tout va bien



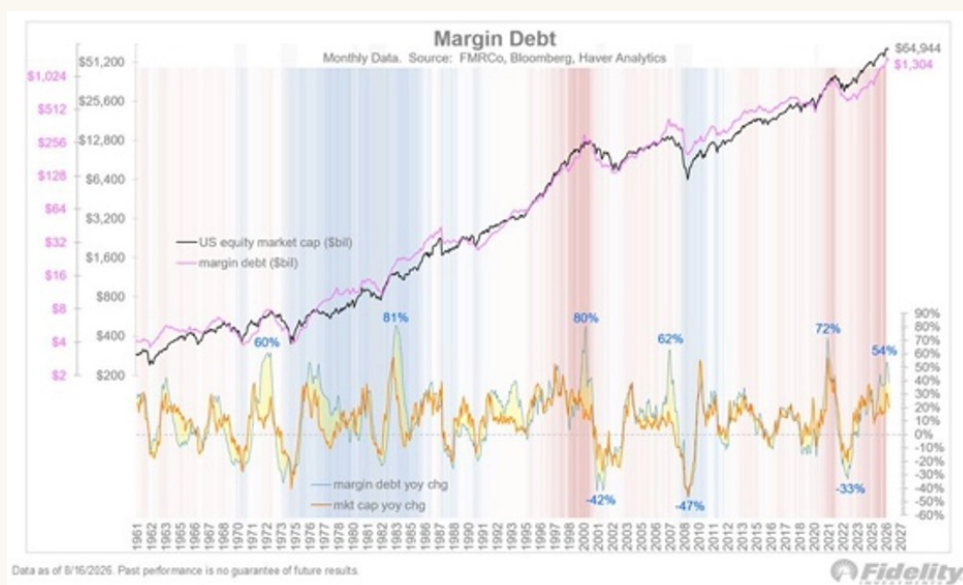
Les injections massives de liquidités à l'échelle mondiale qui ont prévalu de mi-2023 à fin 2025 continueront de soutenir le cycle économique à court terme.

Mais à partir de mi-2027, un contexte différent, plus complexe, devrait s'installer.

Sentiment du marché / aspects techniques

Passage progressif d'un mode spéculatif à un régime plus agité.

Graphe. La dette des investisseurs privés a explosé

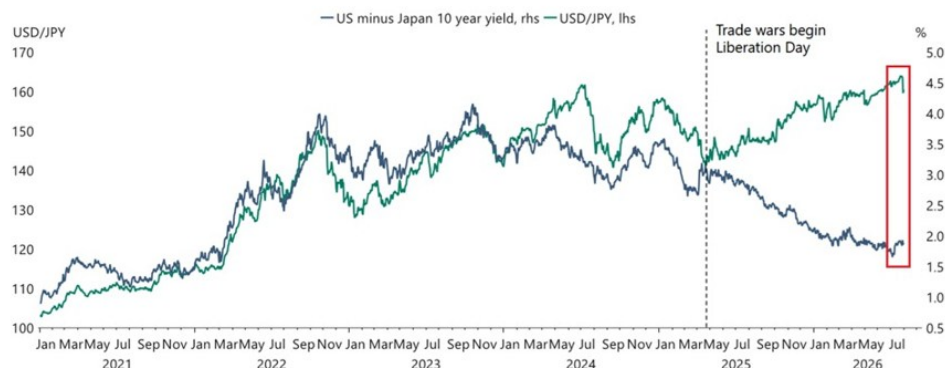


Compte tenu des récentes poussées de volatilité sur les marchés boursiers, le taux de croissance de la dette sur marge devrait encore ralentir. La psychologie des investisseurs reste porteuse, bien qu'en deçà des sommets observés en 2000, 2007 et 2021.

- L'état d'esprit spéculatif des investisseurs particuliers est encore d'actualité

USDJPY stopped following interest rates after Liberation Day in April 2025

Graphe. Débouclage des opérations de « carry trade » sur le yen ?



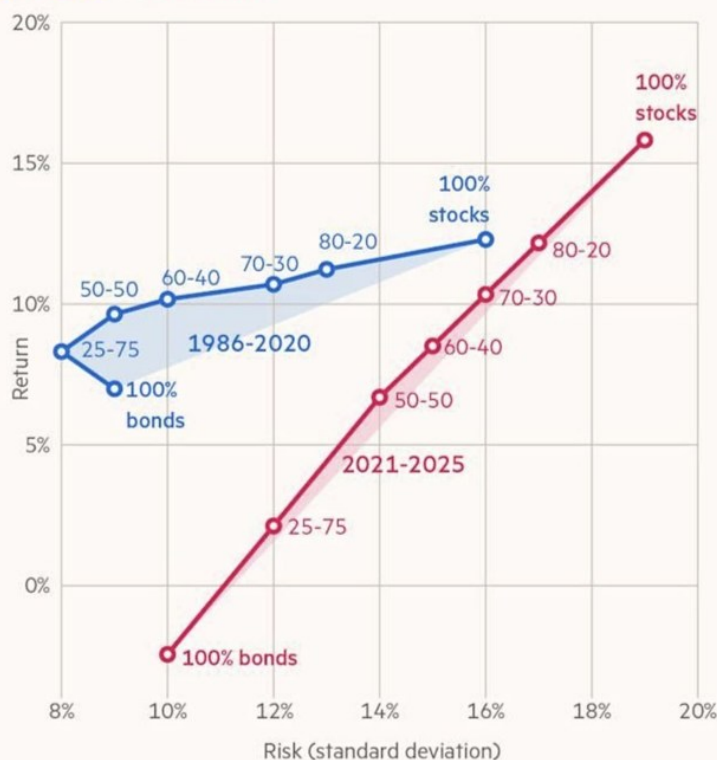
Les États-Unis et le Japon doivent absolument réduire leurs dépenses et leur déficit. Cependant, la discipline budgétaire entraînerait un affaiblissement de la demande et un risque de récession... Peu probable.

Le statu quo n'est plus une option viable pour la BoJ, car l'inflation importée affaiblit le yen et, à terme, imposera des mesures plus agressives en matière de taux directeurs.

- Le risque d'un dénouement brutal des opérations de carry trade sur le yen et d'un glissement mondial vers l'aversion au risque s'accroît

Allocation tactique – horizon à 3 mois

Stock-bond portfolio allocation and returns:
1986-2020 vs 2021-2025



Graphe. Les obligations n'amortissent plus les chocs depuis la pandémie et la résurgence de l'inflation

Sources: Aswath Damodaran/NYU Stern, FT calculations
© FT

Les risques d'une fin d'année plus compliquée, en raison d'une détérioration des conditions de liquidité, de la situation macroéconomique et de la conjoncture (géo)politique, augmentent progressivement.

