

SEMAINE 43 & 44

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-0,22%	-0,67%	0,71%	1,97%	0,49%
YTD	16,34%	13,13%	16,30%	23,06%	19,60%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	0,10%	0,11%
YTD	2,01%	3,60%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	75	85	126	54	263
Change	-5	0	1	1	2

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	1,99	0	2,64	1	65
US	3,61	12	4,10	10	50
REEL	Infl. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,77	1	0,69	0	
US	2,32	2	1,77	6	
Interban.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	1,92	-1	1,86	-19	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1534	61	4 002
Change	-1%	-1%	-3%

COMMENTAIRES

Le dernier trimestre de l'année 2025 a bien démarré, avec une hausse généralisée du prix des actifs listés au mois d'octobre. Les indices boursiers se sont appréciés de +2% et le dollar a repris des couleurs¹, permettant de doubler la performance mensuelle des actions américaines pour les investisseurs européens. En parallèle le marché obligataire européen s'est apprécié, ce qui résulte dans des performances positives pour l'ensemble de nos stratégies de gestion. Une fois encore les valeurs technologiques US tirent les marchés d'actions, la hausse de l'indice Nasdaq-100 fut deux fois supérieure à celle du S&P500 en octobre et sa performance YTD dépasse la barre de +20%. La capitalisation boursière de la société NVIDIA a passé la barre de USD 5 billions, celle d'APPLE et MICROSOFT USD 4 billions. Dans son édition Weekend² le Financial Times relevait que parmi les 10 plus grosses capitalisations boursières de l'indice S&P500 on trouve 8 valeurs technologiques³. Que ces 8 valeurs représentent à elles-seules 36% de la capitalisation boursière de l'ensemble du marché américain, et ¼ de la capitalisation boursière de l'indice MSCI World qui se compose de plus de 2.000 valeurs ! Ces 8 actions technologiques expliquent 60% de la hausse observée depuis le mois d'avril, ce qui les rend incontournables pour les gérants de fonds d'actions.

LE « SHUTDOWN » COMPLIQUE LE TRAVAIL DE LA FED

On se souviendra du mois d'octobre 2025 comme celui d'un mois d'arrêt complet (« shutdown ») du gouvernement fédéral américain. Avec 35 jours cumulés, le précédent record de 2019 est sur le point d'être battu. En l'absence de données relatives au marché de l'emploi,

la Réserve Fédérale (Fed) a agi à l'aveugle. Elle a baissé pour la seconde fois consécutive les taux Fed funds⁴ et annoncé mettre un terme au « Quantitative tightening » (QT) à partir du 1 décembre. Le QT est l'inverse du QE (« Quantitative Easing»). En place depuis 2022 il consistait à réduire la taille du bilan de la Fed⁵ en ne réinvestissant que partiellement les maturités des titres qu'elle avait achetés lors des deux précédentes crises (crise financière de 2008, puis de Covid-19). La décision de stopper QT revient à réinvestir totalement les emprunts d'Etat détenus par la Fed lorsqu'ils viennent à échéance, mais aussi à réorienter chaque mois USD 35 milliards de MBS à vers des Treasuries. Donc à soutenir le marché des Treasuries. La justification donnée est que « QT a perturbé les marchés des prêts à court terme et menacé de faire augmenter les coûts de financement des banques ». De façon fort étonnante, le marché a réagi de façon contraire à ce qui semble logique en faisant monter les rendements Treasuries. Sans doute a-t-il accordé plus d'importance aux perspectives relatives à l'orientation des taux. Le marché anticipe que ces taux seront une nouvelle fois abaissés de -0,25% lors du FOMC de décembre mais Jerome POWELL s'est empressé de signaler que rien n'était joué d'avance. « Les avis divergeaient fortement quant à la manière de procéder en décembre » a indiqué le président. De son côté la BCE a laissé ses trois taux de référence inchangés. Selon Christine LAGARDE la politique monétaire de la zone euro est dans une « good place ». La croissance se maintient⁶, le marché de l'emploi est robuste⁷, et les perspectives

¹ +1,7% face à l'euro

² « The extreme dominance of Big Tech », Financial Times, 01 nov. 2025

³ Apple, Amazon, Alphabet, Broadcom, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla.

⁴ 3,75-4,00%.

⁵ La taille du bilan de la Fed est estimée à USD 6,6 billions soit 22% du PIB US. Au plus haut il a atteint USD 9 billions.

⁶ +1,3% en base annuelle au T3.

⁷ Taux de chômage 6,3%.

d'inflation sont inchangées⁸. Les prévisions de marché sont actuellement que la BCE laissera ses taux à leur niveau actuel durant les 2 prochaines années.

