

Octobre 2025

Newsletter



Message du CEO

Chers lecteurs,

Dans les forêts denses de la vie publique, il existe des créatures patientes : les tiques. Elles ne courent pas, ne chassent pas, ne bâtissent rien.

Elles attendent. Silencieuses, immobiles, cachées dans les herbes hautes, elles guettent le passage d'un animal vigoureux pour s'y accrocher et en pomper lentement la substance. Elles ne tuent pas tout de suite, car leur survie dépend de la vitalité de l'hôte. Elles préfèrent une lente saignée, presque invisible, qui affaiblit sans faire crier. Dans certaines sphères humaines, on rencontre des êtres du même genre. Ils se glissent dans les institutions comme les tiques dans les poils d'un chevreuil : doucement, avec prudence. Ils parlent de servir le bien commun, mais s'en nourrissent. Ils prospèrent dans la chaleur du pouvoir, gonflant à mesure que s'amenuisent les forces de celui qui les porte : le citoyen, l'État, la confiance. Et quand on les découvre enfin, il est souvent trop tard : ils ont déjà inoculé leur poison, celui du cynisme et du dégoût.

Pourtant, tout comme la nature a ses prédateurs et ses équilibres, la société peut aussi se guérir. Il suffit d'un geste ferme, d'un œil vigilant et d'un refus collectif d'offrir son sang à ceux qui ne donnent rien en retour.

En attendant de vous revoir bientôt, prenez bien soin de vous.

Joaquin Vispe

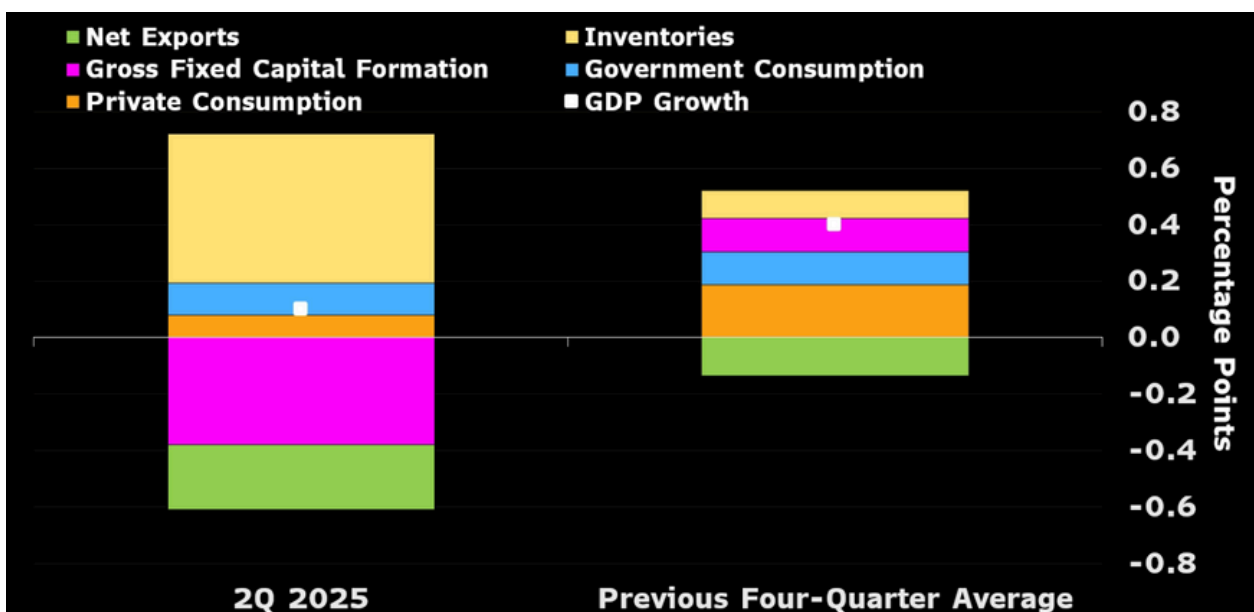


I - Point Macroéconomique

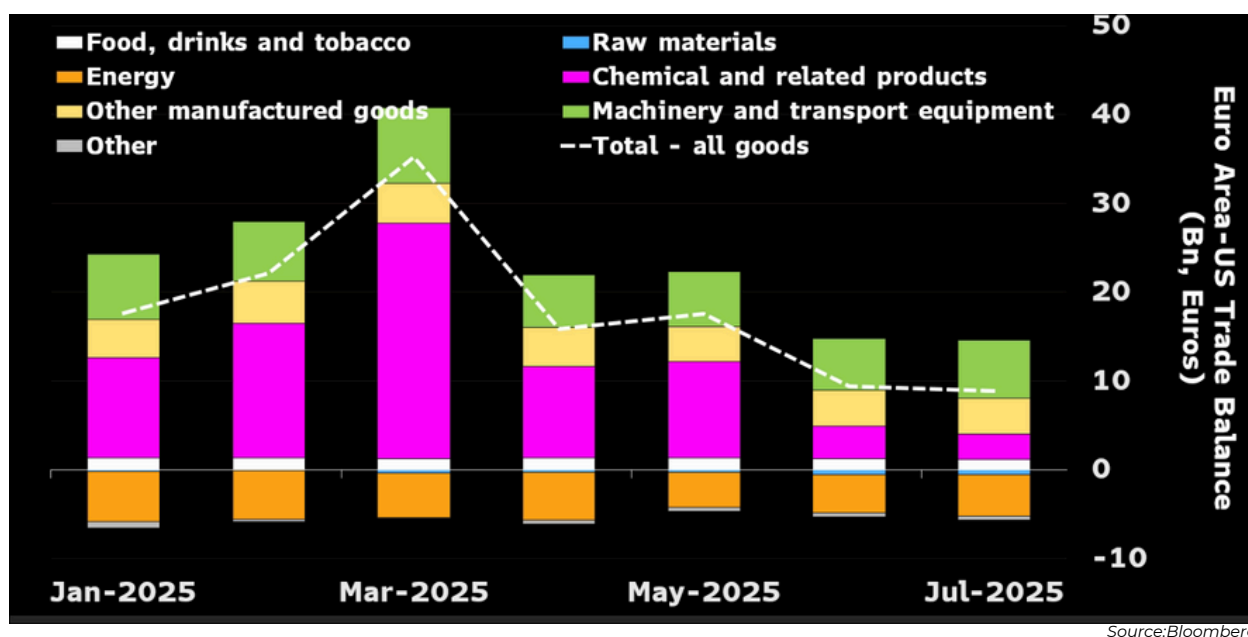
Les responsables les plus stricts du Conseil des gouverneurs s'opposent fermement à toute nouvelle mesure d'assouplissement monétaire. Ils ont réussi à empêcher que les taux descendent sous la barre des 2 %, considérée comme le niveau neutre pour la zone euro, et ont convaincu les marchés qu'il était quasiment exclu de voir une baisse en décembre. Pourtant, en juillet dernier, cette hypothèse était largement intégrée dans les anticipations. Parmi les voix les plus insistantes figure Isabel Schnabel, membre du directoire. Selon elle, l'augmentation des droits de douane américains pourrait avoir un effet globalement inflationniste sur l'Europe, en raison de l'imbrication des chaînes d'approvisionnement, même si l'Union européenne a choisi de ne pas répliquer. Elle met en avant les analyses des services de la BCE qui montrent que la hausse des coûts de production, transmise par les circuits internationaux, pourrait dépasser l'effet désinflationniste lié au recul de la demande extérieure. Cela dit, certains au sein du Conseil continuent d'évoquer la possibilité d'une nouvelle baisse de taux. Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a ainsi estimé le 12 septembre qu'un nouvel ajustement restait envisageable dans les prochains mois, une position partagée par d'autres responsables.

Les dernières statistiques montrent déjà un ralentissement. La croissance du deuxième trimestre 2025 a souffert d'un recul marqué de l'investissement et d'un déficit du commerce extérieur. Les tensions commerciales expliquent en partie ce repli des dépenses des entreprises, tandis que la demande mondiale affaiblie traduit plus directement l'effet des mesures protectionnistes.

Les prochaines publications clés seront les chiffres du PIB du troisième trimestre (30 octobre), les statistiques mensuelles du commerce extérieur (16 octobre, 14 novembre et 16 décembre) et les enquêtes PMI (24 octobre, 21 novembre et 16 décembre). Ces indicateurs permettront de mesurer la dégradation en cours.



À plus long terme, nous estimons que l'impact global des tarifs américains sera plutôt désinflationniste en Europe. La faiblesse de la demande étrangère, l'appréciation de l'euro et l'afflux de produits chinois bon marché devraient peser sur les prix. Toutefois, ces effets se manifesteront progressivement. Dans l'immédiat, l'inflation sous-jacente reste soutenue par la dynamique des services, bien que les travaux récents de la BCE suggèrent que cet effet devrait s'atténuer en 2026.



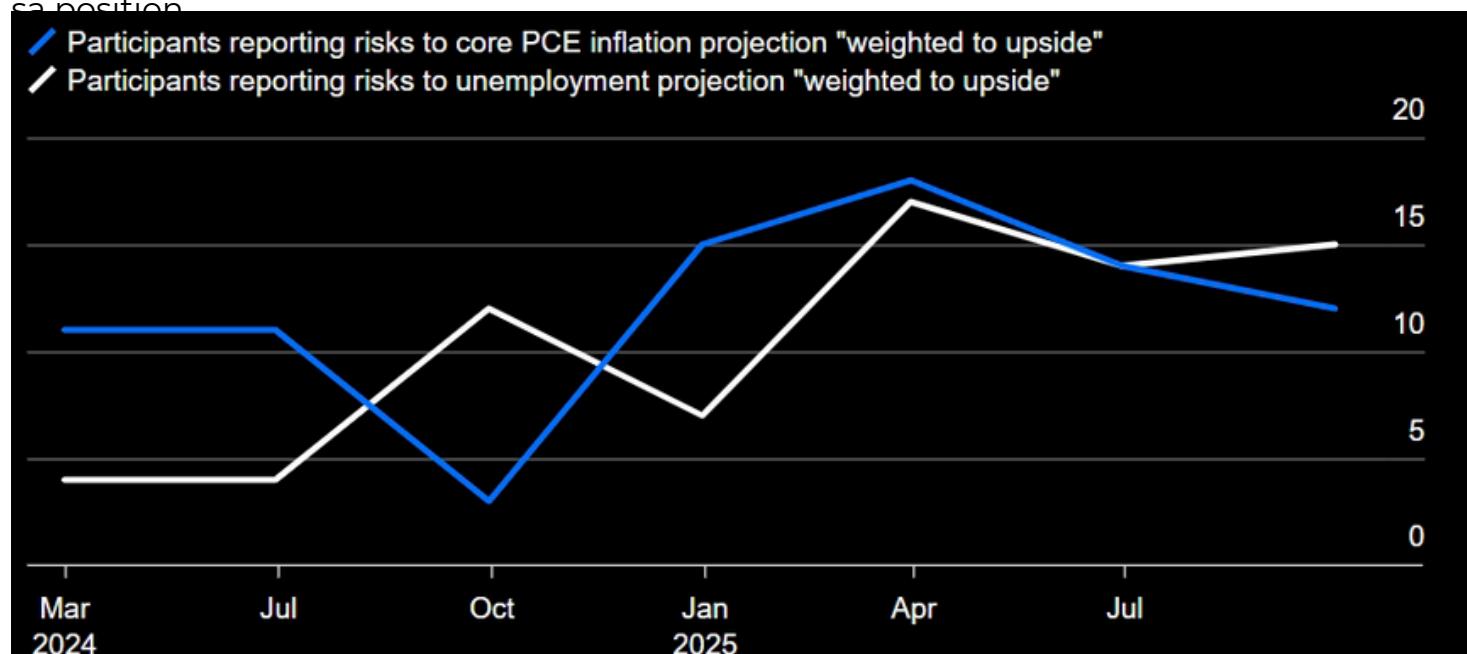
En tenant compte de ces facteurs, notre anticipation reste celle d'une inflation inférieure à l'objectif de 2 % à moyen terme. Nous prévoyons encore une dernière réduction de 25 points de base en décembre, ce qui ramènerait le taux de dépôt à 1,75 %. Néanmoins, le ton plus ferme adopté par la BCE et les anticipations de marché actuelles rendent ce scénario incertain : beaucoup n'envisagent plus de mouvement avant le deuxième trimestre 2026.

