

OCTOBRE 2025

Editorial

Dans une évolution qui semblait improbable en avril, tant le monde économique fut désagréablement surpris face à la mise en place des droits de douanes réciproques par Donald Trump, l'économie américaine a continué de croître et les marchés actions ont connu une forte reprise. Le principal moteur de ce rallye boursier a été le changement de perspective, passant de la crainte d'une récession imminente à une vision plus optimiste, articulée autour de plusieurs thèmes clés, notamment les perspectives de baisses des taux d'intérêt et le momentum des bénéfices. Pour rappel, dans un premier mouvement de panique, l'indice S&P500 avait dévié de près de 20% entre le 19 février et le 7 avril. Depuis, la hausse a été spectaculaire, avec un gain de 33% pour le S&P500 depuis le point bas, et même 43% pour l'indice Nasdaq des valeurs technologiques. Cet optimisme s'est transmis à l'Europe, pourtant en moins bonne posture d'un point de vue macro-économique (voir détails en page 3). L'indice Eurostoxx 50 progressait ainsi de plus de 20% par rapport au point bas du 7 avril. Idem pour les marchés émergents qui ont repris pour leur part 37%. Ceci nous conforte une nouvelle fois dans le bien fondé de notre méthodologie consistant à être toujours dans le marché et à profiter de manière opportuniste et contrariante des creux de marché.

Étant donné la rapidité et la puissance du mouvement, il est légitime à ce stade de se demander s'il peut se maintenir. Et vu l'importance du secteur technologique dans cette hausse (et tout spécialement des valeurs liées à l'intelligence artificielle), des comparaisons avec la bulle technologique de la fin des années 1990 commencent à fleurir ici ou là. Aujourd'hui, à plus de 25 fois les bénéfices, les niveaux de valorisation se situent dans la fourchette haute historique, sans toutefois atteindre les extrêmes observés au cours du premier trimestre de l'année 2000.

La question importante qui se pose aujourd'hui pour tous les investisseurs est de savoir si le rallye actuel des prix des actifs risqués est en train de s'essouffler ou s'il a encore de beaux jours devant lui. Bien que les valorisations représentent une menace sérieuse, la

trajectoire sera dictée par deux moteurs puissants : les taux d'intérêt et les bénéfices.

Moteur n°1 : Les taux d'intérêt. En raison d'une inflation résiduelle persistante et des craintes liées aux droits de douane, la politique de la Réserve Fédérale (Fed) a été assez restrictive, au grand dam du nouveau président américain, partisan d'une posture beaucoup plus accommodante. Aujourd'hui, avec un marché de l'emploi qui ralentit quelque peu et de nouveaux membres de la Fed plus en adéquation avec les vues présidentielles, l'équilibre évolue et la Réserve Fédérale est en train d'adopter une posture moins contraignante, ce qui devrait prolonger le cycle d'expansion économique. Ainsi, elle a baissé d'un quart des points son taux directeur le 17 septembre dernier, et deux nouvelles baisses sont attendues d'ici la fin de l'année selon le consensus, à moins que l'inflation ne se mette à réaccélérer brutalement, ce qui n'est pas notre scénario pour le moment.



Reuters - <https://www.heute.at/i/trump-fordert-senkung-doch-fed-haelt-leitzins-stabil-120122292/doc-1j1e9cgfi2>

Quand on examine pays par pays et secteur par secteur ces droits de douanes additionnels, force est de constater que dans l'ensemble, le coût supplémentaire n'a pas forcément été répercuté à 100% sur le consommateur final. Dans certains cas, le coût a été absorbé par une réduction de la marge bénéficiaire (ce que Donald Trump avait par exemple fermement demandé à des entreprises comme Wal-Mart). Dans d'autres cas, des ajustements de nature différente ont été effectués pour compenser cette hausse. Nous prévoyons donc pour l'heure dans ce contexte une légère hausse progressive de l'inflation, mais pas à un niveau qui poserait problème à la Réserve Fédérale. D'autant que le développement de l'intelligence artificielle (voir notre Special Topic en page 4)