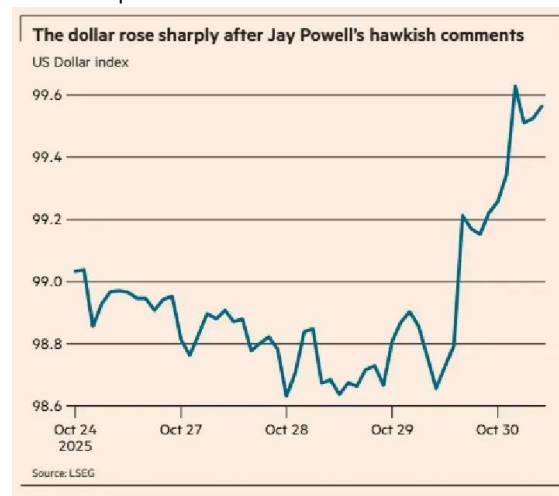
L'EXCÈS DE LIQUIDITÉ ALIMENTE LES PRIX DE L'OR

Terminons cette note avec quelques commentaires sur l'illogisme apparent de la hausse conjointe du prix de l'or et des actifs risqués. Sur les dix premiers mois de l'année le cours du métal jaune s'est apprécié de +53% alors que celui de l'indice MSCI World affiche +18% de hausse. Je vous renvoie à l'excellent billet⁹ publié récemment dans le Financial Times. Ruchir SHARMA y explique que les actions se comportent comme en 1999 quand elles étaient dynamisées par la bulle dotcom, et les prix de l'or comme en 1979 lorsque l'inflation a explosé. Dans ces deux épisodes les cours de l'or et des actions ont évolué dans des directions totalement opposées alors que cette fois ils évoluent de concert. La hausse du prix de l'or ne peut s'expliquer par la peur car les investisseurs sont hyper optimistes sur la thématique de l'intelligence artificielle, et toutes les classes d'actifs risqués progressent. Cela ne peut non plus venir de craintes sur l'inflation, car sur le marché Treasuries le niveau d'inflation attendue est de +2,28%/an pour les 10 prochaines années. Par conséquent, selon R. SHARMA, l'explication ne peut être que la surabondance de liquidités issue des programmes QE. L'investisseur indo-américain relève que le montant investi dans les fonds monétaires US est toujours supérieur de USD 1,5 trillions à la moyenne de long terme¹⁰, et qu'une partie de ces liquidités excessives continue d'alimenter le momentum sur différentes classes d'actifs. La Réserve fédérale semble peu concernée par cette inflation prolongée du prix des différentes classes d'actifs dont elle est pourtant responsable. Premièrement parce que c'est elle qui a généré ces montagnes de liquidités ; deuxièmement parce qu'en réagissant aux secousses de marché elle a donné l'impression aux investisseurs qu'elle serait toujours disposée à les protéger et ce « fed put » ne cesse de pousser les primes de risque à la baisse ; troisièmement parce que, contrairement à ce qu'elle prétend, elle maintient des conditions souples en laissant le taux nominal des Fed funds à un taux inférieur aux taux de croissance du PIB. Cette liquidité excessive se cache derrière les flux qui ont alimenté la hausse des prix de l'or cette année. Au troisième trimestre, des montants records ont été investis dans les « ETFs or ». Leur part dans la demande globale d'or a été multipliée par 9 cette année pour représenter 20% du total. Comme tout bon économiste, R. SHARMA conclut son message sur une mise en garde, à l'attention des investisseurs qui achètent de l'or à des fins de couverture. Si l'inflation des prix à la consommation se remet en marche et que la Fed est contrainte de remonter ses taux, alors les prix de l'or

chuteront conjointement au prix des actifs risqués et l'actif prétendu « refuge » se révélera ne pas en être un.

GRAPHIQUE 1

Le dollar a profité des commentaires de la Fed.



Infographie : Financial Times

INCIDENCES SUR NOS GESTIONS

Sur les 8 valeurs technologiques US auxquelles nous faisons référence dans la première page, 7 sont actuellement présentes dans notre stratégie actions. TESLA est la seule valeur qui n'y figure pas. Notre approche est de rester investis en toutes circonstances, dans le but de fournir à nos clients une exposition aux marchés d'actions.

La stratégie obligataire est en mode « portage », ce qui consiste à accumuler les coupons des titres précédemment achetés. En l'absence d'évolution marquée des moteurs de performance du marché, et la satisfaction que certains investisseurs semblent trouver dans le « all-in yield », l'activité transactionnelle est en baisse. Nous ne souhaitons pas augmenter substantiellement le risque de duration car l'orientation des taux longs est haussière, et nous ne souhaitons pas augmenter le risque de crédit car nous estimons que la rémunération de ce risque est totalement insuffisante en ce moment. Nous sommes résignés à attendre, conscients que les spreads de crédit répondent à une logique de cycle.

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,12%	1,61%
Actions	Global Quality	0,08%	8,42%

Les performances affichées sont les performances nettes des compartiments au sein du fonds CONVENTUM. Ces performances peuvent différer des performances des comptes-titres.
Source : EFA.

⁸ CPI harmonisé +2,1% en octobre, +2,4% en version core.

⁹ « Why gold and stocks are party-ing together », Financial Time, 20 oct. 2025, page 21.

¹⁰ USD 7,5 trillions vs 6,0 trillions.

SEMAINE À VENIR

Le gouvernement fédéral des États-Unis est en situation de « shutdown » depuis le 1er octobre, ce qui veut dire que la liste des statistiques US en attente de publication grandit. Le marché devra soudainement absorber un grand nombre de chiffres, nous ignorons quand et une partie sera, de toutes façons, considérée comme obsolète.

Bonne semaine.