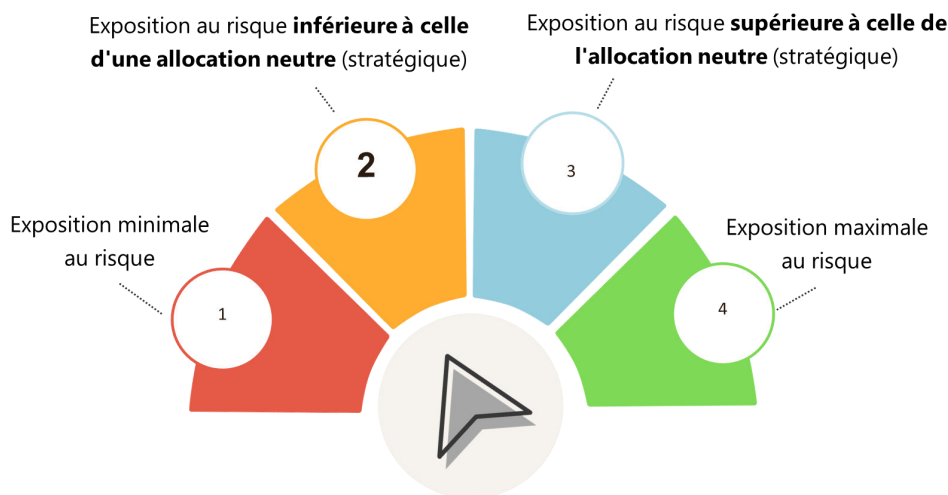
Mais une conjonction de soutiens solides prévaudra à court terme : l'ingénierie financière hyperactive de l'administration américaine / Bessent, une déréglementation financière effrénée, un dollar américain plutôt faible, des banques d'investissement américaines omniprésentes à l'approche d'importantes introductions en bourse dans le secteur de l'IA, et des résultats solides.

Les moyens pour échapper à la responsabilité budgétaire vont bientôt manquer.

- *Nous restons pleinement investis en actifs risqués*
- *Pour se prémunir contre une inflation inattendue, les investisseurs doivent se surexposer aux TIPS, aux matières premières ou aux entreprises disposant d'un véritable pouvoir de fixation des prix*

Devises

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

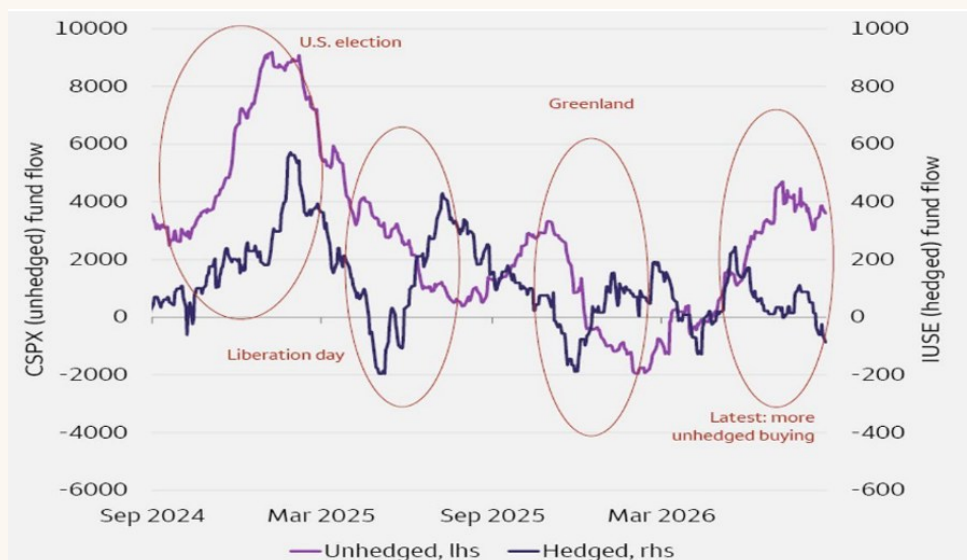


Le dollar intègre les bonnes nouvelles

Les indicateurs US se sont révélés plus faibles depuis la dernière réunion de la Fed, avec des chiffres de l'emploi contrastés et une croissance négative des ventes au détail en juillet. L'inflation n'a pas suffisamment ralenti pour dissuader les membres de la Fed favorables à une politique restrictive. Le PCE cœur est resté stable à 3,3% et la croissance des salaires a atteint des niveaux compatibles avec une inflation à 2%. Les anticipations de hausse des taux ont légèrement augmenté. Nous ne prévoyons pas de résurgence des pressions inflationnistes suffisamment fortes pour justifier une hausse immédiate des Fed Funds.

Les tensions au sein de la Fed en faveur d'une politique restrictive devraient maintenir les anticipations de hausse des taux à court terme, sans pour autant que ces hausses ne se concrétisent. Les mesures de l'inflation privilégiées par la Fed restent inférieures aux Fed Funds. À l'approche de 2027, nous anticipons un basculement des marchés vers l'intégration de baisses de taux, du fait des effets de base.

Grappe. Flux vers les ETF en actions américaines



Les investisseurs étrangers ont continué d'investir dans les actions US. Les ratios de couverture de change ont chuté pour atteindre des niveaux proches des plus bas enregistrés depuis « Liberation Day ». Une préférence marquée pour les achats sans couverture de change a été observée. Il convient de surveiller un éventuel retournement de tendance.

Une hausse des ratios de couverture de change pourrait déclencher la prochaine phase de repli du dollar, d'autant plus que les spéculateurs affichent des positions longues importantes sur l'USD. Rester vendeur du dollar.

Une zone euro étonnamment résiliente

L'inflation européenne cœur a légèrement augmenté à 2,5%. L'excédent commercial et l'amélioration des indicateurs avancés suggèrent que l'économie résiste mieux que prévu au choc énergétique. Bien que la BCE ait marqué une pause en juillet, le niveau élevé des matières premières et de l'énergie justifie le maintien d'une politique restrictive plus longtemps.

Récemment, Schnabel a laissé entendre que la BCE pourrait devoir revoir à la hausse ses prévisions sur la croissance. Cela devrait conforter les anticipations d'une hausse de taux de 25pbs à 2,50% en septembre et probablement maintenir l'intégration d'une autre hausse de même ampleur.

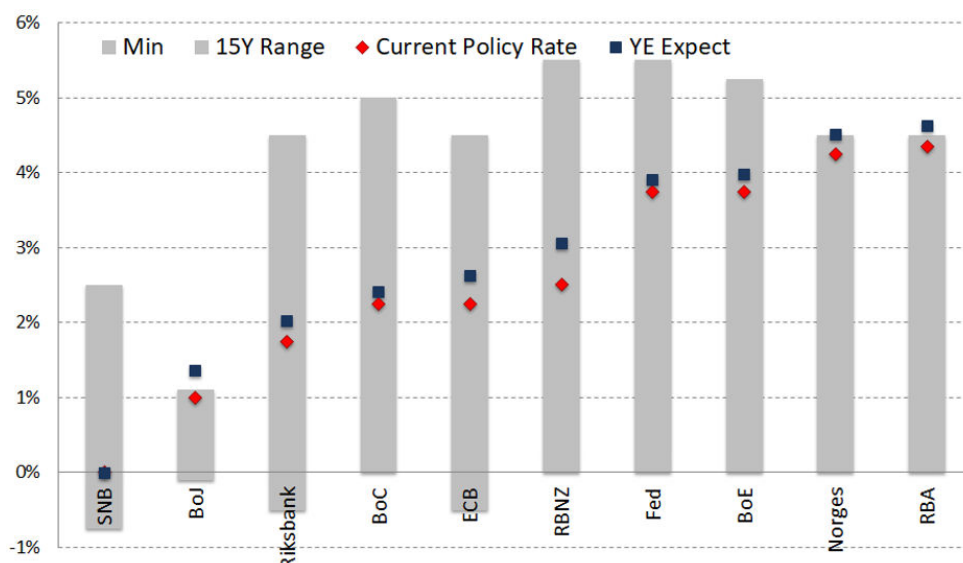
Pour la 1ère fois depuis le début du conflit en Iran, les investisseurs exigent une prime pour les options d'achat (calls) sur l'EUR/USD par rapport aux options de vente (puts). Le regain d'incertitude concernant les droits de douane constitue un risque haussier pour l'EUR/USD à court terme.