	Q3 2025	YTD 2025	Close 30/09/25
DOW JONES	5.22%	9.06%	46 397.89
S&P 500	7.79%	13.72%	6 688.46
FTSE 100	6.73%	14.41%	9 350.43
EUROST.50	4.28%	12.95%	5 529.96
CAC 40	3.00%	6.98%	7 895.94
FTSE MIB	7.37%	24.98%	42 725.32
MSCI EM	10.08%	24.82%	1 346.05
CRUDE OIL	-4.21%	-12.14%	62.37
GOLD	16.83%	47.04%	3858.96
EUR/USD			1.1734
EUR/CHF			0.9345
EUR/GBP			0.8727
EURIBOR 1M			1.929%

contribue à atténuer les effets inflationnistes des droits de douane. Face à la hausse des coûts de production, devenir plus productif s'avère être une meilleure option que de répercuter les dépenses sur les prix ou de les absorber par une réduction des marges.

Pour les mois qui viennent, nous anticipons une continuité de la tendance actuelle : une croissance stable, ainsi qu'une expansion continue des marges et des bénéfices, en dépit d'un ralentissement du marché du travail et une légère pression inflationniste à la hausse, qu'il conviendra toutefois de monitorer de près. Dans ce contexte, la politique monétaire de la Fed devrait faire converger les taux autour de 3,0 à 3,5 % d'ici l'été 2026, ce qui prolongera la dynamique de l'activité économique et devrait soutenir les niveaux de valorisation boursière supérieurs à la moyenne.

Moteur n°2 : Les bénéfices. La croissance des profits des entreprises a été un moteur puissant des rendements boursiers ces dernières années et devrait continuer à jouer un rôle majeur à l'avenir.

Un facteur essentiel de la hausse des bénéfices a été l'augmentation des marges bénéficiaires. À chaque fois que les marges atteignent un sommet, les entreprises trouvent un moyen d'augmenter encore leurs profits. Et depuis quelques temps, une grande partie de cette dynamique provient du secteur technologique, qui domine largement le débat par rapport aux normes historiques. Ces dernières années, nous avons souvent pu observer lors de la saison de résultats des chiffres de ventes généralement conformes aux prévisions, tandis que les bénéfices



dépassent largement les estimations. Cela suggère que les analystes évaluent correctement les revenus (ce qui n'est pas surprenant, étant donné la stabilité relative de la croissance économique), mais sous-estiment régulièrement le potentiel de rentabilité. Nous identifions deux raisons principales à cette hausse de la productivité : premièrement, les effets secondaires des expériences vécues pendant la pandémie. Les crises stimulent souvent l'innovation, et après de nombreuses années d'économie relativement stagnante, le cycle de ralentissement puis de reprise a poussé les entreprises à réagir. Deuxièmement, les avancées technologiques, notamment dans les domaines de la robotique et de l'intelligence artificielle, permettent aux entreprises de faire plus avec moins. Bien que les modèles de langage (LLMs) soient souvent les outils les plus associés à l'IA, les implications sont bien plus vastes. En résumé, davantage de données, plus de puissance de calcul et de nouveaux modèles mathématiques stimulent l'innovation. Cela est de bon augure pour les marges bénéficiaires futures. À mesure que les coûts diminuent et que les applications se généralisent, ces gains de productivité s'étendront au-delà des pionniers.

Les préoccupations récentes concernant le rythme et l'ampleur du développement des infrastructures technologiques telles que les data centers et les nouveaux sites de production d'énergie ont suscité des comparaisons avec le déploiement il y a 25 ans des télécommunications et d'Internet. Cette phase de construction n'est sans doute qu'une étape dans le développement et l'utilisation globale de la technologie et se fait avec le concours des géants de la tech (NVIDIA, Alphabet, Microsoft...) qui disposent d'énormes quantités de cash disponible, ce qui constitue une différence majeure par rapport aux années 1999-2000. D'un point de vue économique et en matière de bénéfices, les utilisateurs de ces technologies devraient également en tirer profit, ce qui représente une opportunité large et durable.