Le 17 septembre, la Réserve fédérale a réduit son taux directeur de 25 points de base, une décision largement attendue. Jerome Powell a justifié ce geste par un ralentissement de l'emploi et une inflation toujours supérieure à la cible, une combinaison qui illustre les risques de stagflation.

La Fed se trouve dans une impasse : le durcissement de l'immigration a réduit l'offre de main-d'œuvre, tandis que les droits de douane accentuent les tensions sur les prix. Un assouplissement monétaire trop marqué risquerait d'ancrer une inflation durablement élevée, mais une politique trop restrictive pèserait davantage sur le marché du travail.

Les débats reflètent cette incertitude. Les « faucons » jugent la baisse injustifiée, tandis que les « colombes » réclament un soutien plus vigoureux à l'emploi. Powell a insisté sur l'absence de plan arrêté, malgré des projections qui suggèrent deux nouvelles réductions cette année.

Enfin, la question de l'indépendance de la Fed s'invite dans le débat, après la nomination de proches de la Maison Blanche au conseil. Pour l'heure, l'institution conserve sa crédibilité sur l'objectif de 2 %, mais une perte de confiance fragiliserait encore davantage sa position.



Source: Bloomberg

Jerome Powell répète que la Fed est déterminée à ramener l'inflation à 2 %, et la crédibilité de cet engagement est essentielle. Mais l'institution complique parfois inutilement son discours. La récente baisse de taux d'un quart de point avait une justification simple accompagner le ralentissement de la demande pour stabiliser l'inflation mais l'explication fournie s'est perdue dans des détails techniques, au risque de brouiller les attentes. Le problème vient notamment de l'accent mis sur le « taux neutre », un concept mouvant et difficile à mesurer. En réalité, la question clé est de savoir si la demande croît à un rythme compatible avec une inflation de 2 %. Une communication plus claire, centrée sur ce critère, renforcerait la lisibilité de la politique monétaire. Les partisans d'un ciblage de la demande (ou du PIB nominal) soutiennent que cette approche permet de dépasser les dilemmes créés par des chocs d'offre, comme les droits de douane : si la demande reste sur la bonne trajectoire, il n'est pas nécessaire de réagir à des poussées inflationnistes temporaires. La Fed a récemment révisé son cadre stratégique, mais sans grands changements. Elle a abandonné l'idée de tolérer un dépassement de l'inflation après des années de sous-réalisation. Reste un chantier crucial : améliorer la manière dont elle explique ses décisions.



Source: Bloomberg

II - Crédits

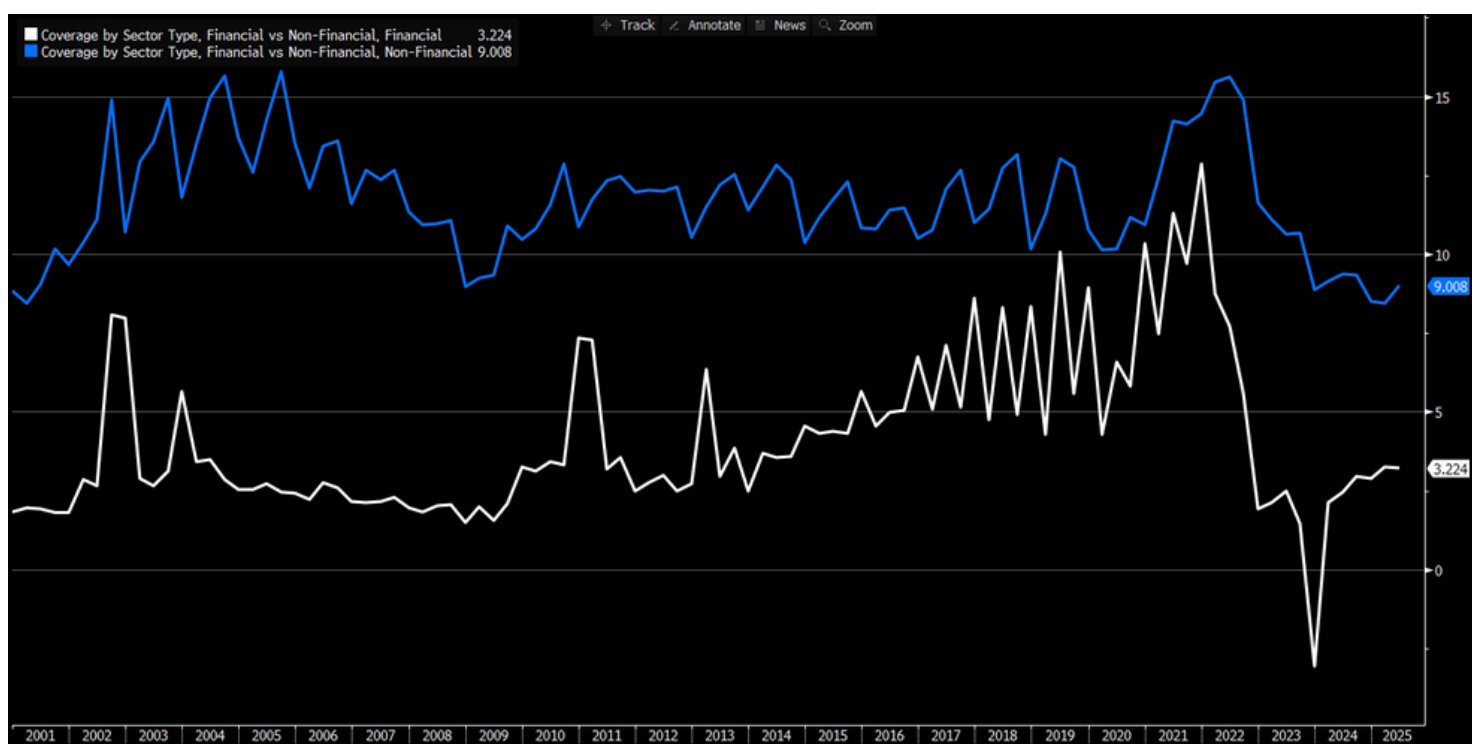
Au cours du premier semestre, le marché du crédit en euros a affiché une bonne résistance, malgré un environnement marqué par des incertitudes géopolitiques, des tensions commerciales et une volatilité accrue sur les taux souverains. La performance a été solide, soutenue par un portage attractif et par la solidité des fondamentaux des émetteurs. Pour la seconde moitié de l'année, la dynamique devrait rester favorable mais dans une mesure plus contenue, en raison d'une valorisation devenue exigeante et d'un potentiel de resserrement des spreads désormais limité.

Les primes de crédit par rapport aux taux et aux breakeven d'inflation se sont nettement contractées depuis le début de l'année, rapprochant les spreads de leurs plus bas historiques. Ce mouvement, qui avait initialement renforcé l'attrait du crédit par rapport aux autres classes d'actifs obligataires, réduit aujourd'hui les marges de sécurité. Après une phase de rallye intense, les spreads se situent sur des niveaux jugés chers et pourraient connaître un léger écartement au cours des prochains mois. Ce phénomène devrait rester modéré, le crédit se distinguant par une volatilité bien inférieure à celle des emprunts d'État, ce qui en fait toujours un pilier de diversification dans les portefeuilles.

La qualité moyenne des émetteurs demeure solide, avec davantage de relèvements que d'abaissements de notes, ce qui traduit une structure de marché encore saine. L'offre obligataire reste abondante, soutenue par des conditions de refinancement favorables. La prime de refinancement s'est rapprochée de ses plus bas de cycle, autour de 0,4 %, incitant les émetteurs à sécuriser leurs besoins de financement. Le premier semestre a été marqué par un volume record d'émissions, porté notamment par les banques et les grandes entreprises technologiques. Le second semestre devrait connaître une modération des volumes, sans remettre en cause une dynamique globalement robuste. Du côté des prêts syndiqués, l'activité reste plus en retrait que celle du marché obligataire, mais la tendance au repricing s'est accélérée, illustrant la volonté des entreprises de profiter des conditions actuelles.

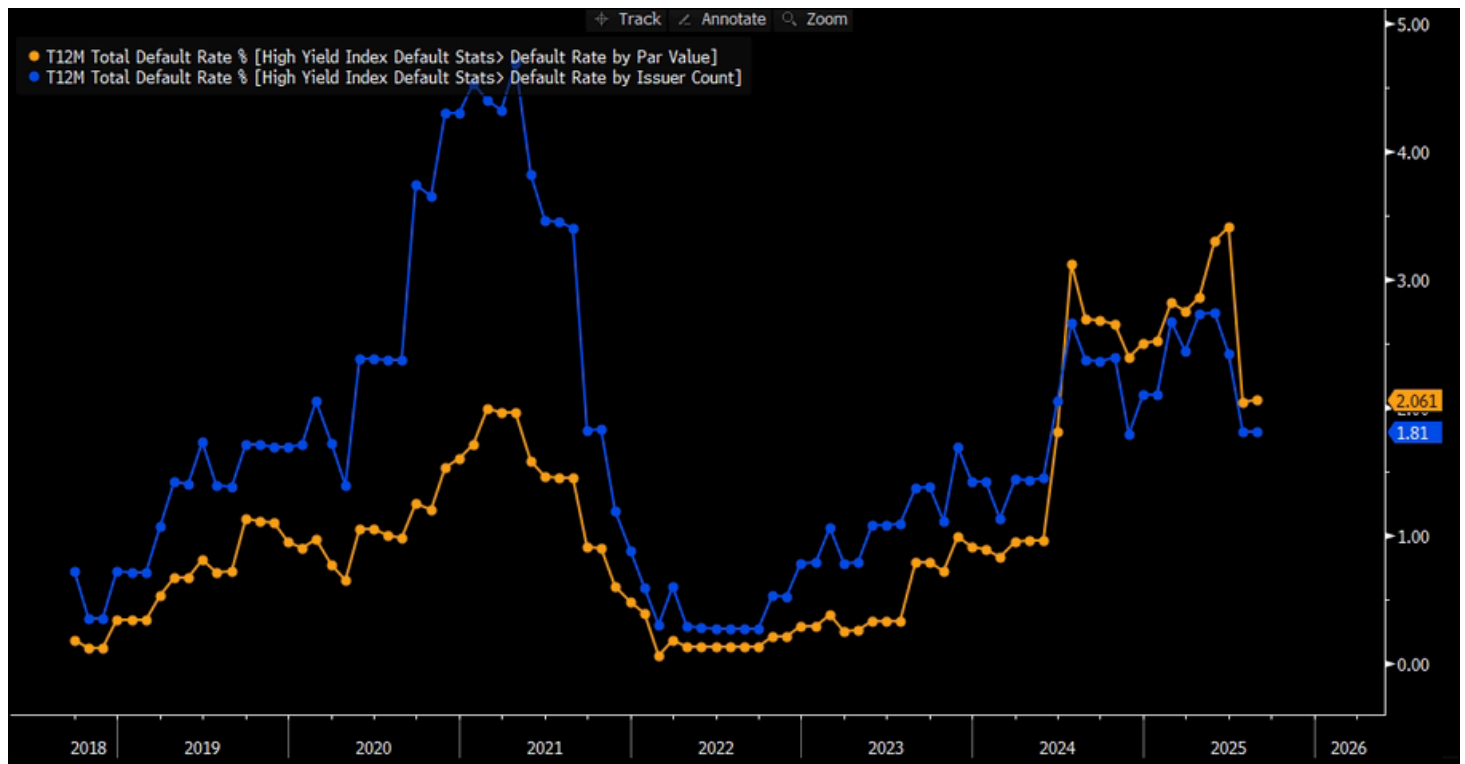
Les flux d'investisseurs confirment cet attrait. Les fonds spécialisés en crédit ont continué d'enregistrer des entrées nettes positives, même si le rythme s'est ralenti au cœur de l'été. La demande reste toutefois soutenue, notamment sur le segment du haut rendement, où les perspectives de rendement réel demeurent attractives. La corrélation croissante entre flux et performances témoigne du rôle déterminant de la liquidité et du comportement des investisseurs dans l'évolution récente des marchés.

Enfin, la qualité intrinsèque du crédit se maintient à un niveau élevé. Les « rising stars », émetteurs initialement notés spéculatifs mais reclassés en catégorie investment grade, continuent de dépasser largement en nombre les « fallen angels », ce qui reflète une amélioration structurelle du profil de risque du marché.