Après la récente appréciation, la progression de l'euro devrait être plus régulière qu'exponentielle.

Le Japon pris dans un cercle vicieux entre dette et monnaie

La croissance des exportations japonaises a atteint son rythme le plus soutenu depuis 2022. Toutefois, le déficit commercial s'est creusé en raison des prix élevés du pétrole. Le CPI a progressé pour le 2ème mois consécutif, quel que soit l'indicateur retenu. Les PMI manufacturiers et des services restent en zone d'expansion et continuent de progresser. Récemment, le coût de la vie pour les ménages est resté stable grâce aux subventions gouvernementales. Ces données confortent l'hypothèse d'un rythme de hausse de taux plus agressif de la part de la BoJ. Les marchés intègrent une probabilité de 80% d'une hausse en septembre.

Graph. Un taux directeur toujours trop bas pour soutenir le yen



La marge de manœuvre de la BoJ est limitée. Un yen faible alimente l'inflation, ce qui pousse la BoJ à relever ses taux, augmentant ainsi les taux japonais et le coût de la dette. Cependant, si la BoJ achète des obligations d'État pour faire baisser les taux, elle risque d'affaiblir davantage le yen et d'accentuer l'inflation. Le Japon est donc confronté à un dilemme : protéger le yen ou protéger le marché obligataire.

La BoJ devrait relever ses taux d'ici la mi-septembre et annoncer 2 hausses avant que la hausse des prix de l'énergie ne complique sa trajectoire. L'intervention coordonnée sur les changes a mis un coup d'arrêt à la dépréciation du yen, mais n'a pas réussi à enclencher une nouvelle tendance. Tout dépend désormais de la stratégie de la BoJ. Éviter le JPY.

Le CHF amorce un repli

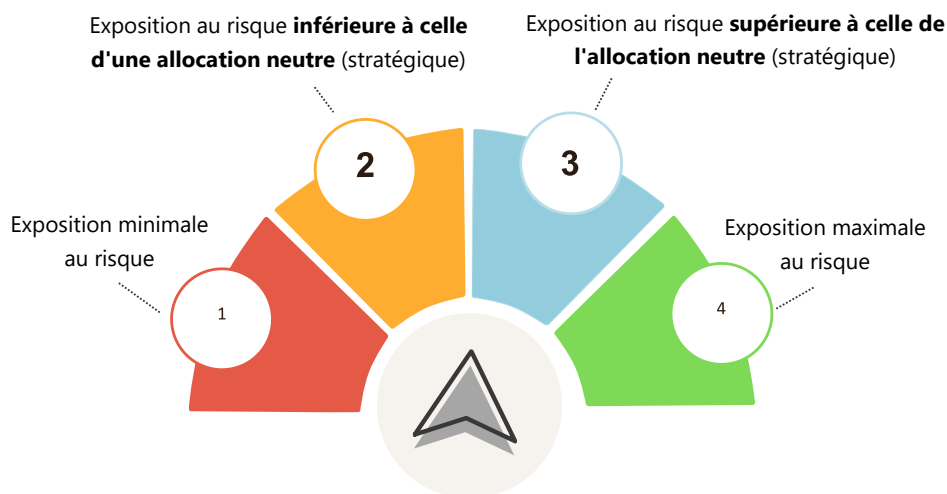
Le CHF s'est affaibli depuis son pic de juin, l'EUR/CHF remontant vers les 0,94. Cette évolution s'explique principalement par le raffermissement de l'EUR, la faiblesse des taux suisses et les interventions potentielles de la BNS sur le marché des changes. Le rythme de ces interventions a probablement ralenti au T3, indiquant que la BNS juge le 0,94 satisfaisant. La forte croissance au T2 résulte de l'anticipation du relèvement des droits de douane US. Compte tenu de taux directeurs à 0% et d'une inflation faible, la BNS maintiendra une orientation accommodante.

Bien qu'un retour à des taux négatifs semble peu probable, la faiblesse persistante des taux suisses devrait favoriser un nouvel affaiblissement graduel de la devise et encourager son utilisation comme monnaie de financement. Si la position nette vendeuse sur le JPY a été considérablement réduite depuis l'intervention, rien n'indique clairement que le « carry trade » se soit reporté sur le CHF.

Malgré un repli temporaire vers 0,93, après l'annonce du Trésor US, ce niveau devrait constituer un support solide.

Obligations

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

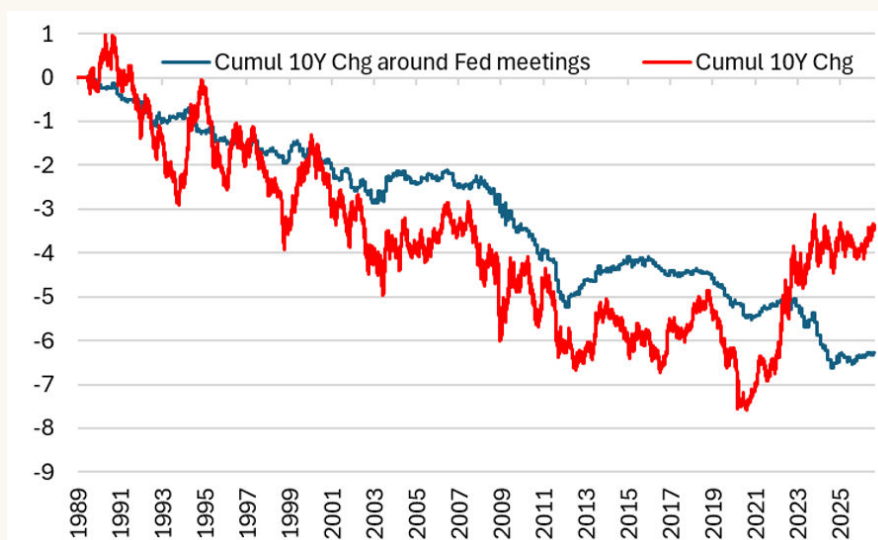


Vers un régime macro

Pendant des années, les variations du taux US à 10 ans se concentraient presque exclusivement sur les quelques jours entourant les réunions de la Fed. Cette tendance a pris fin en 2022, lorsque la Fed a relevé ses taux. Depuis, le taux à 10 ans a grimpé de 400pbs, sans pour autant que ces hausses ne surviennent autour des réunions de la Fed. La raison en est simple : chaque hausse de taux était largement anticipée, de sorte que l'annonce officielle n'apportait que peu d'éléments nouveaux. Les réunions de la Fed constituent-elles encore le principal moteur des taux longs ?