Vous l'aurez compris, d'un point de vue strictement macro-économique, notre vue est plutôt constructive pour les prochains mois.

Cela étant, il n'est pas inutile de rappeler que lorsque les valorisations sont élevées comme c'est le cas en ce moment aux Etats

-Unis (beaucoup moins en Europe et sur les marchés émergents qui se traitent avec des P/E autour de 16-17), l'apparition de nouveaux risques ou de mauvaises surprises dans les données économiques peut entraîner des baisses plus rapides et plus marquées que d'ordinaire. Cela signifie que l'environnement actuel exige une vigilance accrue, y compris sur la sphère obligataire où le niveau très resserré des spreads de crédit, en Europe comme aux Etats-Unis, est révélateur d'un marché assez complaisant dans l'ensemble. Parmi ces nouveaux risques, nous pouvons citer tout d'abord le risque politique, tout spécialement en Europe, où les décisions ineptes de Bruxelles sur des sujets aussi importants que le devenir de notre industrie automobile et la montée des angoisses des populations face à l'ampleur de la vague migratoire, favorisent la montée en puissance de partis plus populistes qui n'ont jamais encore gouverné. C'est le cas au Royaume-Uni où l'instigateur du Brexit, Nigel Farage est très haut dans les sondages. C'est le cas en Allemagne, avec un parti AfD à 27%, dépassant parfois la CDU dans certains Länder et un programme économique contenant plusieurs points potentiellement inquiétants (relance des centrales à charbon, reprise des importations de gaz russe, sortie de l'Union Européenne avec le retrait des mécanismes de solidarité budgétaire...). C'est le cas aussi en France, embourbée depuis plus d'un an dans une instabilité politique digne de la IVème République avec une classe politique médiocre donnant un spectacle pitoyable, pavant le chemin à l'accession au pouvoir en 2027 à un parti RN vierge de toute responsabilité à l'échelle nationale mais dont le programme économique a souvent varié au cours de ces dernières années, tantôt très libéral, tantôt très étatiste, parfois même pro-Frexit comme lors de la présidentielle de 2017 et qui potentiellement pourrait inquiéter les marchés.

Pour le moment, les opérateurs ne semblent pas trop se préoccuper de cette nouvelle donne politique et idéologique, avec les conséquences potentiellement négatives que cela pourrait avoir sur la stabilité au sein de la zone euro, mais tout peut changer très vite. Idem sur le front géopolitique, où les incursions récentes de la Russie dans le ciel otanien (Roumanie, Pologne, Danemark, Belgique...) interrogent sur les intentions véritables du maître du

Kremlin. Simple test des capacités de réaction des européens et de l'Otan ? Ou prélude à de plus vastes incursions, dans les pays baltes par exemple, qui, conscients de la menace, se préparent du mieux qu'ils peuvent ? Sans parler de la Chine, dont le dernier défilé militaire du 3 septembre dernier à Pékin, en présence de Xi Jinping, Vladimir Poutine et Kim Jong-un, ainsi que de 26 autres chefs d'État a mis en avant de nouveaux missiles hypersoniques, des drones furtifs, des robots quadrupèdes et autres avions de combat J-20.. avec un discours de Xi très axé sur la renaissance de la nation chinoise et une symbolique globale tournée pour l'essentiel sur une démonstration de puissance militaire, notamment en direction de Taïwan et des Etats-Unis.



Reuters - <https://www.heute.at/i/putin-schliesst-in-china-neuen-mega-deal-ab-120128358/doc-1j45f6sgig4>

Là aussi, le marché ne semble pas trop regarder dans cette direction pour le moment, mais nous continuons pour notre part à monitorer ce risque, soulagés de voir les Etats-Unis rapatrier à vitesse grand V sur leur sol des capacités de production de semi-conducteurs.

Diversification, qualité des gérants que nous sélectionnons et vigilance continuent donc dans ce contexte à être les trois piliers de notre action pour les mois qui viennent.