La capacité des entreprises de qualité supérieure à couvrir leurs charges d'intérêts s'est améliorée au deuxième trimestre, le ratio Ebitda/interest coverage ratio progressant à 9x contre 8,5x au trimestre précédent, et ce malgré les pressions liées aux droits de douane. Cette évolution favorable reflète principalement la baisse du coût de l'endettement, portée par l'assouplissement monétaire des banques centrales. Le secteur technologique a contribué le plus positivement à cette amélioration, tandis que l'énergie a affiché le repli le plus marqué.

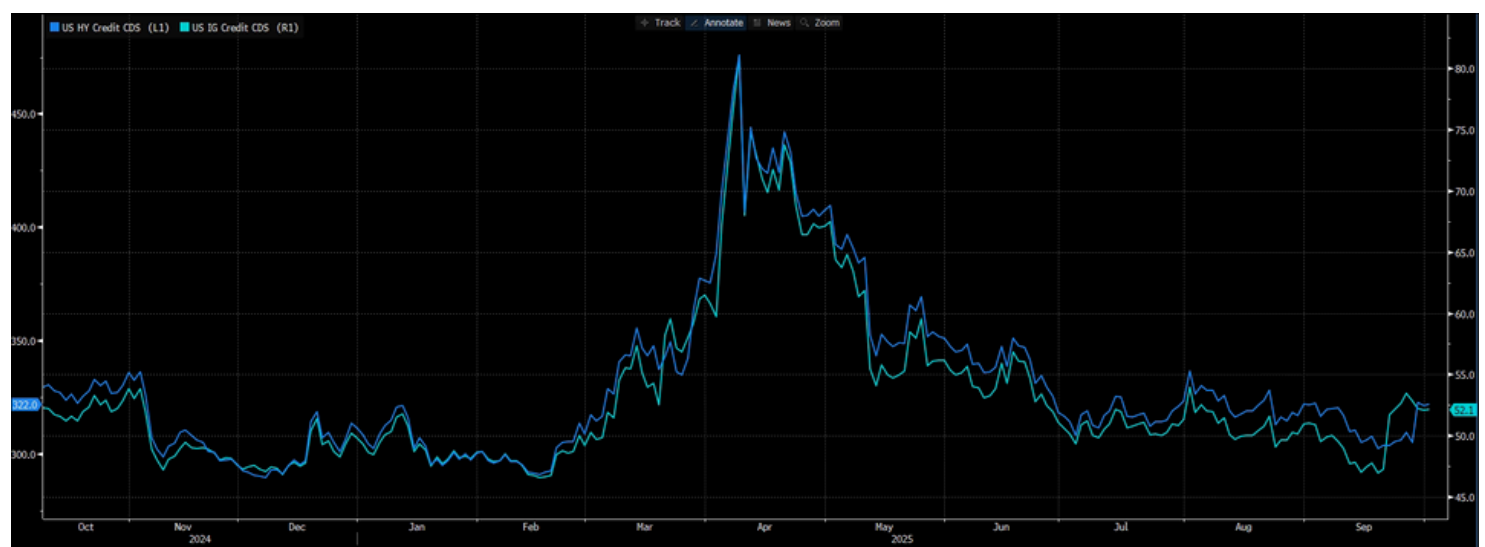
Avec la poursuite du recul des taux et des coûts de refinancement, cette tendance devrait se maintenir au troisième trimestre, d'autant que la BCE approche de la fin de son cycle d'assouplissement prévu pour 2025. Toutefois, le contexte reste fragile : les rendements européens demeurent proches de leurs niveaux de fin d'année, autour de 3,07 %, et les inquiétudes budgétaires en France, combinées aux tensions géopolitiques, pourraient provoquer une nouvelle hausse des rendements de crédit. Dans ce cas, les entreprises seraient confrontées à des conditions de refinancement plus onéreuses, ce qui pèserait sur leurs marges de couverture.



Source: Bloomberg

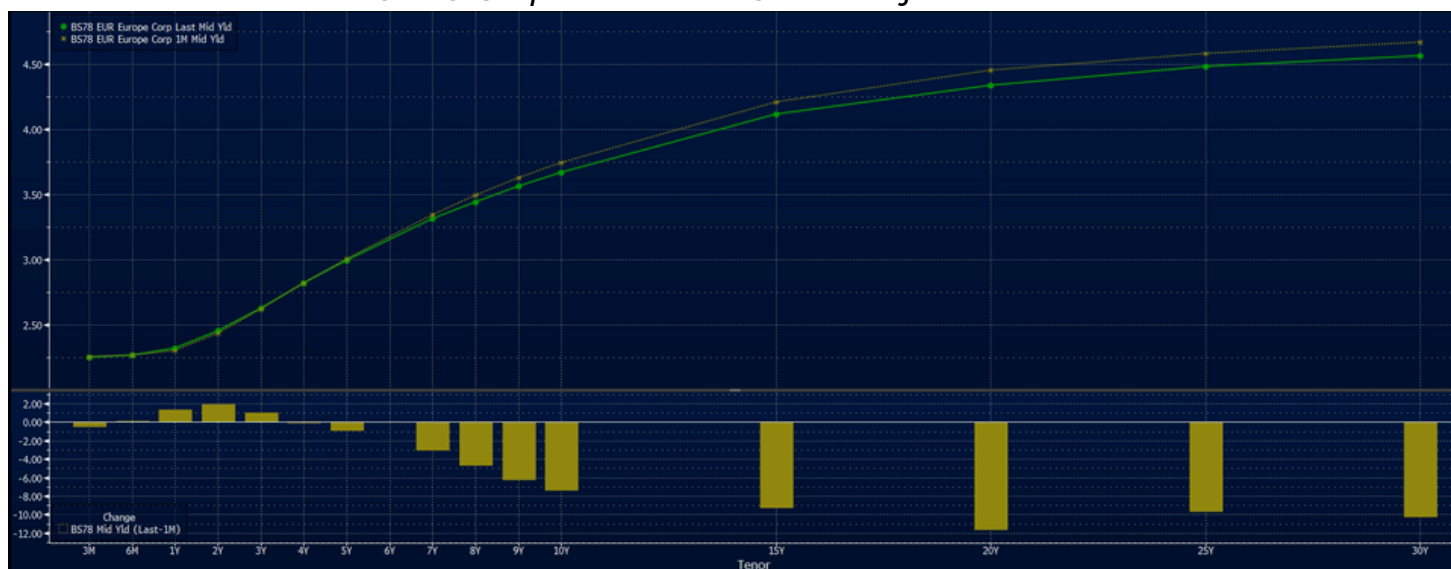
Le taux de défaut de l'indice high yield reste stable à 2 % en valeur nominale, après aucune défaillance enregistrée en septembre, bien en dessous du pic de 3,4 % observé en juin, et à 1,8 % en nombre d'émetteurs. Ce niveau se rapproche du pic observé pendant la pandémie (1,8 %). Dans un scénario extrême où tous les émetteurs notés CCC- à C venaient à faire défaut aujourd'hui, parmi lesquels Intrum, Thames Water et Ardagh sont les plus significatifs, le taux de défaut pourrait atteindre 4,5 % au maximum, tandis qu'un taux de 3 % est le scénario le plus probable pour l'ensemble de l'année. Par ailleurs, la proportion d'obligations en difficulté (prix inférieur à 60) a chuté à 1,4 %, nettement en dessous des 4,83 % enregistrés en 2023, reflétant un indice peu exposé aux défauts. Ces observations suggèrent que le pic de défauts est derrière nous, même si le taux pour 2025 devrait rester légèrement supérieur à celui de 2024.

Au cours de l'été, les spreads iBoxx US HY et IG se sont nettement détendus, profitant d'un apaisement des tensions financières et d'un ralentissement macro jugé contrôlable. Les marchés ont joué le scénario d'un "soft landing" américain, ce qui a soutenu le crédit et ramené le HY vers 300 pb et l'IG autour de 50 pb. En septembre, la tendance s'est stabilisée : l'inflation continue de refluer, mais la Fed maintient un ton prudent et retarde toute perspective claire de baisse de taux. Le marché du crédit reste donc résilient, porté par la recherche de rendement et l'idée que la croissance, même ralentie, devrait suffire à éviter une vague de défauts.



Source: Bloomberg

EUR IG Corporate Yield Curve Aujourd'hui - 1 mois



Source : Bloomberg

La courbe EUR Corporate a connu au cours du dernier mois une évolution caractéristique de l'environnement macroéconomique actuel en zone euro. Les rendements demeurent orientés à la hausse sur l'ensemble des maturités, mais la comparaison avec la courbe d'il y a un mois met en évidence un aplatissement sur le segment long. Les points courts se maintiennent à des niveaux proches de ceux observés précédemment, reflétant l'ancrage lié à la politique actuelle de la BCE. En revanche, à partir de cinq ans, les rendements reculent sensiblement, avec une baisse plus marquée au-delà de sept ans et jusqu'à trente ans. Cette dynamique traduit l'impact des anticipations croissantes de détente monétaire pour 2025, alors que l'inflation continue de ralentir et que l'activité économique européenne reste fragile, pénalisée par des indicateurs de croissance faibles et une consommation en berne.

Le marché du crédit conserve néanmoins une certaine stabilité, avec des spreads investment grade qui ne se sont pas élargis de manière significative, ce qui témoigne d'une demande toujours soutenue pour le risque corporate malgré le ralentissement. Dans ce contexte, l'aplatissement de la courbe traduit surtout un positionnement des investisseurs en faveur de la durée, à la recherche de rendement dans un cadre où la trajectoire de la politique monétaire semble de plus en plus tournée vers l'assouplissement.

III- a-Marchés européens

Name	Last	PxChg	Px%Chg	Vol	Volm%Chg	OInt	OI%Chg	IVM	IV%Chg	Ntnl	Mny	Delta
SX5E 16Jan26 P4375	14.500	-0.90	-5.84	100,0...	--	63	--	29.379	-0.02	5.65B	77.41	-0.039
SX5E 16Jan26 P4425	15.600	-0.90	-5.45	100,0...	--	80	--	28.695	+0.16	5.65B	78.29	-0.042
SX5E 16Jan26 P4775	26.000	-1.00	-3.70	50,000	--	310	--	24.092	+0.28	2.83B	84.49	-0.077
SX5E 16Jan26 P4725	24.100	-0.90	-3.60	50,000	--	184	--	24.728	+0.22	2.83B	83.60	-0.070
SX5E 19Dec25 C5900	52.100	-2.60	-4.75	20,127	-0.28	66,582	+0.43	12.944	-2.23	1.14B	104....	0.260

