

Le nom du président américain se fait plus discret dans l'actualité économique, signe d'un certain apaisement des marchés financiers comme du climat international. Pourtant, ses décisions continuent de façonner en profondeur l'équilibre mondial. Pendant ce temps, les bourses poursuivent leur marche en avant, fascinées par le potentiel encore mal défini de nouvelles technologies.

Comme le rappelait Keynes : "Les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable". C'est toute la difficulté d'analyser l'époque actuelle : distinguer entre une véritable dynamique de croissance et une irrationalité qui pourrait tôt ou tard présenter l'addition.

Des opposés qui s'attirent

Pour la première fois en 2025, la FED a procédé à une baisse de ses taux directeurs, de 25 points de base (0,25%), et portant ces derniers à 4,00/4,25%.

Dans son communiqué, Jérôme Powell indique que « les risques liés à l'inflation sont à la hausse, et ceux sur l'emploi à la baisse ». Cette baisse de taux s'inscrit donc, sans surprise, dans une préférence claire pour un soutien à la croissance économique, les données relatives étant, sans être inquiétantes, sur une légère pente descendante. Le niveau de l'emploi US offre une base de comparaison élevée : chômage faible mais participation basse. La baisse décidée par la Fed est donc préemptive, destinée à soutenir une situation que des changements structurels (recul de la main-d'œuvre immigrée, faible turnover en entreprise) pourraient fragiliser.

L'inflation quant à elle, continue de défier les anticipations des détracteurs des droits de douane, ne s'étant toujours pas matérialisée en une forte hausse des prix à la consommation. Si la baisse du dollar a effectivement absorbé une partie de cet effet, les enquêtes aux US (PMI) indiquent que les entreprises ont un faible *pricing power* (capacité à passer les hausses de prix aux clients) ; il conviendra de surveiller cet effet lors de la prochaine saison de résultats trimestriels qui se traduirait par des baisses de marges. Le véritable juge de paix sera la capacité des entreprises à dégager des gains de productivité tangibles, grâce à une mise en œuvre efficace de l'intelligence artificielle.



Le marché apprécie ces baisses de taux pour deux raisons : elles agissent comme un stimulus économique, et elles réduisent l'attrait des fonds monétaires, dont l'encours s'élève à environ 7,3 billions de dollars et qui pourraient être redirigés vers les marchés actions, offrant un soutien supplémentaire majeur.

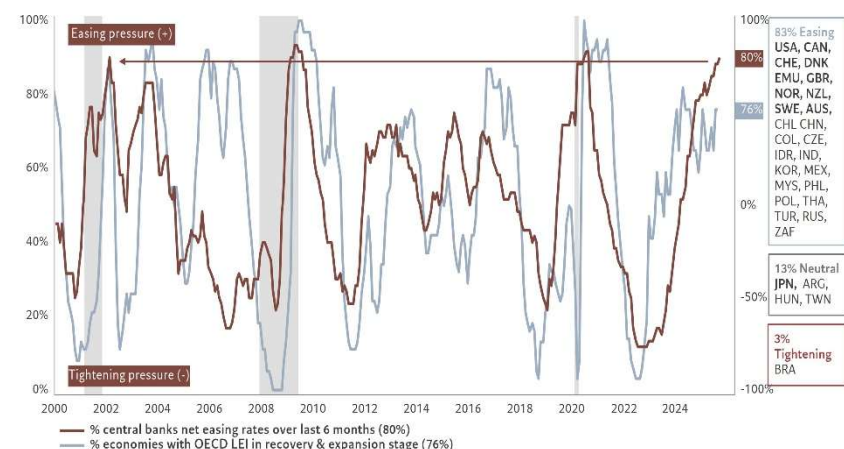
Cette dynamique devrait se prolonger, des baisses de taux supplémentaires sont d'ores et déjà annoncées, amplifiant les deux effets susnommés. (Notons que, parmi les membres

votants du FOMC, deux des nouveaux nominés par Trump, n'ont pas voté pour une baisse supérieure à 25bps, rassurant sur l'indépendance préservée de la FED vis-à-vis du président des US.)