Christophe Carrafang



Vojska Srbije - <https://commons.wikimedia.org/wiki/File:CH-95.jpg>



Macroéconomie

Indice des prix : Retour à la normale

- Aux USA le taux d'inflation est remonté à +2.9% contre +2.3% en avril, de même pour l'indicateur core qui passe de +2.8% à +3.1%. Ces niveaux restent raisonnables et dans les objectifs de la Réserve fédérale.
- En Zone Euro, l'inflation est relativement stable même si elle passe de +1.9% en mai à +2.2% en septembre. Les écarts sont toujours importants entre les pays de la Zone ; +1.2% en France, +2.4% en Allemagne, +2.7% en Espagne et +1.6% en Italie.
- La Chine est toujours en déflation -0.4%, le marché immobilier pèse toujours sur l'indice.

Marché de l'emploi : les mois se suivent et se ressemblent

- Aux USA le marché de l'emploi s'essouffle (ralentissement de l'économie, adoption de l'intelligence artificielle). Les révisions surprises des chiffres du début de l'année attestent d'un ralentissement intervenu même plus tôt dans l'année avec des créations d'emplois quasi nulles depuis le mois de mai.
- Le taux de chômage en Zone Euro reste très bas +6.3%, selon le dernier chiffre de fin juin.
- Au Royaume-Uni, le taux de chômage remonte progressivement de +3.9% il y a deux ans à +4.7% en septembre.

Activité manufacturière : Pas de franche amélioration en attente de la finalisation de tous les accords commerciaux

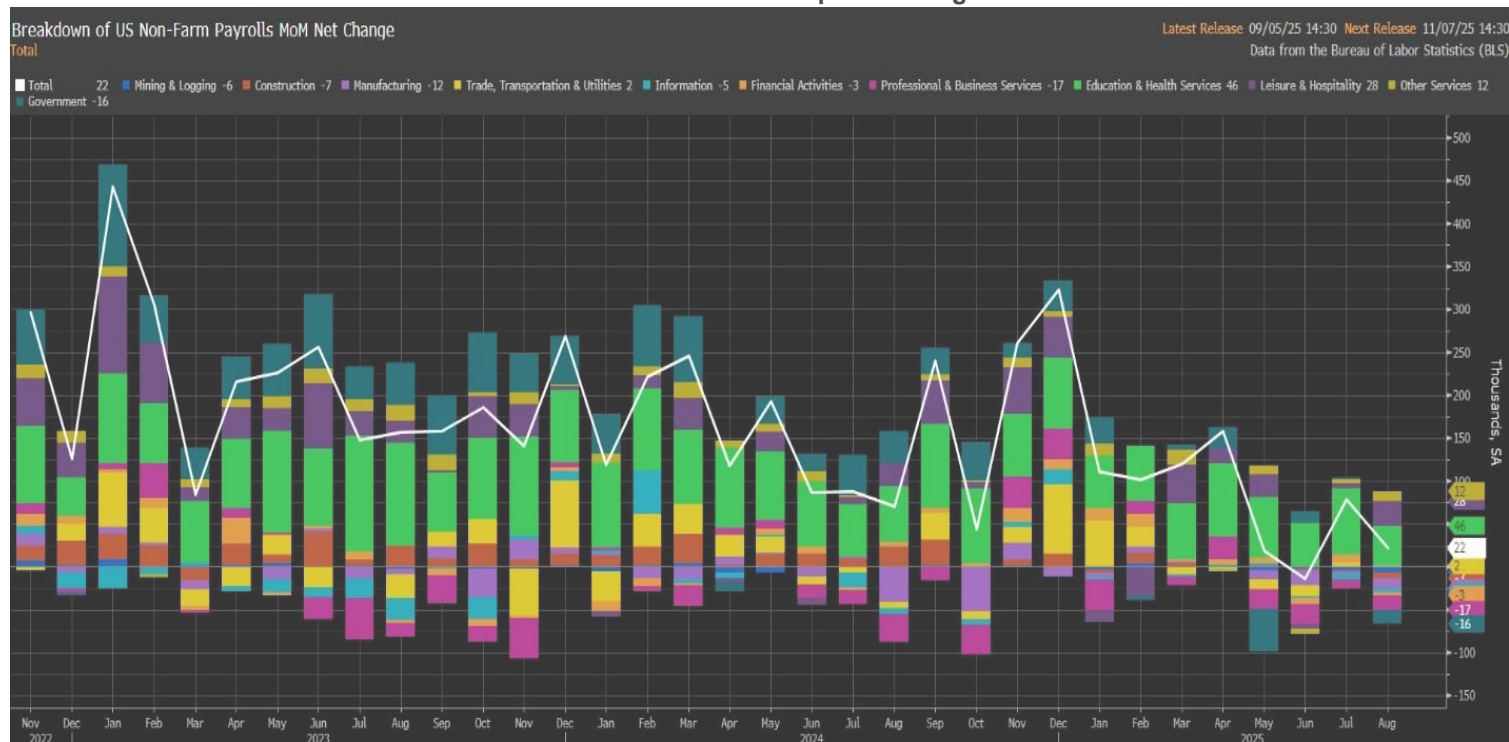
- En Zone Euro l'amélioration du mois d'août n'a pas été confirmée, il n'y a pas de réelle tendance.
- En Chine les trois derniers mois ont été plutôt positifs mais juste au-dessus de niveaux de contraction.
- Aux Etats-Unis, nous ne constatons aucune amélioration de l'activité ces derniers mois, l'indicateur reste en zone de contraction ; 49.1 en septembre.