Le discours prononcé par Warsh à Jackson Hole a mis en lumière 2 points essentiels : 1) l'objectif d'inflation de la Fed repose sur l'indice PCE et 2) l'instrument privilégié pour maîtriser l'inflation sont les Fed Funds, et non le bilan, le *forward guidance* ou les conditions financières. Avec l'abandon du *forward guidance*, le scénario le plus probable est celui d'une évolution des taux davantage dictée par les données macroéconomiques. Nous semblons entrer dans un nouveau régime.

Graphie. Jusqu'en 2021, 70% de la baisse du 10 ans intervenait autour des réunions de la Fed



Le Trésor en conflit potentiel avec la Fed

Au-delà des interprétations divergentes concernant l'annonce du programme de rachat d'obligations par le Trésor US, l'enseignement majeur réside dans le retour d'une incertitude préoccupante quant à la politique économique. Sans vouloir surestimer la portée de cette décision, notons que le Trésor avait déjà préconisé, dans son rapport trimestriel (QRA) pour le T3 2025, d'accroître les rachats d'obligations longues. Cette décision n'est pas fortuite, elle vise à réduire la maturité moyenne de la dette. C'est le calendrier de l'annonce — intervenue entre 2 rapports trimestriels ordinaires — qui surprend.

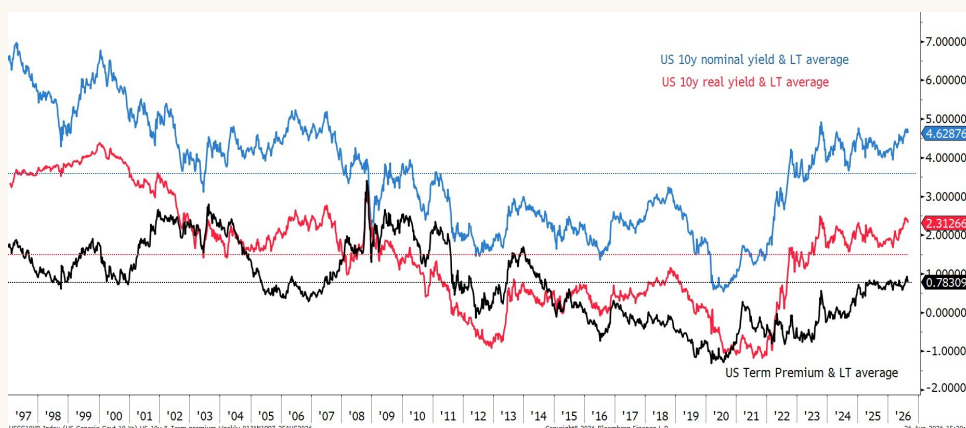
Ces interventions pourraient s'avérer contre-productives et produire l'effet inverse de celui recherché par Warsh avec sa politique d'abandon du *forward guidance*. Si le Trésor finance ces rachats en puisant dans ses liquidités détenues à la Fed (TGA), il ne fera que différer l'émission nécessaire de nouveaux T-bills.

Depuis 2006, la dette fédérale des États-Unis a augmenté de 32'000 milliards, tandis que le PIB nominal progressait de 19'000 milliards. La dette a été multipliée par cinq, alors que l'économie que de 2,5 fois. La dette s'accroît plus rapidement que l'économie chargée de la servir. Les perspectives ne laissent entrevoir aucun répit. Le CBO prévoit que la dette détenue par le public grimpera jusqu'à 175% en raison des déficits structurels. 90% de la hausse attendue résultant de la sécurité sociale, des coûts de santé et de l'augmentation des charges d'intérêts. L'avenir de ces programmes est entre les mains du Congrès. Réduire les déficits structurels est politiquement difficile, même avec un Congrès uni, et s'avérera quasi impossible si celui-ci est divisé.

Une baisse des taux longs serait politiquement opportune à l'approche des élections de mi-mandat, mais elle reste peu probable.

Le Trésor devrait cesser de tenter de contenir les taux longs pour s'attaquer au déficit primaire. À moyen terme, le risque accru d'intervention amènera le marché à intégrer une prime de terme plus élevée pour compenser l'incertitude politique. Trop tôt pour acheter les Treasuries.

Graphe. Les taux nominaux et réels sont au niveau des années 2000, contrairement à la prime de terme

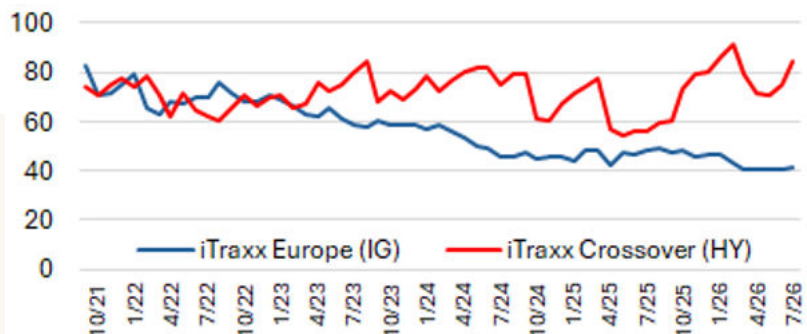


Refonte du marché du crédit

L'adoption de l'IA bouleverse les marchés du crédit. Elle commence à tracer une frontière entre les entreprises protégées de cette adoption et celles vulnérables à un remplacement direct, à un déplacement de main-d'œuvre ou à la concurrence de rivaux « natifs de l'IA » plus agiles. Le financement du déploiement de l'IA est devenu un enjeu de capacité. Les marchés du crédit ont absorbé les émissions record des géants du cloud grâce à des concessions sur les spreads. Le refinancement à court terme – 100+ milliards de prêts au secteur des logiciels et services arrivant à échéance entre 2027 et 2029 – sera crucial. Le réajustement des prix lié à l'offre – et non une détérioration de la qualité du crédit – a exercé une pression haussière limitée sur les spreads.

Le développement de l'IA modifie également la diversification du marché. Ces entreprises ont déjà émis, cette année, 190 milliards de dollars d'obligations IG et 50 milliards sur le HY US. Elles représentaient 2,7% du marché US IG en juillet 2025, sont passées à 4,8% en août 2026 et pourraient atteindre 8,8% d'ici 2030. Ces niveaux ne sont pas alarmants. En 2000, les services de communication représentaient 35,7% du marché et, en 2015, le secteur de l'énergie représentait 17,0%.