Le marché reste catalysé par le diptyque : baisse de taux = marché haussier ; las du négativisme (ou de la prudence) de la rhétorique propre au ralentissement économique.

La BCE quant à elle a laissé ses taux directeurs inchangés, satisfait d'une inflation stable proche de 2%, et d'une croissance économique qui, bien que faible à 1,2% pour 2025 et 1% pour 2026^e, a le mérite d'exister...

Share of central banks in net easing mode v. share of economies in recovery & expansion stage



Source: Refinitiv, Pictet Asset Management

Avec 83% des banques centrales encore accommodantes, le “Powell Put” et le “Whatever it takes” de Draghi restent dans tous les esprits. Cette croyance dans une intervention automatique des banques centrales a profondément distordu la perception du risque. Le couple rendement/risque de la théorie moderne du portefeuille n'est manifestement plus d'actualité...à en juger par les sommets atteints par l'or, l'actif refuge par excellence.

La progression de l'or depuis le début de l'année (ainsi que d'autres métaux précieux comme l'argent ou le platine), raconte une histoire différente de celle des marchés actions. Traditionnellement considéré comme l'actif refuge par excellence, l'or progresse de 45% depuis janvier 2025, après une hausse de 25% en 2024. Bien que la baisse du dollar favorise l'achat du métal jaune par les acteurs hors US (l'or étant coté en \$, son coût en devise diminue avec la baisse de l'USD), cette progression est catalysée par d'autres leviers.

Figure 1: Gold prices in real terms (2025 USD/oz) are at a record high - that's a big contrast to the height of the dot com bubble, when gold prices were hovering around multi-decade lows in real terms



Source : Firsion, Deutsche Bank

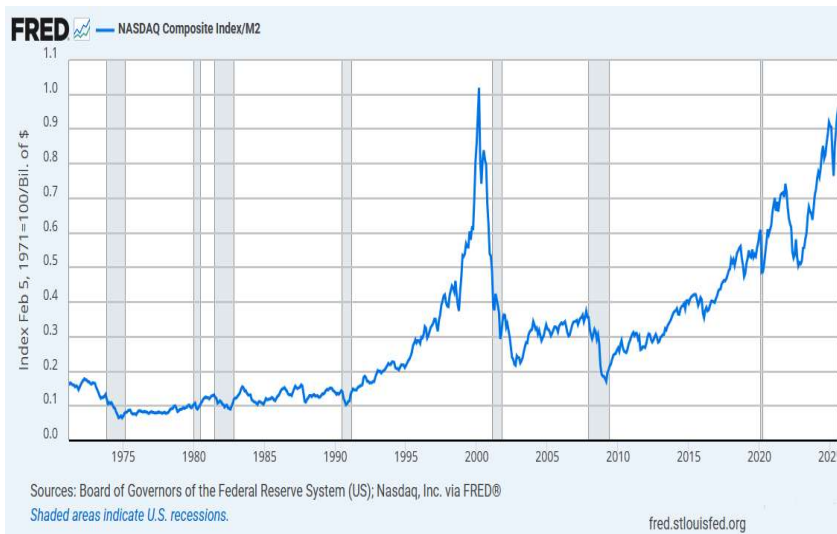
La variation la plus remarquable de détention de stock provient des banques centrales, notamment des pays émergents, dont le stock a doublé depuis fin 2021 pour s'établir à 17% du total, tiré en grande partie par des pays tels que la Turquie, la Chine, l'Inde, la Russie et la Pologne.

Si le contexte géopolitique apporte un élément de réponse, la dernière occurrence d'une envolée des cours de l'or était dans les années 70, après la fin des accords de Bretton Woods et de la convertibilité de l'or en dollars. S'ensuivit une période de forte inflation et d'un ralentissement économique marqué (stagflation) ; ces deux catalyseurs faisant écho aux anticipations actuelles de certains investisseurs.