Source : Bloomberg

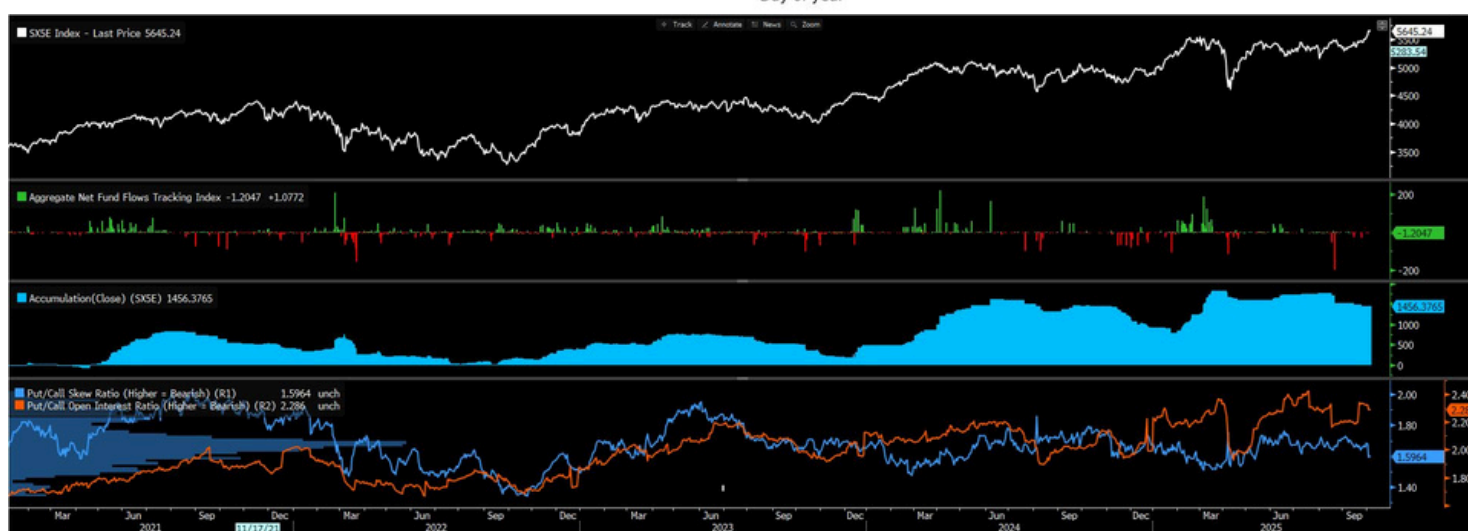
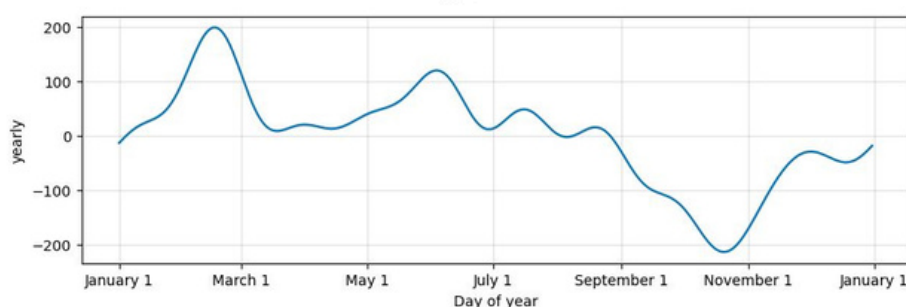
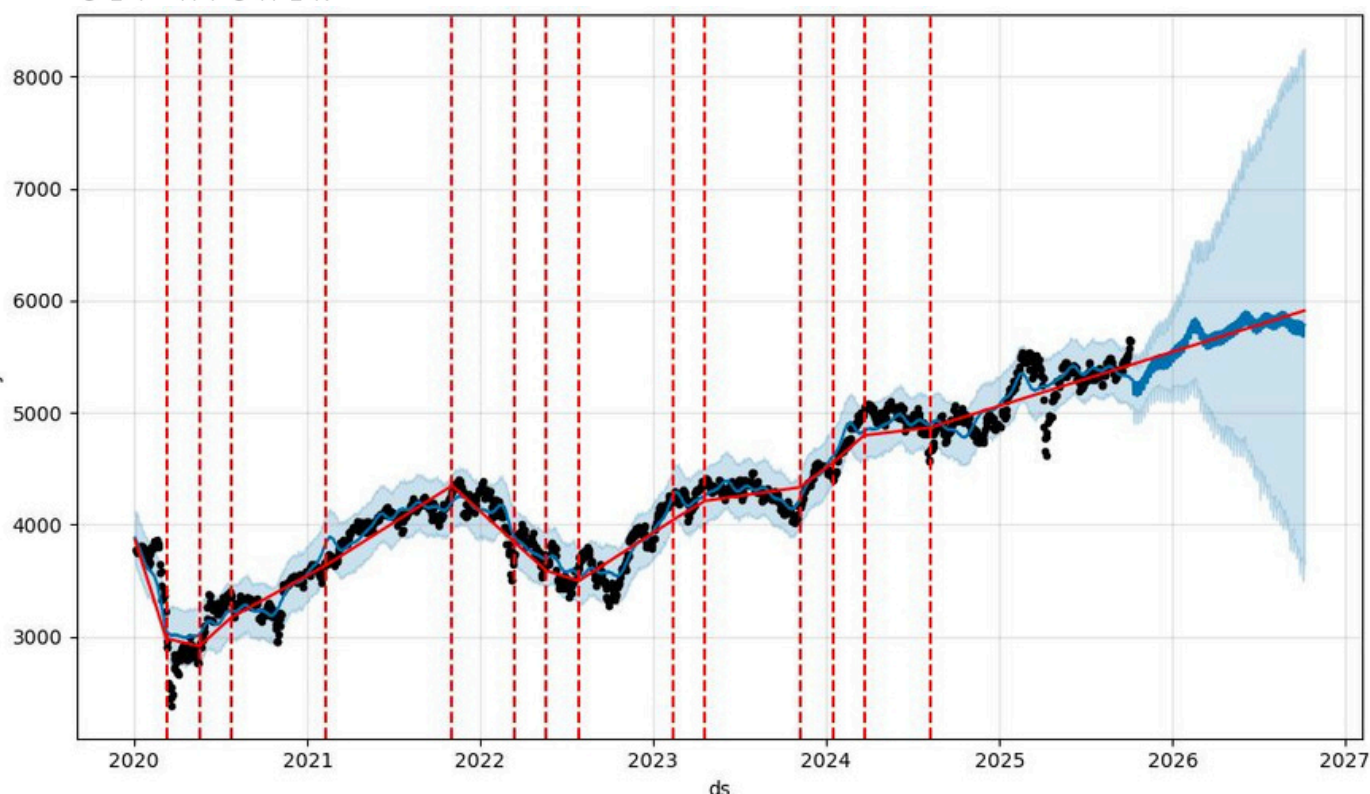
La fin d'année va s'avérer très compliquée avec la quantité de puts achetés avec des strikes entre 4375 et 4775 sur l'indice Eurostoxx 50. Les analystes restent de leur coté positif avec un target à 12 mois de 6089pts.



Source : Bloomberg



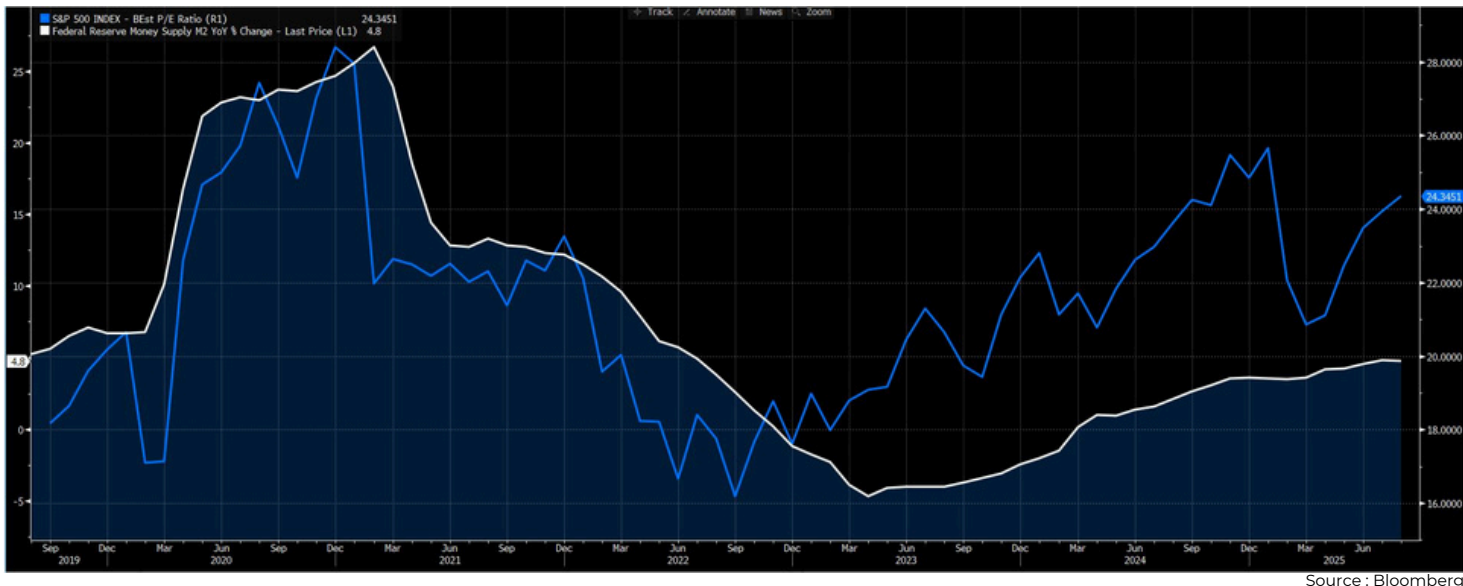
Source : Bloomberg



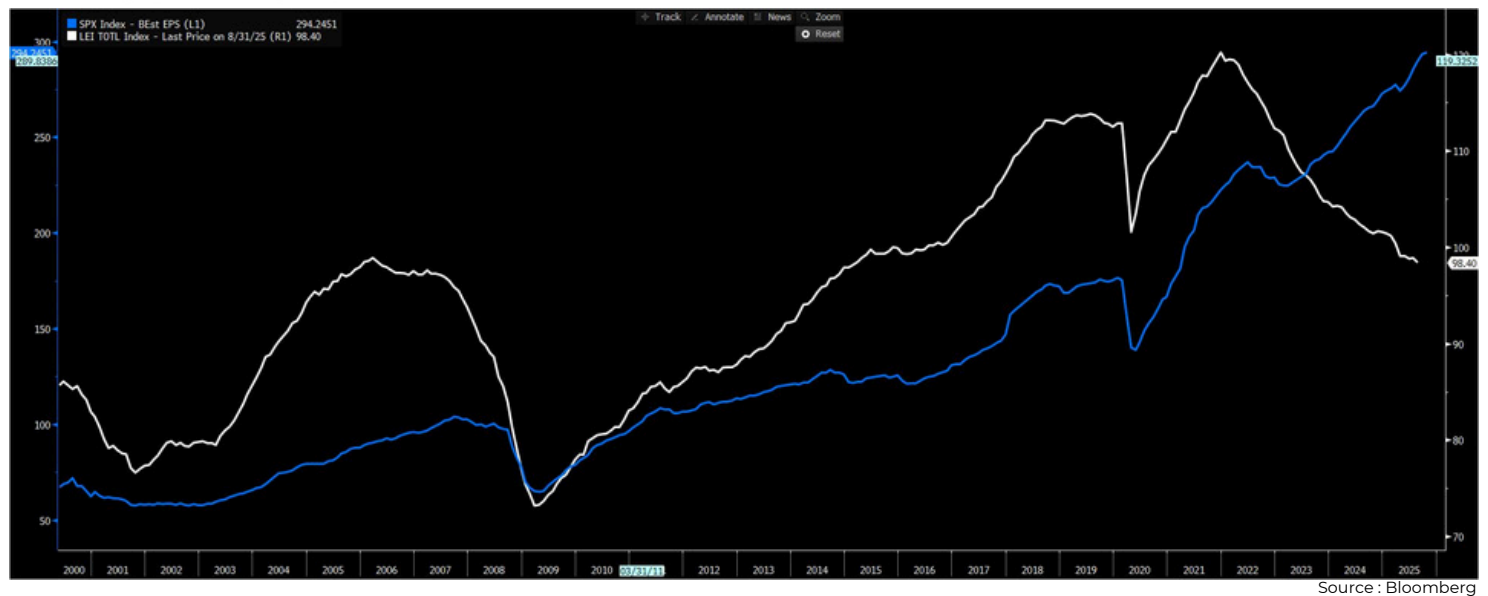
Source : Bloomberg

La section inférieure du graphique révèle une tension significative dans le sentiment de marché sur l'indice STOXX (SX5E) au cours de la période récente, débutant mi-2024. L'indicateur clé, le Ratio d'Intérêt Ouvert Put/Call (ligne orange), s'est envolé pour atteindre un niveau supérieur à 2,285, signalant une accumulation notable de positions de couverture baissière par les investisseurs. Simultanément, le Skew Ratio Put/Call (ligne bleue) se maintient au-dessus de 1,59, confirmant que le prix des options de vente est surévalué par rapport aux options d'achat. Cet alignement des deux indicateurs témoigne d'une aversion au risque accrue et institutionnalisée, les acteurs du marché privilégiant massivement l'acquisition de protection contre une potentielle correction du marché.

III- b- Marchés Américains.