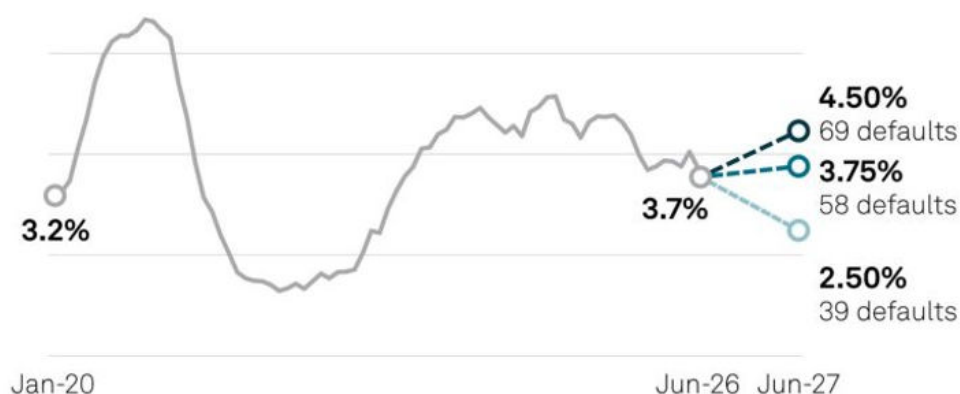
Graphique. Les indices de dispersion du crédit envoient des signaux divergents



Les indices de dispersion, qui reflètent le risque idiosyncrasique, ont évolué différemment sur le IG et HY. La dispersion du HY a bondi sous l'effet des inquiétudes concernant le crédit privé, tandis que celle de l'IG a reculé. La dispersion IG a lentement diminué ces dernières années, alors que celle du HY approche son record postpandémie. Une faible dispersion favorise généralement le resserrement des spreads. Le niveau élevé de dispersion sur le marché HY reste toutefois une source de préoccupation.

La croissance, les bénéfices et les défauts restent favorables, même si les spreads sont historiquement bas et que les taux devraient rester élevés plus longtemps. Un resserrement limité des spreads, conjugué à une dispersion croissante selon les secteurs, les notations et les émetteurs, devrait créer un univers d'investissement offrant davantage d'opportunités, renforçant ainsi l'importance de la sélection des crédits.

Graphique. Dans tous les cas, le taux de défaut du HY restera contenu



S&P prévoit que le taux de défaut du US HY se maintiendra autour de 3,75% d'ici mi-2027, l'incertitude liée au conflit au Moyen-Orient étant compensée par une croissance économique solide, des bénéfices élevés et des conditions favorables sur le marché de la dette. Dans un scénario pessimiste, il pourrait légèrement augmenter pour atteindre 4,5%.

- À mesure que cette concentration s'accroît, la diversification devrait prendre de l'importance.
- Les fondamentaux du crédit restent solides, mais la marge de manœuvre se réduit. Rester surpondérer.

Résilience de la dette émergente

Malgré une légère correction, la dette émergente demeure résiliente face aux incertitudes macroéconomiques, monétaires et géopolitiques mondiales, grâce à des flux soutenus d'investisseurs étrangers et à 3 années consécutives de surperformance. Les exportateurs de matières premières à haut rendement continuent de surperformer les pays importateurs à faible rendement.

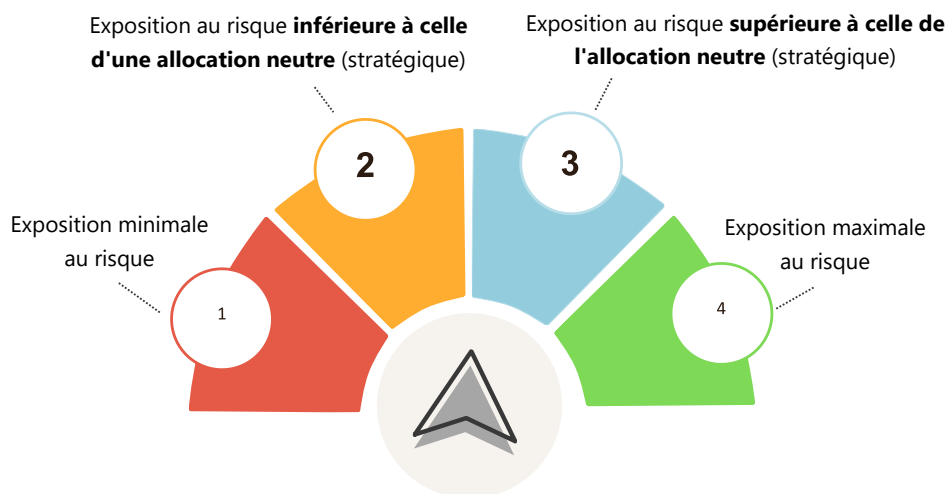
Contrairement à 2022, où les marchés obligataires offraient une compensation insuffisante face aux risques inflationnistes, les taux réels sont positifs et les investisseurs bénéficient d'une rémunération nettement supérieure pour les risques de duration, budgétaires et d'inflation.

Le repli estival a été alimenté par la résurgence des inquiétudes liées à l'inflation due au pétrole, la vigueur du dollar, l'incertitude sur la politique de la Fed et les taux d'intérêt étonnamment maintenus par les banques centrales d'Indonésie et sud-africaine. Bien que la tendance à la désinflation post-2023 soit mise à l'épreuve – pouvant inciter les banques centrales à marquer une pause –, cette interruption a peu de chances de déclencher une vague d'inflation auto-entretenue.

- Les investisseurs obligataires et un niveau plus élevé de taux contribuent activement à contrer les risques d'inflation. Rester surpondérer.

Actions

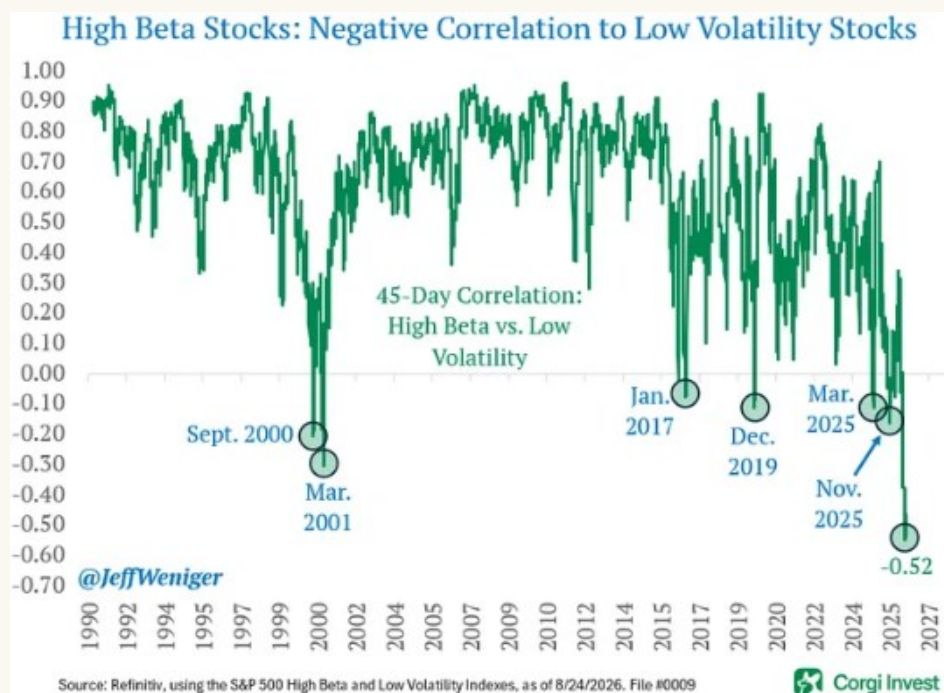
**Budget de risque
Investissement (horizon 3m)**



Se préparer au rallye de fin d'année (... et au-delà ?)