Ce scénario de stagflation n'est pas notre scénario central. En effet la trajectoire de la croissance, aux US est stable/revue en hausse (Q2 à +3.8% vs +3.3%, Miran¹ attend 3% au H2). Concernant l'inflation, nous restons attentifs aux développements, en effet si les entreprises disposent indéniablement de la capacité

¹ <https://www.cnn.com/2025/09/19/miran-says-he-doesnt-see-tariffs-causing-inflation-putting-him-in-minority-on-fed-committee.html>

à absorber cet impact, d'autres facteurs pourraient abaisser les tensions inflationnistes (flux sortants d'immigrés abaissant la pression sur les logements...).



L'afflux massif de masse monétaire a modifié la perception du risque chez un grand nombre d'investisseurs (institutionnels comme particuliers), en catalysant une grande partie des « paris » vers les actifs technologiques ; ci-contre, le Nasdaq rapporté à la masse monétaire américaine (M2).

Ce niveau est évidemment inquiétant, le spectre de la bulle internet des années 2000 instille évidemment le doute.

Le caractère provocatif de ce graphique a vocation à interpeller, non à faire paniquer. Depuis 2008, la création monétaire a favorisé les investissements risqués, notamment dans des sociétés à fort potentiel futur, accentuant les phénomènes de bulle.

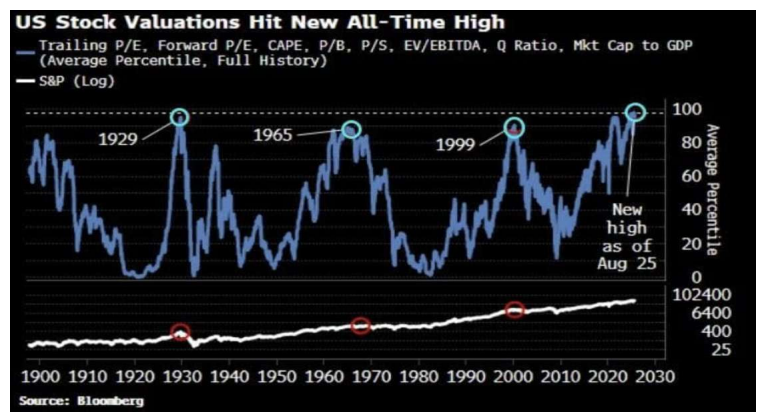
L'intelligence artificielle, représentant 65 % du Nasdaq, capte des flux massifs d'investissements. Pourtant, les gains de productivité tardent à se matérialiser : Accenture a dévoilé en septembre avoir licencié 11 000 salariés pour "compétences obsolètes", loin de la révolution industrielle annoncée. Ces suppressions d'emplois, si généralisées, pourraient freiner la croissance US.

Apologie de la diversification

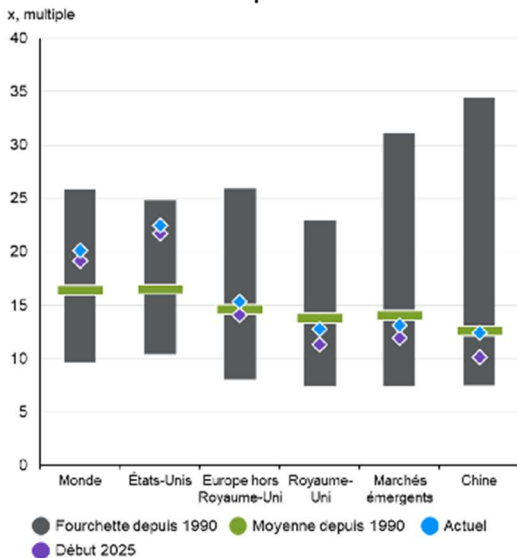
Une fois n'est pas coutume, bien que la technologie, notamment US reste un driver de performance prometteur sur longue période, des retours à la moyenne sont en effet à anticiper. Crise de 1929, Bulle d'internet, crise financière de 2008, covid, élection de Trump...la volatilité des indices technologiques peut faire vaciller le plus courageux des investisseurs.

La bonne nouvelle : un excès de valorisation du marché ne traduit pas forcément un choc majeur immédiat, à l'instar de 1965.

Le yin et le yang de l'investissement est le diptyque risque/rentabilité. Nous nous efforçons de ne pas oublier la première partie de l'équation. La polarisation actuelle sur les actions américaines, à un niveau record de valorisation, appelle à la prudence. Il faut chercher de la valeur dans des zones ou industries délaissées, offrant un meilleur potentiel de diversification.