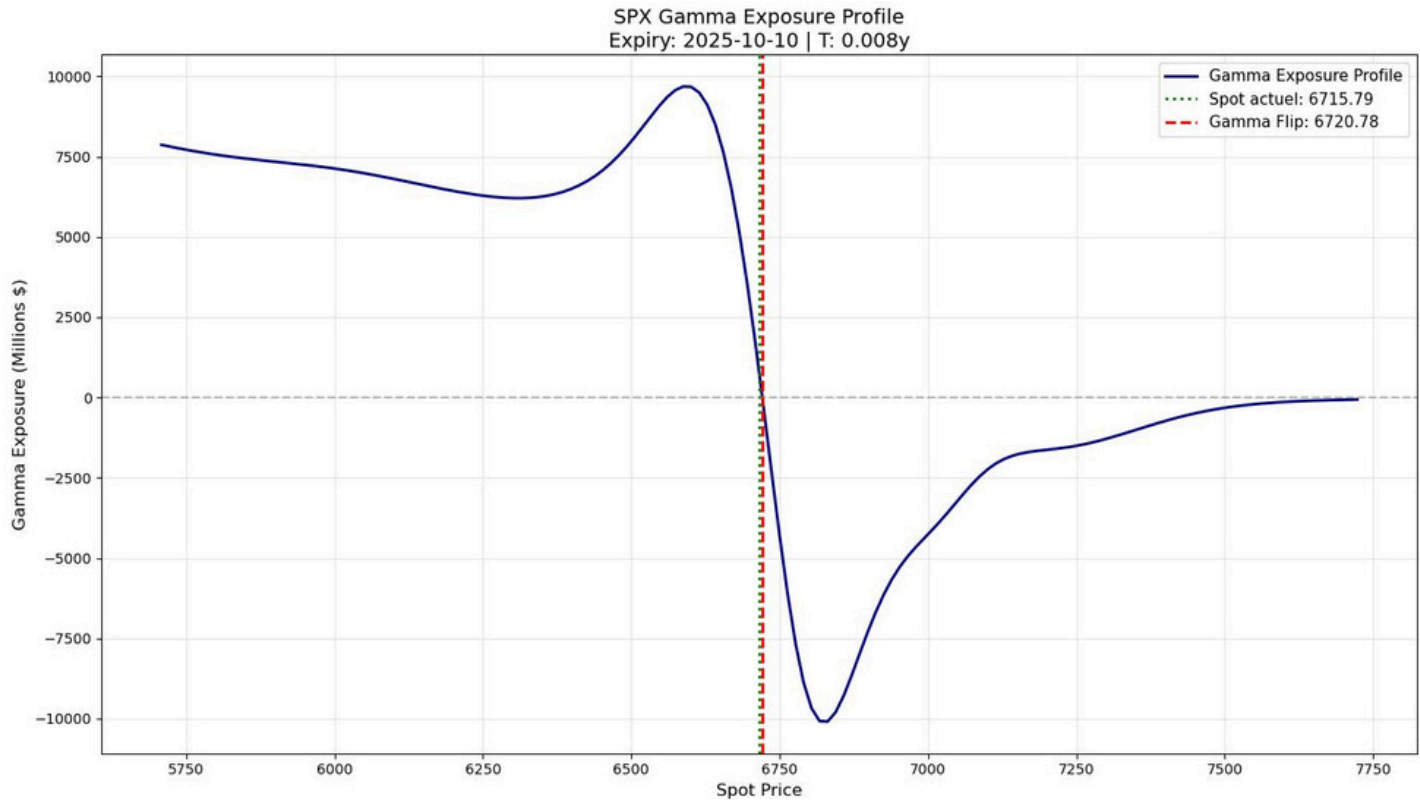


La phase de décorrélation entre le Ratio P/E du S&P 500 (en bleu, indice de valorisation) et la croissance de la Masse Monétaire M2 (en blanc, indice de liquidité) s'est établie de manière visible à partir du début de 2023. Après une période de forte corrélation où les deux indicateurs chutaient simultanément en 2022 suite au resserrement monétaire, la rupture est apparue lorsque la croissance de M2 s'est écrasée, allant même en territoire négatif, pour ne se stabiliser que modestement autour de 4,8 % début 2025. Pendant ce temps, le P/E du S&P 500 s'est redressé de manière agressive, passant d'un creux vers 15 à près de 24,1451. Cette forte valorisation du marché des actions, survenant sans être soutenue par une expansion monétaire équivalente à celle post-pandémie, indique que le marché est désormais mû par des facteurs microéconomiques de croissance des bénéfices et un enthousiasme concentré sur un petit nombre de méga-capitalisations (souvent liées à l'IA). L'appétit pour le risque et les perspectives de profits de ces géants financiers ont donc supplanté la contrainte de la liquidité générale comme moteur principal de la hausse des multiples de valorisation de l'indice composite.



Source : Bloomberg

L'élément le plus fascinant de ce graphique se situe dans la période récente, entre fin 2022 et début 2025, où s'est instaurée une divergence historique. L'Indice des Indicateurs Économiques Avancés (LEI), en blanc, dont la vocation est de signaler l'état de santé économique futur, a entamé une chute prononcée et prolongée dès 2022, glissant bien en dessous du seuil symbolique de 100 pour s'établir à 98,40. Une telle dégradation du LEI, par le passé, a presque toujours été synonyme de récession ou, au minimum, de croissance anémique et de difficulté pour les entreprises. Pourtant, et c'est là le cœur de la déconnexion, les Bénéfices par Action (EPS) du S&P 500, la courbe bleue qui mesure la réalité des profits, ont continué de s'apprécier résolument, atteignant des sommets jamais vus à 294,245. Le marché des actions semble donc avoir totalement ignoré l'alerte macroéconomique lancée par le LEI. Cette résistance remarquable des bénéfices, face à un indicateur avancé qui criait au ralentissement, s'explique par la performance exceptionnelle d'un petit groupe de géants technologiques. Leurs profits, souvent liés à des thématiques structurelles comme l'intelligence artificielle qui transcendent le cycle économique classique, ont masqué la faiblesse potentielle du reste des entreprises de l'indice, créant une dichotomie sans précédent entre la froide statistique macro-économique et la vigueur des résultats financiers agrégés.



Ce graphique présente le profil d'exposition Gamma de l'indice S&P 500 (SPX) à une échéance imminente, montrant l'équilibre des positions d'options des teneurs de marché. La courbe révèle une chute brutale de l'exposition Gamma nette sous zéro, juste autour du niveau de "Gamma Flip" fixé à 6720,78. Le prix au comptant actuel est extrêmement proche, à 6715,79, positionnant le marché dans une zone de Gamma négative marquée (sous la ligne du zéro). Cette configuration signifie que les teneurs de marché doivent vendre lorsque l'indice baisse et acheter lorsqu'il monte, agissant comme des accélérateurs de tendance plutôt que des stabilisateurs. Le risque immédiat est que toute pression de vente initiale envoie l'indice dans la zone de forte Gamma négative, amplifiant et accélérant la volatilité et le mouvement directionnel. Le niveau du Gamma Flip est le point de pivot critique qui détermine si le marché sera stable (Gamma positive, au-dessus) ou sujet à des mouvements exagérés (Gamma négative, juste en dessous et actuellement le cas).

IV. Métaux de base et Métaux précieux

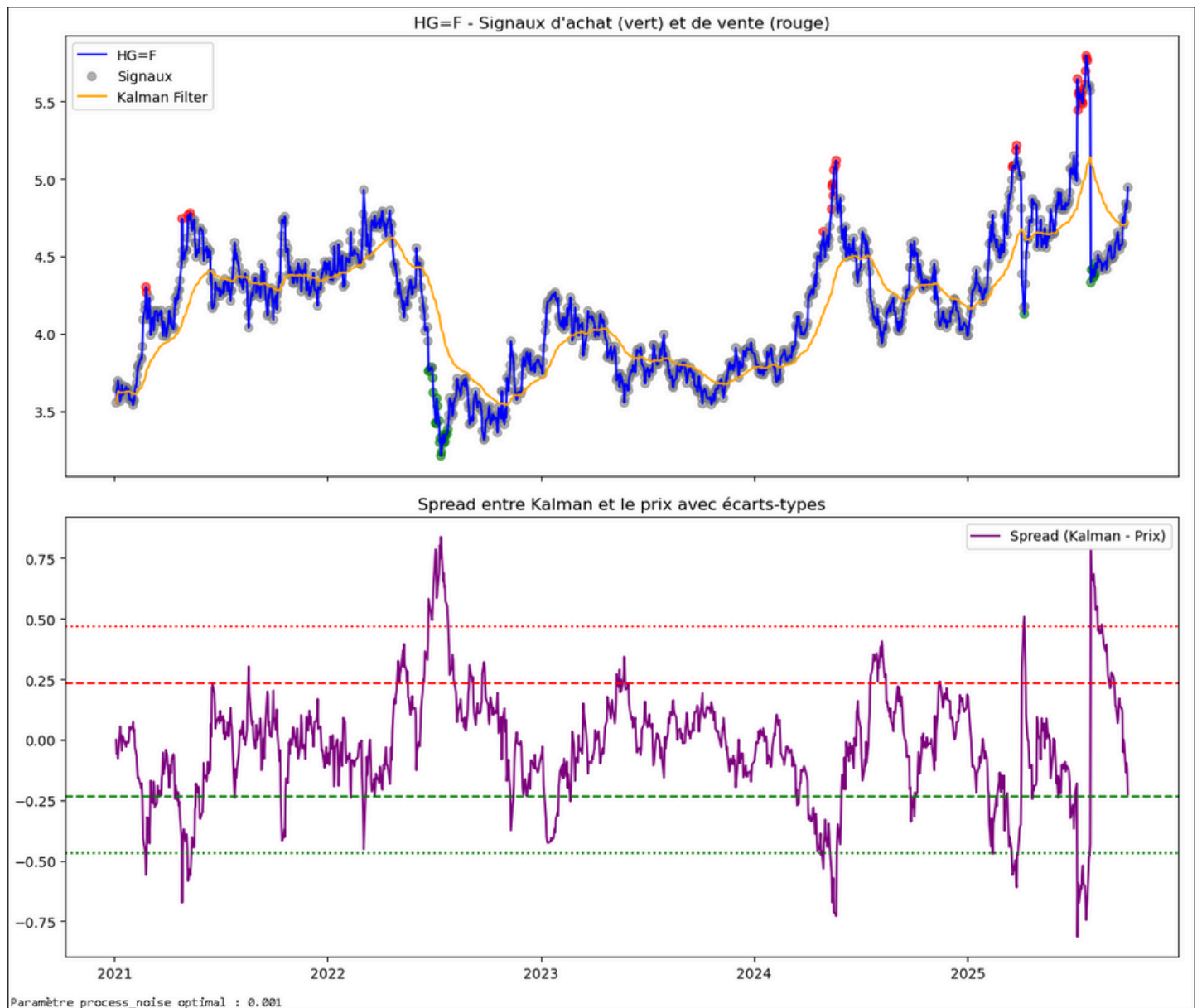
- Cuivre.

Sur les marchés de matières premières, deux types de hausses existent : celles, durables, soutenues par une forte demande, et celles, plus fragiles, déclenchées par des problèmes d'offre. Le cuivre a connu les deux. Aujourd'hui, la flambée des prix au-delà de 10 000 dollars la tonne est clairement liée à des perturbations de production. En quelques mois, plusieurs mines majeures ont subi des accidents : inondations à Kamo-a-Kakula (RDC), incident à El Teniente (Chili), troubles sociaux au Pérou, puis glissement de terrain meurtrier à Grasberg (Indonésie), la deuxième plus grande mine du monde. Ce dernier choc est si important que le retour à une production normale n'est pas attendu avant 2027. Mais ces tensions sur l'offre ne suffisent pas à garantir un cycle haussier durable. Pour cela, il faudrait une demande solide, en particulier de la Chine, qui consomme plus de la moitié du cuivre mondial. Or, son immobilier est en crise et ses exportations souffrent du conflit commercial avec les États-Unis, limitant ses achats. À long terme, la transition énergétique pourrait doubler la consommation d'ici 2035, avec les véhicules électriques et l'électrification des usages. Mais pour l'heure, le marché reste dépendant de chocs ponctuels d'approvisionnement. D'autant que certaines mines pourraient rouvrir (comme Cobre Panamá) et de nouveaux projets entrer en production d'ici 2026. Ainsi, malgré des prix historiquement élevés, près de 9 600 dollars la tonne en moyenne cette année, seule une reprise réelle de la demande mondiale pourrait prolonger durablement la hausse.