Ces dernières semaines, on observe une corrélation négative entre les actions. Moment rare et aujourd'hui très marqué. Une corrélation négative signifie des évolutions de cours des actions dans des directions opposées et une forte dispersion. Il n'y a plus d'approche sectorielle ou thématique. On est dans une approche spécifique des sociétés basée sur les fondamentaux.

Graphie. Corrélation négative des actions du S&P 500.

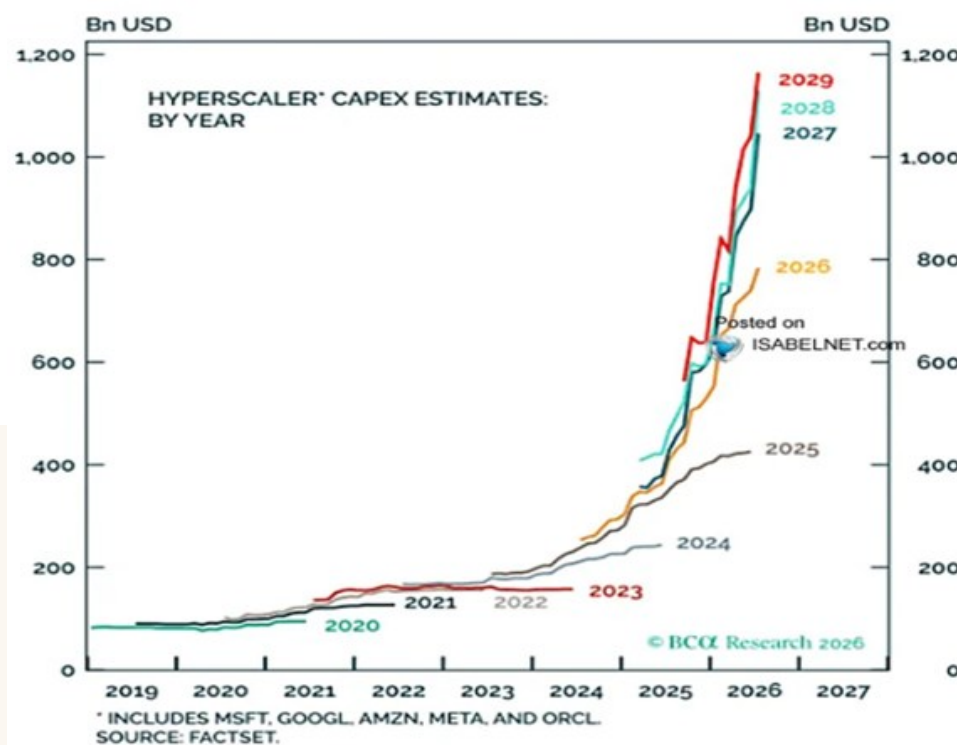


Les investisseurs ne sont pas sortis des actions, mais il y a eu une forte rotation sectorielle, de segments et de valeurs à l'intérieur d'un secteur. Le problème pour les investisseurs gérants des portefeuilles avec un beta

supérieur à 1 est la neutralisation potentielle des gains par des titres qui baissent fortement.

Les doutes de Wall Street sur les capex dans l'IA et sur la monétisation des investissements ne sont pas validés par les résultats des *hyperscalers* (fournisseurs de services cloud qui exploitent une infrastructure de centres de données mondiale et géante pour offrir des capacités massives de calcul et de stockage) et des fabricants de semi-conducteurs, ni par leurs commentaires, ni par leurs prévisions. Nvidia, comme d'autres, prédit que les investissements IA vont se poursuivre jusqu'en 2029 (au moins) et les *hyperscalers* (Microsoft, Amazon, Google) annoncent que le retour sur les investissements IA - la monétisation - accélère. Anthropic a vu ses revenus se multiplier par 7 en une année à \$65 milliards.

Graphique. Investissements dans l'IA par les 5 hyperscalers en 2026, 2027, 2028 et 2029, soit \$4'000 milliards cumulés.



Lorsque Wall Street considérera que ses doutes sont infondés, le groupe des 7 Magnifiques et la technologie repartiront à la hausse, ce qui poussera l'ensemble du marché. Le graphique ci-dessous de l'indice des 7 Magnifiques montre une consolidation technique dans un triangle haussier. La sortie de ce triangle est probable pour fin septembre/mi-octobre, corroborant la fin de la saisonnalité défavorable (août-septembre). Cependant, quelque soit le moment, une cassure à la hausse sera le départ d'un rallye de fin d'année.

Nous préconisons de réduire progressivement le positionnement S&P 500 Equal Weight pour renforcer le S&P 500 Capitalization-Based où les 10 premières valeurs comptent pour 40% de l'indice.

Graph. Indice des 7 Magnifiques. Une cassure du triangle à la hausse marquera le départ d'un rallye de fin 2026



Au 2T26, la progression exceptionnelle des profits de 53% a soutenu les actions. La contribution des Big Tech et de la technologie est importante, mais même sans celle-ci les profits ont augmenté de 24%. Bulle des profits ? Evidemment, ils ne vont pas progresser à ce rythme éternellement, mais des taux de progression supérieurs à 20% sont attendus pour les trois prochains trimestres. Nvidia avertit que ses revenus vont augmenter de 70% pour le prochain exercice fiscal. Donc, tant qu'il n'y a pas de signes de retournement, les actions vont poursuivre leur route vers le Nord.

Les prix du pétrole se tiennent relativement bas, en-dessous des \$90 le baril, ce qui diminue les tensions sur les 10 ans US et les craintes inflationnistes. Les PE ratios des indices, en particulier le segment Croissance, sont sensibles à ces deux paramètres. Des taux à la hausse font baisser les PER et des taux à la baisse font monter les PER.

A court d'idées et de moyens pour faire tomber le régime iranien, les Américains vont laisser le détroit d'Ormuz aux mains de l'Iran et d'Oman. Les navires marchands paieront des droits de passage, mais le trafic reprendra. Dans ce scénario, le prix du Brent pourrait revenir sous les \$70 le baril. Un autre événement géopolitique positif serait un cessez-le-feu en Ukraine. En difficulté, Poutine a une nouvelle fois menacé de l'utilisation de la bombe nucléaire. Des exercices de l'OTAN autour de Kaliningrad, des manœuvres diplomatiques européennes de haut niveau et une visite du patron de la CIA à Moscou pourraient peut-être aboutir à un cessez-le-feu. Une issue favorable de ces deux guerres serait certainement un booster pour les actions.