Ratio cours/bénéfices anticipé - Monde



Source : JP Morgan

Nous constatons que seuls les US sont largement en haut de leur fourchette de valorisation depuis 1990. L'Europe contraste légèrement depuis le début de l'année avec un retour en grâce de la zone sur fond de prise de conscience liée à la souveraineté de sa défense, impliquant ainsi les valeurs aérospatiales, industrielles, mais aussi financière ; contrastant avec les valeurs du luxe qui peinent à retrouver les catalyseurs asiatiques qui ont fait leur grandeur.

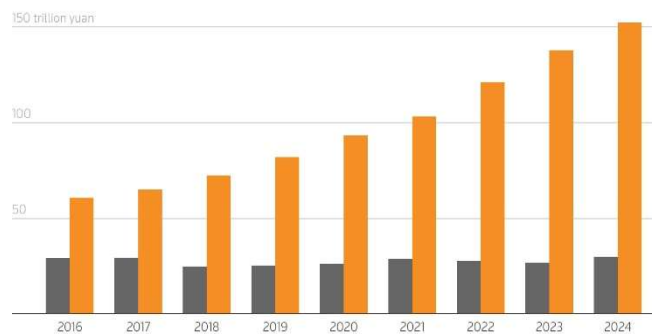
La Chine se trouve aujourd'hui à un tournant, avec une économie qui semble enfin avoir digéré les séquelles de la crise immobilière. Si nous avons été structurellement acheteurs de la zone depuis mi 2024, sur fonds de valorisation historiquement faible et de soutien de la PBOC avec des annonces hebdomadaires, la forte remontée des indices Chinois, qui n'a rien à envier à la progression des indices US, continue selon nous d'offrir un potentiel de diversification élevé avec des relais de progression supplémentaire important.

En effet, les Chinois disposent de ¥160 trn d'épargne disponible dont la majorité est placée sur des dépôts bancaires. La vraie question est de savoir si ces flux seront investis ou consommés, et dans quelle proportion entre le marché domestique, l'international, ou un mélange des deux. Si la confiance des ménages est, depuis la chute d'Evergrande et Country Garden, à des niveaux historiquement bas, la tech chinoise, qu'elle soit domestique ou internationale, connaît une croissance forte dans sa zone d'influence géographique qui est large. Bien que les droits de douane de Trump visent en priorité cette économie, force est de constater qu'ils n'ont toujours pas eu l'effet souhaité (eg : KWEB à son plus haut depuis 2022).

Chinese people prefer to keep their money in the bank

Household savings jump as worries about the Chinese economy grow.

● Wealth management products ● Household deposit



Note: Wealth management products (WMP) are investment instruments sold to retail clients, with portfolios that include bonds, equities, futures and other assets, which typically offer higher yields than bank deposits, but carry more risk. The difference in growth relative to bank deposits shows households' risk aversion and tighter WMP regulations.

Source: Fitch Ratings | May 26, 2025 | REUTERS

Cryptomonnaies

bertilaubrun créé avec TradingView.com, Sept 30, 2025 14:58 UTC+2

Bitcoin / Dollar - 10 - Bitstamp O114359 H114842 B112714 C113059 -1320 (-1,15%)



TradingView

L'alt-season, connue comme la saison de surperformance des « coins » alternatifs, semble se préciser. Bien que le Bitcoin ait atteint un plus haut historique, aux alentours de \$120k, l'Ether a progressé de 67% sur ce trimestre, Chainlink de 60% ou encore Avalanche de 64%. Il est cependant intéressant de noter que, si Bitcoin et Ethereum ont chacun dépassé leur plus haut historique lors de ce troisième trimestre, les autres cryptomonnaies sont encore pour la plupart bien loin de leurs plus hauts historiques respectifs.

Les deux évènements clés à surveiller afin de justifier d'un rallye sera, à l'instar des actions, des flux massifs d'achats sur fonds de baisses de taux d'intérêts, et des avancées fondamentales sur l'utilisation réelle de la blockchain dans les échanges globaux.