Activité des services : détérioration générale vers les zones de contraction

- En Asie les ISM des services sont sur des niveaux de croissance ; 53.3 au Japon, 52.9 en Chine et même 60.9 en Inde.
- En Zone Euro, on constate une amélioration : 51.3, tempérée par la France qui affiche un niveau décevant 48.5, quand les autres pays ont des indicateurs bien meilleurs entre 51 et 54.
- La situation aux USA n'est guère brillante avec un indicateur en baisse de 2 points en septembre à 50, les nouvelles commandes et l'emploi restent largement dans le rouge.

Damien Liegeois

Détail de la variation nette mensuelle des emplois non agricoles aux États-Unis





Grand Angle

L'IA: une course à l'indépendance énergétique

La révolution de l'intelligence artificielle (IA) ne repose pas uniquement sur les algorithmes ou les infrastructures numériques : elle est indissociable des ressources énergétiques qui alimentent les data centers et des matières premières stratégiques nécessaires aux nouvelles technologies. Dans ce contexte, la rivalité entre les États-Unis et la Chine prend une dimension énergétique et minérale. Les deux puissances voient dans l'IA un levier de puissance économique et militaire, mais aussi un accélérateur de dépendances en termes d'énergie et de minerais critiques.

Les États-Unis, conscients du risque d'être dépendants des chaînes d'approvisionnement chinoises, notamment pour le lithium, les terres rares et l'uranium, ont adopté une stratégie proactive d'investissement et de relocalisation. Washington encourage les capitaux publics et privés à se tourner vers des entreprises nord-américaines stratégiques, telles qu'Energy Fuels, spécialisée dans la production d'uranium et de terres rares, ou Lithium Americas, acteur majeur de l'extraction de lithium. Ces investissements visent à sécuriser l'approvisionnement en ressources indispensables à la transition énergétique et au développement d'infrastructures numériques sobres et durables.

Mais la stratégie américaine ne s'arrête pas aux matières premières. Les semi-conducteurs, cœur technologique de l'IA, constituent une autre pièce maîtresse. Dans ce domaine, les États-Unis ont renforcé leur soutien à des entreprises comme Intel, afin de relocaliser la production et réduire la dépendance à l'égard de l'Asie, en particulier de Taïwan et de la Corée du Sud. En investissant dans Intel, Washington cherche à mieux contrôler la chaîne de valeur numérique, depuis les ressources minières jusqu'aux processeurs, garantissant ainsi la souveraineté technologique du pays.