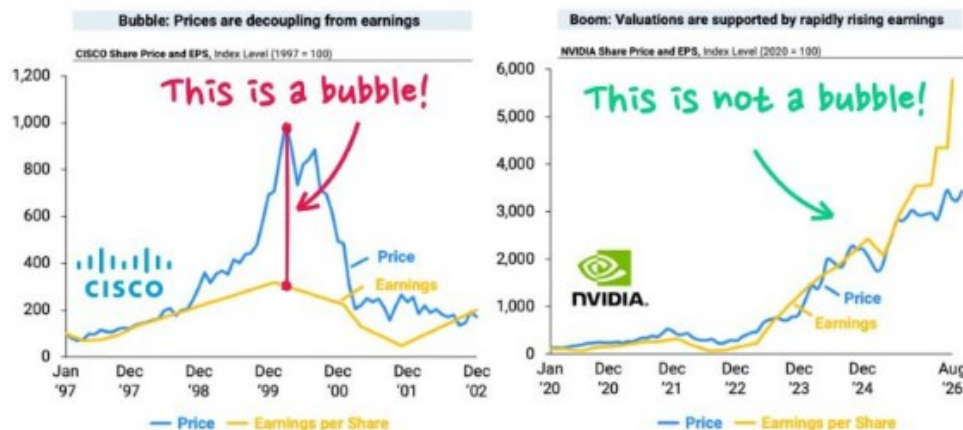
Notre scénario de base est un S&P 500 à 7'800-8'000 au 4T26. Mais une addition d'événements favorables, en particulier géopolitique, ferait ressortir notre scénario *bull* avec un objectif à 8'450 grâce à l'expansion des multiples.

Encore une fois, nous ne sommes pas dans une bulle, mais dans un boom de l'IA. Les évaluations boursières sont en ligne avec la macro (taux,

inflation) et la micro (profits). Le PEG ratio (PER par rapport à la croissance des profits) inférieur à 1 signifierait même que le S&P 500 est sous-évalué. L'économie circulaire autour de l'IA (commandes, participations croisées, financement) ne devrait pas faire peur, mais au contraire montrer un écosystème où les risques sont maîtrisés par des sociétés très solides.

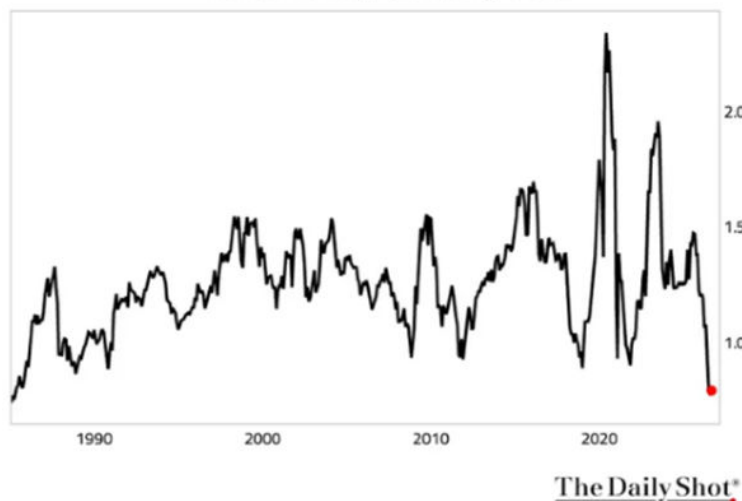
The Difference Between a Bubble and a Boom

A bubble is built on belief. A boom is built on earnings.

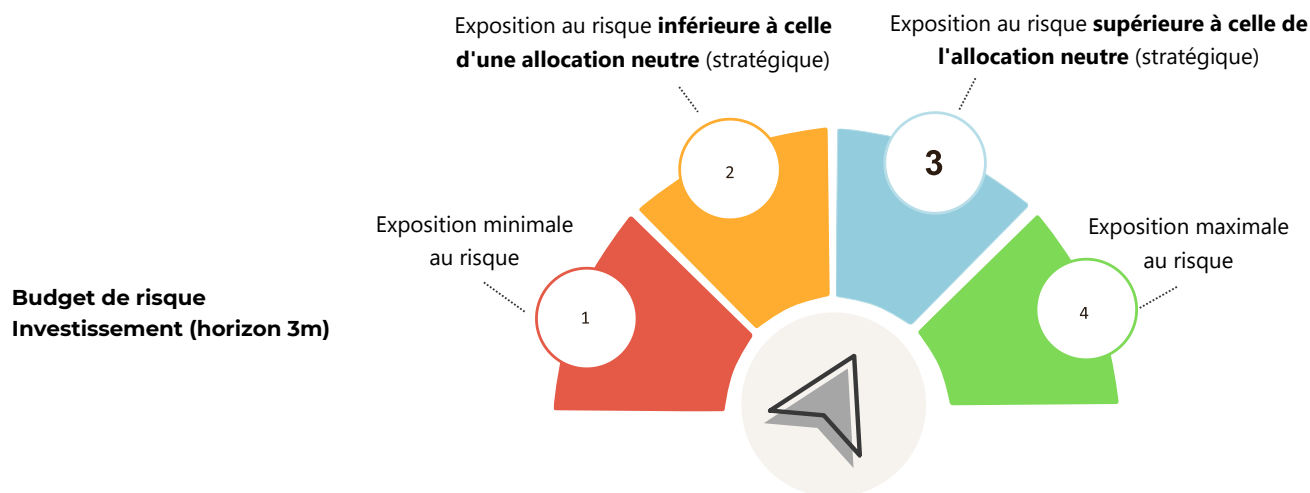


S&P 500 PEG Ratio

— Forward PE / Long-Term Earnings Growth



Investissements alternatifs



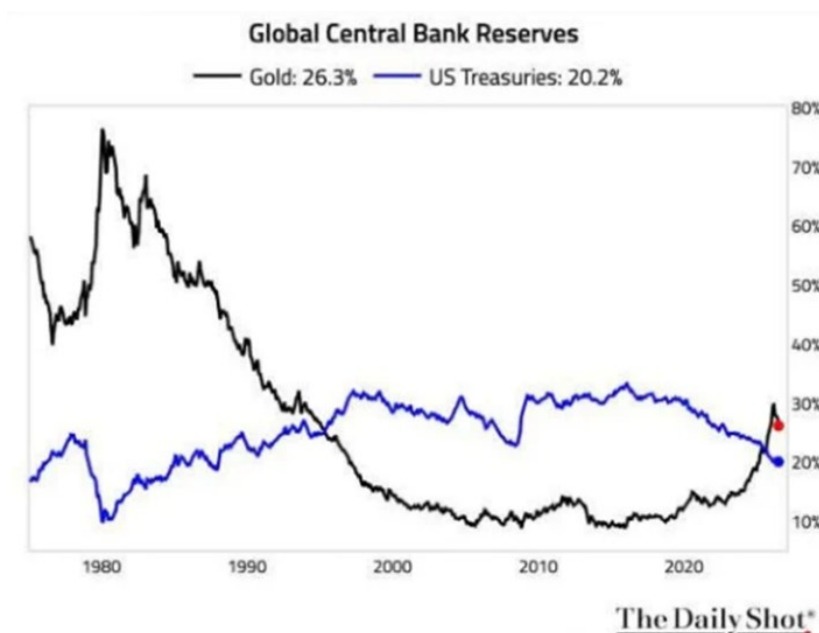
L'or et les cryptos sortent de leur léthargie grâce à Scott Bessent et au dollar