Performances des poches

Le S&P a progressé de 7.79% au troisième trimestre, portant sa performance annuelle à 13.72%, la performance en euro est intégralement rognée par la devise, le dollar s'affichant en baisse de 12%. Le Stoxx600 progresse quant à lui de 11.8% depuis le début de l'année. Le Nasdaq Composite est quant à lui en hausse de plus de 17%, rappelant la vigueur et l'appétit des investisseurs pour les sociétés technologiques.

La performance de la poche action se monte à +10.2% depuis le début de l'année, et à +6% sur le trimestre, soit légèrement plus faible que les grands indices, reflet de notre volonté de diversification afin de réduire le sous-jacent technologique US nous paraissant à risque. La thématique Spatiale a progressé de 20% sur la période, aidée par la performance remarquable de RocketLab et de AST. Tandis que la thématique des ordinateurs quantiques a réalisé une performance de 21%, tirée en grande partie par le *capital market day* d'IONQ, qui a fortement crédibilisé cette thématique en dévoilant une roadmap claire ; ainsi les « *pure plays* » de l'informatique ont progressé entre 80 et 120% sur le trimestre.

L'exposition à la Chine a aussi contribué, avec une progression d'environ 20%. les détracteurs de performance sont l'Inde, en baisse de 7% environ sur fond de tension commerciale avec les US ; le S&P *consumer staples* dont la dynamique défensive n'est pas à l'ordre du jour et enfin le Stoxx *utilities* en baisse de 1%, ayant souffert de la remontée des taux longs Européens après une énième crise politique française.

Sur les marché obligataires, la baisse anticipée des taux directeurs US, à laquelle s'est ajoutée la persistance de la robustesse de l'économie dans un cadre d'inflation qui reste maîtrisée, laissent la trajectoire à la baisse des taux longs, inchangés. La FED reste à la manœuvre, les baisses de taux devraient se continuer d'ici la fin de l'année tant le soutien, assumé, de l'institution est fort.

En Europe, la situation politique française fait logiquement remonter les taux longs, tant la situation semble insoluble. Les taux long français ont officiellement dépassé les niveaux de leurs homologues Italiens et Grecs...Les taux peinent à revenir à leurs niveaux de début d'année, impactés (à la hausse) par l'arrivée au pouvoir de Trump et ses déclarations appelant le vieux continent à prendre son destin (face à la Russie) en main.

La performance de la poche obligataire, bien que très portée sur les maturités à court terme *investment grade*, reste neutre depuis le début, quoi qu'en progression d'environ 1% sur le trimestre, contrebalançant la performance négative de la partie longue marginale du portefeuille ainsi que de la partie non couverte de l'effet de change (environ 20%).

Performances	Actions	Obligations	Crypto	Cash
2023	20,2%	10,3%	122,0%	3,5%
2024	20,6%	7,1%	90,0%	3,9%
YTD 2025	10,2%	-0,1%	-8,2%	1,8%
Annualisée	18,6%	6.2%	63,6%	3,35%

Conclusion

À long terme, la bourse affiche en moyenne 10% de rendement annuel. Depuis 2020, elle a fait bien mieux avec +14,4% en moyenne, et près de +20% depuis 2022. Ce décalage traduit une distorsion profonde, nourrie par la concentration des indices, le boom de l'IA et le soutien des banques centrales. Jusqu'où? La frénésie actuelle valorise des modèles économiques parfois déficitaires, avec pour seul argument la "souveraineté technologique". Or, si l'intelligence artificielle fascine, inquiète et interroge, elle doit encore prouver son impact concret dans les résultats des entreprises pour justifier de telles valorisations.

Charlie Munger, vice-président de *Berkshire Hathaway* résumait avec son humour caustique : "Ce n'est pas censé être facile. Quiconque trouve cela facile est stupide." Une maxime à méditer alors que nombre de sociétés se réclament désormais de l'IA comme hier on invoquait la "blockchain". Plus que jamais, humilité, discipline et diversification restent les meilleures armes face à des marchés qui, eux, n'ont jamais perdu leur capacité à déjouer les certitudes.

Achevé de rédiger le 01/10/2025

Bertil Aubrun