Source : Bloomberg

Les rapports hebdomadaires du CFTC sur les positions des traders montrent clairement que le marché du cuivre a suivi le même schéma que l'évolution des prix. Au cœur de l'été, on a assisté à une montée en puissance des positions longues spéculatives, signe que les fonds et les investisseurs anticipaient une hausse durable. Ce regain d'appétit spéculatif correspond à la phase d'accélération des prix, quand l'optimisme autour d'une relance chinoise et d'un assouplissement monétaire américain a dominé le sentiment de marché. Mais à partir de la fin août, la situation s'est retournée. Les positions longues ont commencé à se réduire, traduisant un désengagement progressif des spéculateurs qui prenaient leurs bénéfices après le rallye. En parallèle, on a vu une remontée des positions courtes, ce qui reflète une prudence accrue face aux données économiques moins encourageantes et à la force du dollar. Cette bascule dans la structure du marché s'est faite en parallèle de la correction brutale des prix et confirme que l'élan spéculatif s'est essoufflé.



Au cours des cinq derniers mois, le marché du cuivre a traversé une phase particulièrement mouvementée. Pendant l'été 2025, les prix ont connu une envolée rapide, s'écartant nettement de leur tendance moyenne. Cet emballement a été porté par les anticipations d'un assouplissement monétaire de la Réserve fédérale, par les annonces de relance venues de Pékin dans l'immobilier et les infrastructures, mais aussi par le rôle croissant du métal dans la transition énergétique, notamment pour les réseaux électriques et les véhicules à batterie. L'optimisme était tel que le marché s'est retrouvé en situation de surachat, ce que l'on observe dans l'écart avec le filtre de Kalman qui a atteint des niveaux extrêmes au début du mois d'août. La suite a été beaucoup moins favorable. Dès la fin de l'été, les signaux macroéconomiques sont venus calmer les ardeurs : ralentissement de l'activité industrielle aux États-Unis et en Europe, regain de vigueur du dollar qui a pesé sur les matières premières, et surtout un doute persistant sur la solidité de la demande chinoise. Malgré les plans de soutien, les stocks restaient élevés dans les ports et la consommation intérieure ne suivait pas les prévisions. Ces éléments ont déclenché une correction brutale, ramenant les prix dans le sillage du Kalman et inversant complètement le spread, qui a glissé jusqu'à frôler une zone de survente.

- Gold.

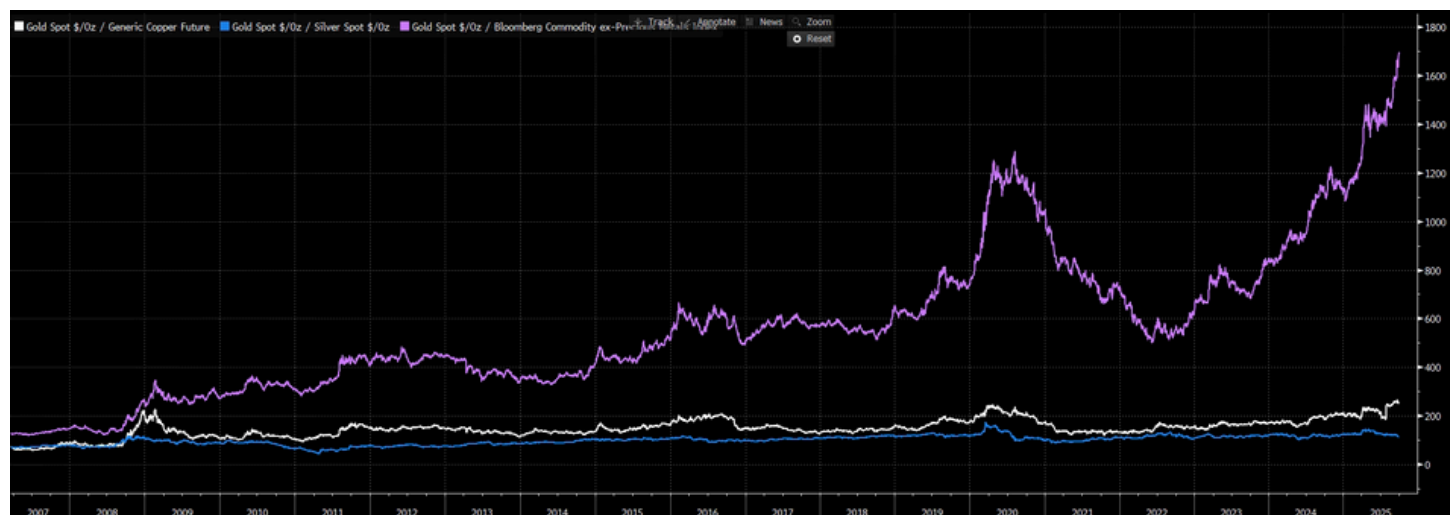
Le dollar a enregistré une légère hausse, exerçant une pression sur l'or, dont le prix est libellé en devise américaine. Après une série de sommets atteints ces dernières semaines, le métal précieux semble davantage exposé aux prises de bénéfices. Depuis un mois, sa performance dépasse largement celle de l'indice S&P 500, le plaçant en zone de surachat. Depuis le début de l'année, l'or a grimpé de 47 %, s'orientant vers son plus fort gain annuel depuis 1979. Cette envolée est soutenue par les achats des banques centrales et l'augmentation des avoirs dans les fonds négociés en bourse adossés à l'or, alors que la Réserve fédérale a repris sa politique de baisse des taux. En l'absence de données officielles, les économistes et les responsables de la politique monétaire s'appuient désormais davantage sur des rapports privés pour évaluer l'état du marché de l'emploi et de l'économie en général. Les chiffres concernant l'emploi non agricole, initialement attendus vendredi, seront reportés en raison de la fermeture des administrations. Les opérateurs de marché renforcent leurs anticipations de deux nouvelles baisses de taux d'ici la fin de l'année, dans un contexte de ralentissement du marché du travail. La baisse du coût de l'emprunt tend à soutenir l'or, qui ne génère pas de rendement, tout en le rendant plus accessible lorsque le dollar faiblit.

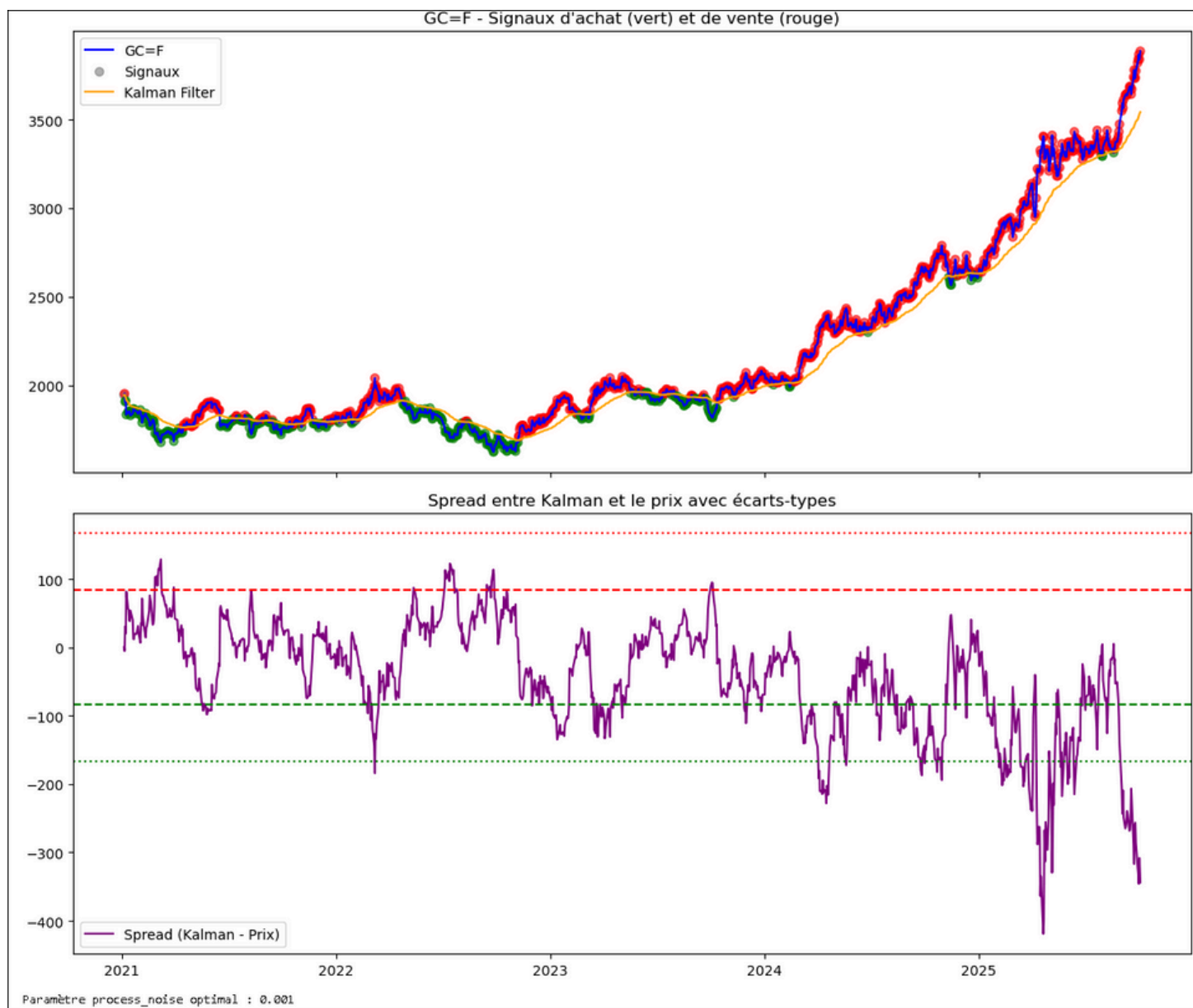


Source : Bloomberg

Le graphique met en évidence la flambée spectaculaire du prix de l'or par rapport à d'autres actifs comme le cuivre, l'argent et les matières premières hors métaux précieux. La courbe violette, représentant le ratio entre le cours de l'or et l'indice Bloomberg des matières premières (hors métaux précieux), atteint des niveaux historiquement élevés, signalant que l'or est devenu particulièrement cher par rapport au reste du marché des matières premières.

Cette surperformance indique une forte demande pour le métal jaune, souvent perçu comme une valeur refuge, dans un contexte de taux en baisse, d'incertitudes économiques et d'achats massifs par les banques centrales. Parallèlement, les prix du cuivre et de l'argent, bien qu'en légère hausse, restent relativement stables, accentuant encore davantage la cherté relative de l'or aujourd'hui.





Le graphique montre clairement que le prix de l'or a fortement grimpé ces dernières années, atteignant aujourd'hui des sommets rarement observés. En suivant l'évolution des cours à l'aide d'un filtre de Kalman, on voit apparaître des points de tension : les écarts entre le prix réel et sa trajectoire estimée deviennent de plus en plus marqués. Les points rouges, qui signalent des zones de surchauffe, se multiplient à mesure que l'or s'éloigne de sa trajectoire de fond. Dans la partie basse du graphique, l'indicateur de spread affiche une divergence importante : le prix actuel est bien au-dessus de ce que le modèle estime être sa « juste valeur ». En résumé, l'or semble aujourd'hui particulièrement cher. Ce décalage entre le prix et sa tendance de fond pourrait indiquer que le marché est allé un peu trop vite, un peu trop haut, un signal de prudence pour ceux qui envisagent d'acheter à ces niveaux.

V- Energie

L'OPEP+ adopte une approche prudente pour maintenir sa position sur le marché mondial du pétrole, même si des signes indiquent qu'un excédent tant redouté commence à se dessiner. Pour le deuxième mois consécutif, l'organisation et ses alliés ont décidé de réintroduire progressivement une partie de la production suspendue, en n'ajoutant que 137 000 barils par jour. Ce rythme, plus lent que celui observé plus tôt dans l'année, a été retenu malgré des divergences initiales entre les deux poids lourds du groupe, l'Arabie saoudite et la Russie. Officiellement, le cartel reste optimiste quant aux perspectives économiques mondiales et juge la situation actuelle du marché plutôt stable. Toutefois, certains membres commencent à exprimer des inquiétudes face à un contexte potentiellement plus complexe. L'Algérie, par exemple, a évoqué un possible ralentissement de la demande. Selon des observateurs, cette décision traduit une volonté claire de rester sur la défensive. L'organisation semble déterminée à éviter tout effondrement des prix, même en cas de surabondance de l'offre.