L'annonce du secrétaire au Trésor US, Scott Bessent, de rachats possibles d'obligations long terme pour réduire les tensions sur les taux 10-30 ans a provoqué une chute du dollar et relancé le débat sur la dette américaine avec ses \$40'000 milliards, et la dette globale en général. L'intérêt fondamental pour l'or et les cryptos est rapidement revenu, favorisé par une situation technique favorable. L'or était dans un triangle de consolidation haussier et le bitcoin était sur le support de la moyenne mobile des 200 jours. Les cryptos ont bénéficié au même moment de l'avancée de la loi Clarity Act au Congrès US. Le Clarity Act va établir des règles de marché des cryptos plus claires.

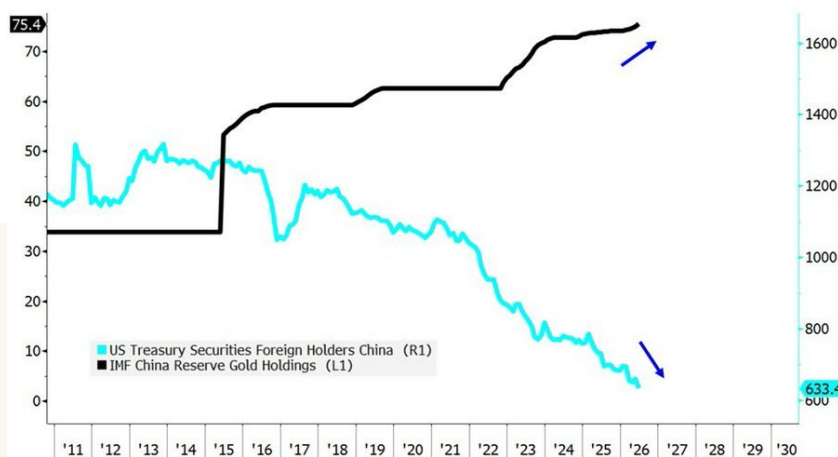
Depuis quelques années, les banques centrales achètent de l'or au détriment des obligations américaines. Les sondages du World Gold Council confirment la volonté des banques centrales de renforcer l'or dans leurs réserves.

Pour l'or et le bitcoin, la situation technique est surachetée. On renforcerait sur repli des cours. L'or et le bitcoin restent des actifs rares et une bonne réponse aux dettes croissantes.

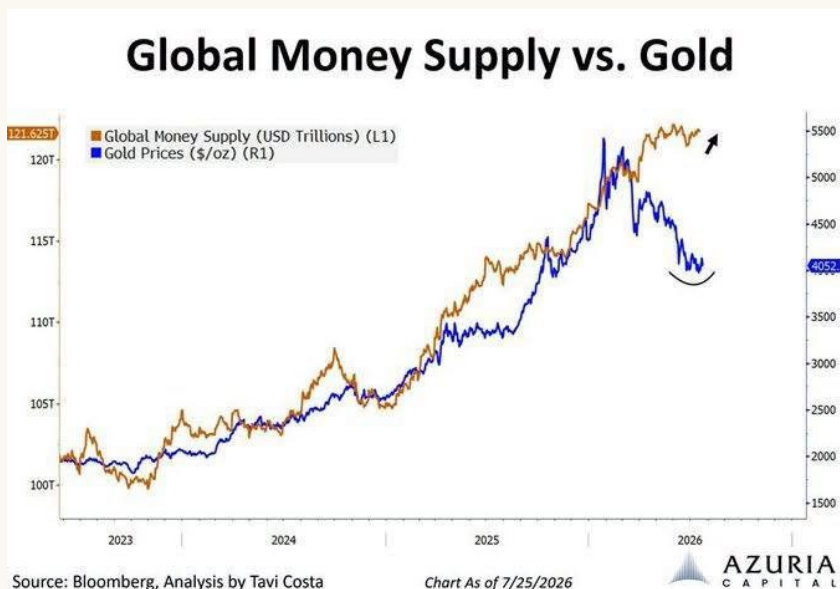
Grappe. Réserves d'or globales des banques centrales et celles de la PBoC en particulier.



China's Gold vs. Treasury Holdings



Grappe. Plus de liquidités = hausse du cours de l'or et du bitcoin.



Les cours du cuivre, un long fleuve tranquille

Depuis 2020, le prix du cuivre monte, à l'exception de quelques mois en 2022 avec le début de la guerre d'Ukraine.

La demande va augmenter de 50% d'ici 2040 avec un déficit d'offre de 20% en raison de la forte demande venant de l'IA, la transition énergétique, l'électrification et des dépenses militaires et des contraintes dans l'exploitation et l'ouverture de nouvelles mines. El Niño arrivant en novembre, l'offre pourrait être perturbée (inondations); comme à chaque fois.

Graphe. Cours du cuivre (en noir). L'ETF iShares Global Metals & Mining (en rouge) reste un proxy parfait pour jouer le cuivre et les autres métaux industriels.



Prix du pétrole à la baisse

La gestion du détroit d'Ormuz par l'Iran et Oman, l'impuissance américaine et l'attente des sanctions économiques américaines - pour Trump, « les plus dures jamais mises en place » - qu'on ne verra probablement jamais réduisent les tensions sur le trafic maritime dans le détroit. Aujourd'hui 60% du pétrole passerait le détroit par rapport au niveau d'avant-guerre.

L'accord pétrolier entre Trump et le gouvernement vénézuélien est controversé. Les Etats-Unis s'assureraient 65 milliards de barils. Encore une fois, Trump qualifie cet accord de « plus grand accord pétrolier de l'histoire mondiale ». Cet accord permet de maintenir un gouvernement vénézuélien illégitime, de remettre en question le processus démocratique et de prendre un actif appartenant au peuple (le processus habituel « mafieux » de Trump). Mais cet accord est risqué pour les compagnies américaines. Un futur gouvernement vénézuélien pourrait décider de revenir sur cet accord. Les investissements sont très lourds et les sociétés américaines sont prudentes. Il ne faut pas attendre une offre vénézuélienne en hausse avant plusieurs années.

Les Emirats Arabes Unis sont sortis de l'OPEC pour produire plus et la Norvège a décidé d'accélérer sa production - « drill, baby, drill ». Les conditions se mettent en place pour un recul des prix du pétrole. On est passé de surpondérer à neutre sur le secteur de l'énergie.

La Lettre Mensuelle

POINT DE SITUATION TACTIQUE

Septembre 2026

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