La Chine, de son côté, conserve une avance considérable dans la maîtrise des chaînes de valeur liées aux métaux stratégiques. Elle contrôle une part dominante de la production mondiale de terres rares et a investi massivement dans des projets miniers en Afrique et en Amérique latine. Pékin couple ainsi sa puissance industrielle à une stratégie énergétique qui lui permet d'asseoir sa domination sur les technologies d'avenir, dont l'IA. L'indépendance énergétique chinoise est donc moins fondée sur une réduction de dépendance que sur une logique d'hégémonie globale : contrôler les ressources pour contrôler les flux technologiques.

La « course à l'IA » est donc indissociable d'une « course à l'indépendance énergétique ». Là où les États-Unis privilégient la sécurisation nationale par l'investissement dans des entreprises stratégiques cotées et par le renforcement de leur base industrielle (mines, semi-conducteurs, data centers), la Chine mise sur une domination intégrée de bout en bout. Cette confrontation dépasse le simple cadre technologique pour devenir une compétition structurelle sur l'accès et la maîtrise des ressources. L'IA apparaît alors comme un miroir des rapports de force géopolitiques, où l'énergie, les minerais et les puces électroniques sont les véritables nerfs de la guerre numérique du XXI^e siècle.

Damien Beasse

Special Topic

Intelligence artificielle et marché du travail

Toute adaptation à une nouvelle technologie sensée améliorer la productivité porte en elle le débat du remplacement humain ; ce fut déjà le cas lors de la révolution agricole ! Plus récemment, l'adoption d'Internet, la robotisation de l'industrie, le smartphone, la digitalisation post covid, ont profondément modifié le marché du travail... Pour autant, malgré ces progrès technologiques incessants, le taux de chômage est assez bas et ce pour deux raisons : la première, démographique, repose sur la baisse structurelle des nouveaux arrivants sur le marché du travail, la seconde, microéconomique, réside dans le fait que ces progrès portent en eux la création de nouvelles fonctions, de nouveaux métiers.

Avec l'émergence de l'intelligence artificielle (IA), ce débat revient de plus belle. Cette technologie permet en effet de traiter et d'analyser un nombre gigantesque de données plus rapidement et à un coût moindre que ne peuvent le faire les humains. Force

est de constater que certains métiers sont en danger. L'augmentation de la productivité et les tâches réalisées par l'IA créent des redondances et pas seulement dans les fonctions peu qualifiées avec des tâches routinières mais aussi dans certaines fonctions à valeur ajoutée : administratif, juridique, traduction, création artistique, codage informatique... Les pressions démographiques qui provoquent une certaine pénurie de main d'œuvre persisteront mais la question d'un chômage plus important dans certains secteurs se pose clairement. On a d'ailleurs constaté lors des résultats du second trimestre de cette année qu'un bon nombre de sociétés américaines du secteur technologique, qui bénéficient pourtant d'un momentum très favorable, avec des résultats solides et dans un cycle d'investissements soutenu, réduisent leur nombre d'employés du fait de l'adoption massive de l'IA. Entre Microsoft, Meta, Salesforce, Intel, Oracle, Duolingo, et Amazon, ce sont près de 30 000 postes de travail qui ont été supprimés en un seul trimestre.

Avec l'adaptation rapide de l'IA dans tous les secteurs de l'économie cette tendance devrait s'intensifier au risque paradoxalement de peser sur l'activité même de ces entreprises qui risquent d'appauvrir leurs consommateurs et à la fin de mettre à mal la rentabilité de leurs lourds investissements. A moyen terme toutefois, comme toujours avec l'adaptation d'une nouvelle technologie, de nouveaux métiers devraient apparaître et contrebalancer cette tendance.

Dans le temps, au-delà des bénéfices de productivité réalisés, il serait judicieux que cette technologie ne serve pas simplement à remplacer l'humain ou entretenir sa paresse intellectuelle, mais qu'elle soit utilisée pour travailler mieux et plus vite et dégager du temps pour des tâches plus valorisantes. En effet, remplacer la réflexion et la créativité humaine par une uniformisation de la pensée et des modes de fonctionnement, serait néfaste pour ce qui fait généralement la force du succès : l'utilisation du cerveau, l'inventivité et le génie humain.

Damien Liegeois