Source : Bloomberg

L'OPEP+ a choisi de réintroduire progressivement une partie de sa production, malgré un contexte de plus en plus défavorable sur le marché pétrolier. Les signaux d'un excédent croissant se multiplient : la courbe des contrats à terme, scrutée de près par le cartel, montre des signes de faiblesse, les cargaisons de brut s'accumulent en mer, et l'Agence internationale de l'énergie anticipe un déséquilibre record entre l'offre et la demande dès l'an prochain.

L'OPEP+ a choisi de réintroduire progressivement une partie de sa production, malgré un contexte de plus en plus défavorable sur le marché pétrolier. Les signaux d'un excédent croissant se multiplient : la courbe des contrats à terme, scrutée de près par le cartel, montre des signes de faiblesse, les cargaisons de brut s'accumulent en mer, et l'Agence internationale de l'énergie anticipe un déséquilibre record entre l'offre et la demande dès l'an prochain. Avant la réunion, des divergences existaient entre les principaux membres : la Russie privilégiait une position visant à soutenir les prix, tandis que l'Arabie saoudite semblait davantage préoccupée par la reconquête de parts de marché. Néanmoins, un terrain d'entente a été trouvé rapidement, la réunion ne durant que quelques minutes.

Ce contexte intervient alors que le prince héritier saoudien est attendu à Washington le mois prochain, dans une période où le Royaume doit composer avec des enjeux géopolitiques sensibles. Les cours du pétrole ont chuté à leur plus bas niveau en quatre mois la semaine dernière, révélant que l'excédent qui avait jusqu'ici été absorbé par la Chine commence à se faire sentir. Après une certaine stabilité cet été, les contrats à terme sur le Brent ont perdu 8 % en une semaine avant de remonter légèrement. Des analystes de Wall Street prévoient que les prix pourraient descendre sous la barre des 60 dollars, d'autant que la production augmente dans plusieurs pays producteurs comme les États-Unis, le Brésil, le Canada et la Guyane. Face à ces évolutions, l'OPEP+ avance désormais prudemment. La reprise graduelle de la production décidée pour novembre correspond à une nouvelle étape dans le plan de réactivation des 1,65 millions de barils par jour suspendus depuis 2023. Cela fait suite à la remise en production accélérée d'un autre volume de 2,2 millions de barils, achevée plus tôt que prévu. Cependant, les volumes réellement remis sur le marché restent inférieurs aux objectifs initiaux. Certains pays membres agissent avec retenue pour compenser des excès passés, tandis que d'autres rencontrent des difficultés techniques ou économiques, comme des champs vieillissants, des sanctions internationales ou un manque d'investissements. En réalité, seule l'Arabie saoudite dispose encore d'une marge de manœuvre significative pour augmenter rapidement sa production. C'est d'ailleurs elle qui a impulsé le changement de cap en avril dernier, rompant avec des années de politique axée sur le soutien aux prix, dans le but de récupérer des parts de marché perdues face à la concurrence, notamment du pétrole de schiste américain. Reste à savoir si Riyad pourra maintenir cette stratégie sur la durée. Le recul des prix pourrait accentuer les déséquilibres budgétaires du royaume, bien que l'augmentation récente de ses exportations, à un plus haut depuis 18 mois, offre un certain répit. L'AIE estime que les stocks mondiaux pourraient croître de 3 millions de barils par jour ce trimestre, et jusqu'à 4 millions en début d'année prochaine. Le redémarrage d'un oléoduc en Irak, resté à l'arrêt pendant deux ans, pourrait également accentuer cet excès d'offre à moyen terme. Enfin, l'écart de prix entre les contrats à court terme et ceux à plus long terme s'est réduit à son plus bas niveau depuis près d'un an. Même les analystes traditionnellement optimistes sur le pétrole commencent à revoir leurs prévisions à la baisse.

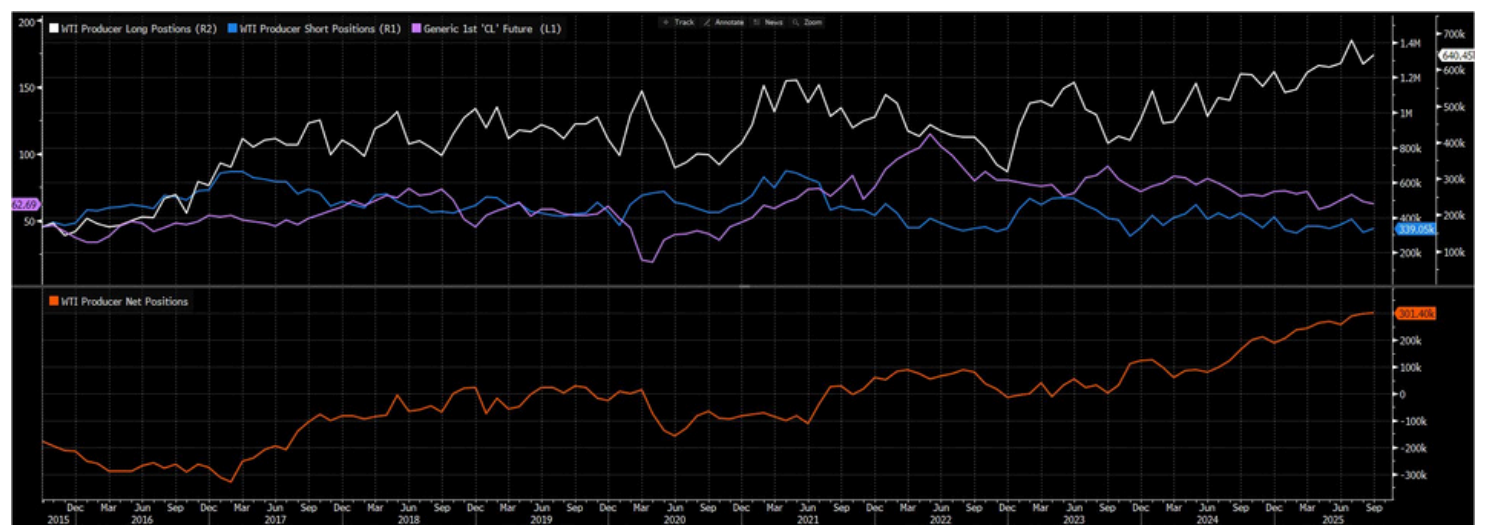
Le graphique illustre l'évolution parallèle du prix du pétrole brut américain (courbe bleue) et du nombre d'appareils de forage pétroliers et gaziers en activité aux États-Unis et au Texas (courbes blanche et violette). On y voit clairement que les mouvements du prix du baril influencent directement le niveau d'activité de forage.

À partir de la fin de l'année 2020, les cours du pétrole se sont nettement redressés, passant d'environ 40 dollars à plus de 100 dollars le baril au milieu de 2022. Ce rebond s'explique par la reprise économique mondiale après la crise sanitaire et par les tensions géopolitiques apparues avec la guerre en Ukraine. Cette hausse a incité les compagnies pétrolières à intensifier leurs forages, ce qui se traduit par une augmentation rapide du nombre de rigs, atteignant un sommet autour de 2022.

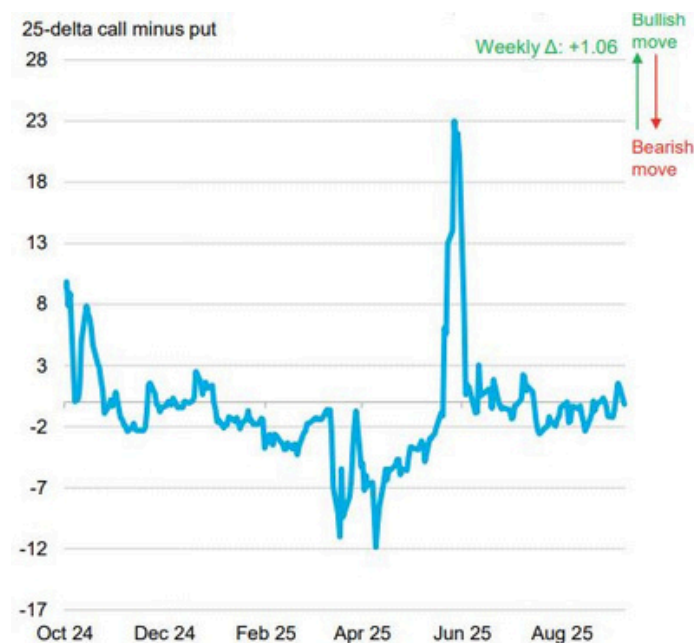
Par la suite, le marché est entré dans une phase de repli : les prix du brut ont progressivement diminué, oscillant autour de 60 à 80 dollars le baril, tandis que le nombre de forages actifs a reculé de manière continue. Ce ralentissement reflète la prudence accrue des producteurs face à un contexte de prix plus faibles et à des conditions économiques moins favorables.

Dans l'ensemble, le graphique met bien en évidence le caractère cyclique de l'industrie pétrolière : lorsque les prix montent, l'investissement et l'activité de forage augmentent, mais dès que les cours se replient, les compagnies ajustent rapidement leur production.

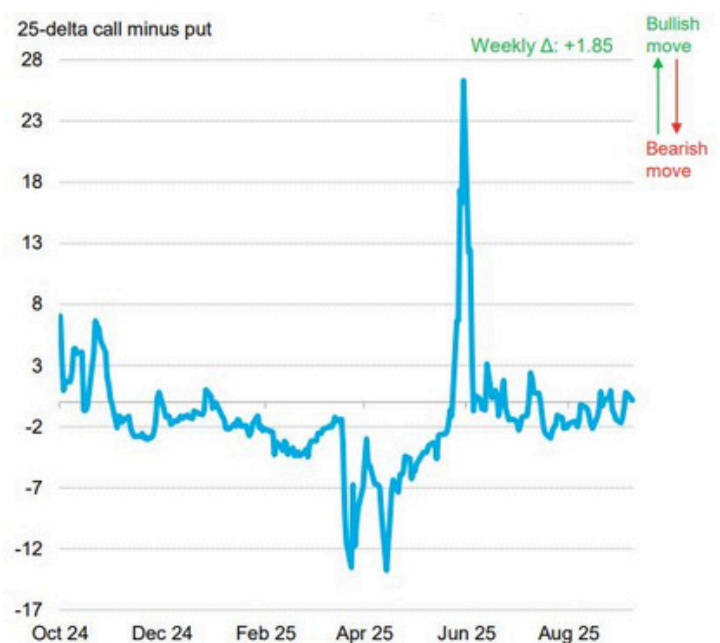




Normalement, les producteurs se couvrent contre une baisse des prix en prenant des positions short sur les contrats à terme. Si leurs positions longues augmentent alors que le pétrole recule, cela indique plutôt qu'ils ferment une partie de leurs couvertures ou qu'ils anticipent un rebond des prix, adoptant ainsi une posture plus optimiste vis-à-vis du marché.



Brent

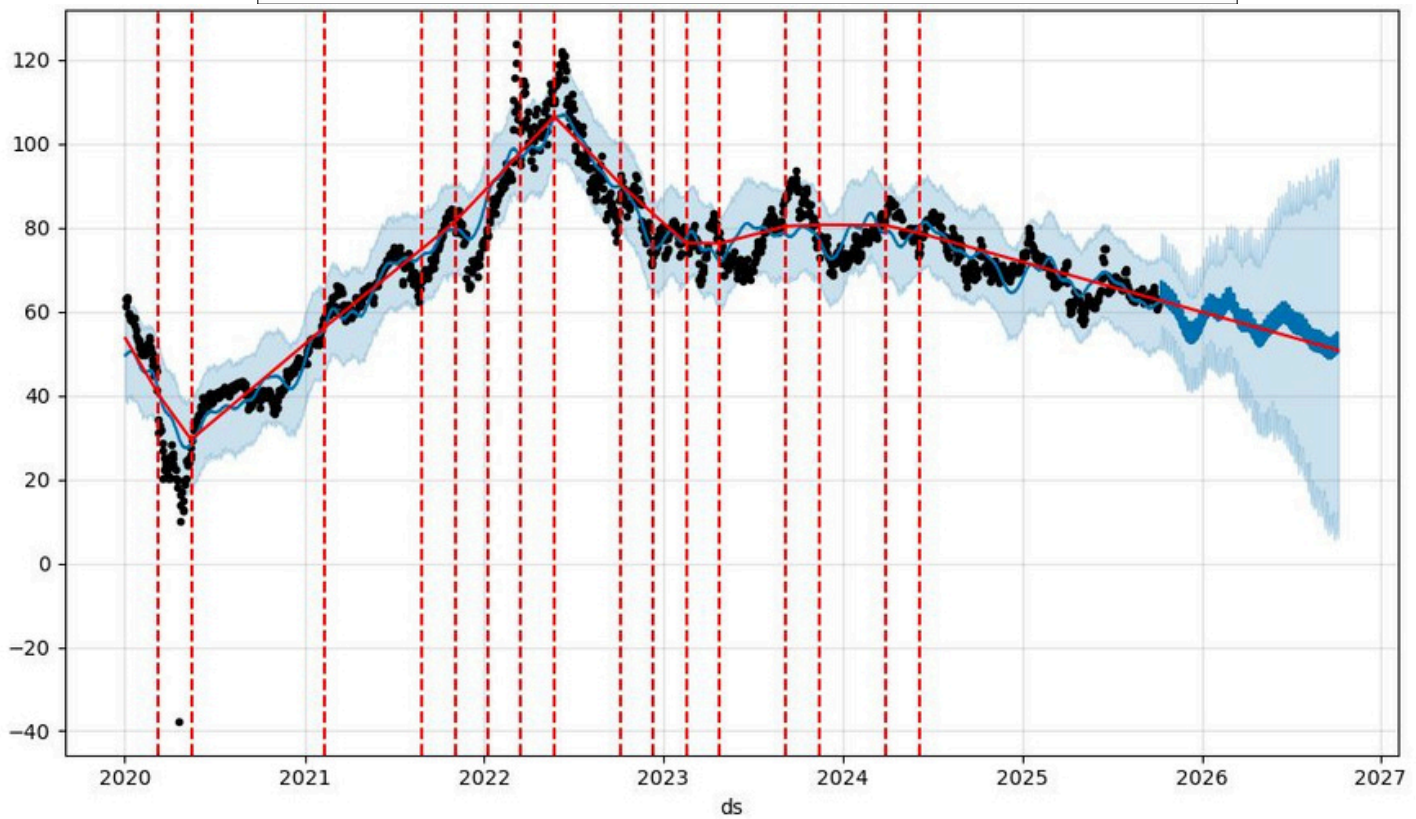
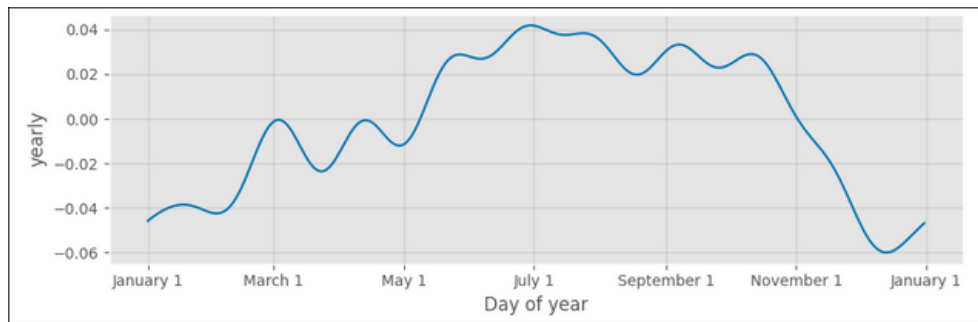


WTI

Source : Bloomberg

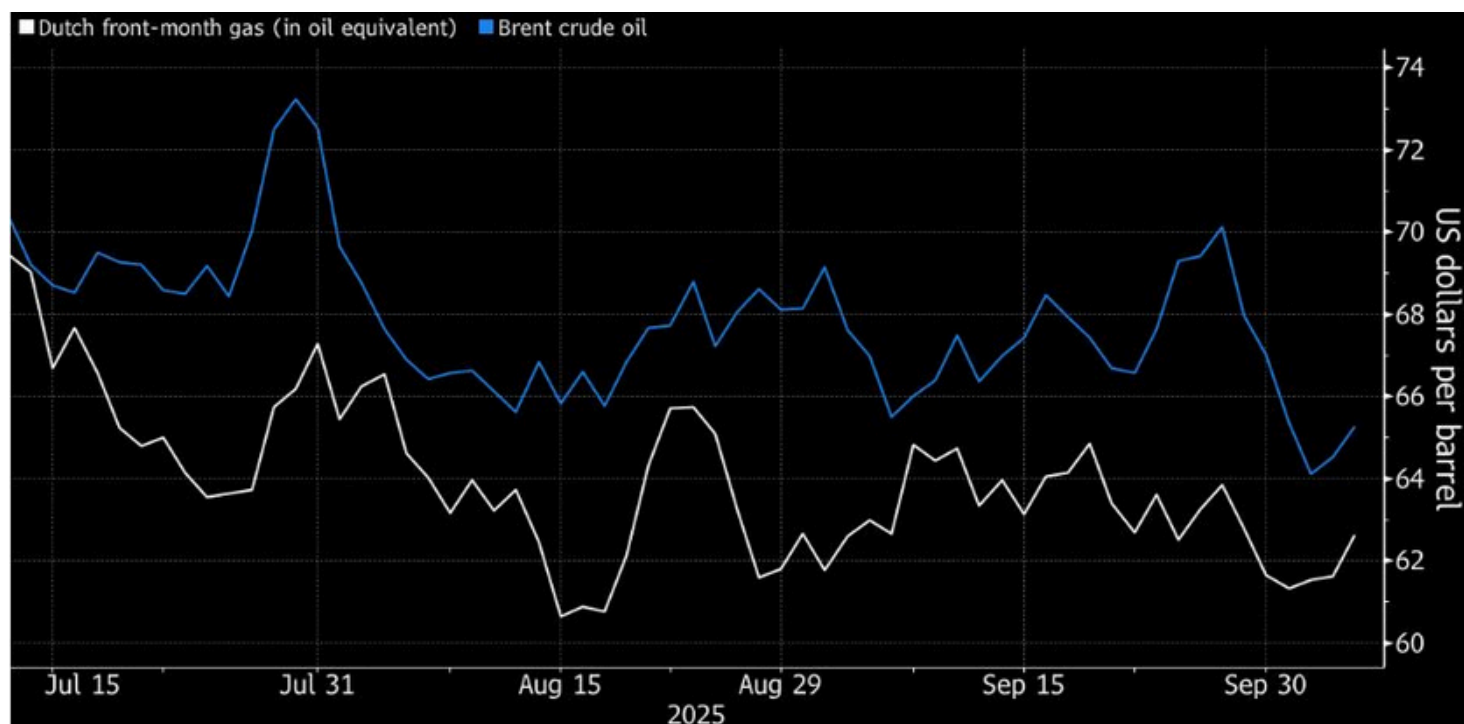
Après une légère incursion en territoire négatif, les Risk Reversal 25d repartent de nouveau à la baisse, témoignant de la crainte de la solidité du rebond des indices pétroliers. Ceci nous conforte dans l'hypothèse que les risques de surproduction demeurent bien présent à court terme et qu'il ne serait pas étonnant d'assister à une nouvelle phase de baisse en direction des 55\$ pour le WTI.

Si l'on regarde une nouvelle fois la saisonnalité du pétrole, on constate que le 4e trimestre n'est jamais favorable à l'or noir.



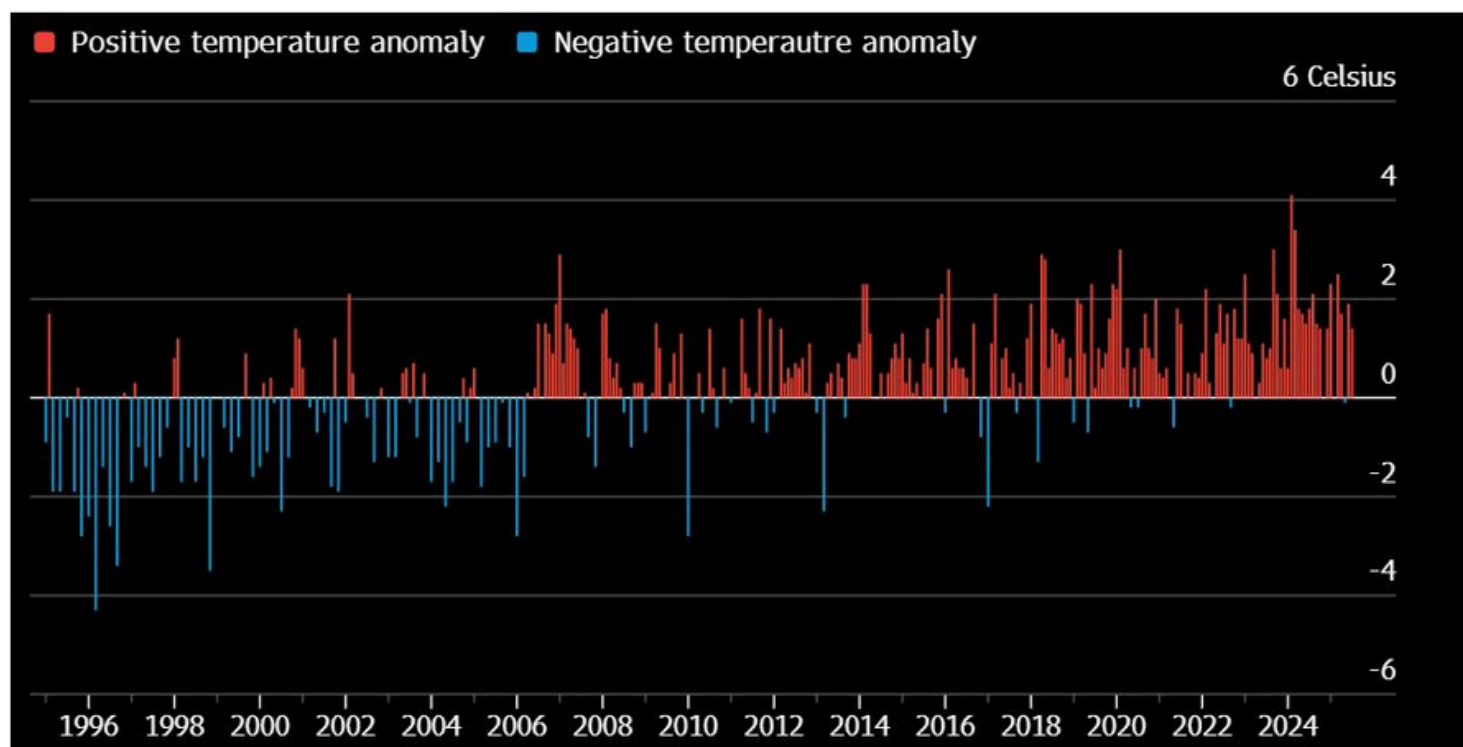
Nat Gas & LNG

Les prix du gaz naturel en Europe sont repartis à la hausse, stimulés par des prévisions météo annonçant un net rafraîchissement, ce qui laisse prévoir une augmentation de la demande de chauffage dans les semaines à venir. Le contrat de référence a dépassé les 32 € le mégawattheure, un seuil rarement atteint ces derniers jours. Plusieurs modèles climatiques tablent sur des températures inférieures aux normales saisonnières, notamment en Europe centrale et dans le sud-est du continent, ce qui devrait entraîner une consommation accrue de gaz. La remontée du pétrole a aussi contribué à ce mouvement, l'OPEP+ ayant décidé une hausse modérée de sa production, éloignant ainsi le risque d'un afflux excessif d'offre. Malgré ces tensions haussières, les réserves européennes demeurent bien garnies après un été de remplissage efficace. Les prix restent donc environ 20 % plus bas qu'à la même période en 2024, même si le marché reste attentif aux aléas météorologiques et aux incertitudes géopolitiques susceptibles de perturber l'équilibre actuel.



Les marchés surveillent de près les flux en provenance de la Norvège, principal fournisseur de gaz de l'Europe, après des interruptions imprévues ce week-end et des problèmes persistants sur le grand champ de Troll. Les livraisons norvégiennes ont augmenté par rapport aux creux du mois précédent avec la fin des travaux de maintenance saisonniers, mais elles demeurent encore en dessous de leur pleine capacité.

Le vaste champ gazier norvégien de Troll fait l'objet de nouvelles opérations de maintenance non planifiées en raison de « problèmes de procédé », a indiqué le gestionnaire du réseau Gassco AS dans un avis officiel. Ces restrictions s'ajoutent aux travaux déjà en cours sur le site, qui devraient se poursuivre jusqu'au mois de novembre.

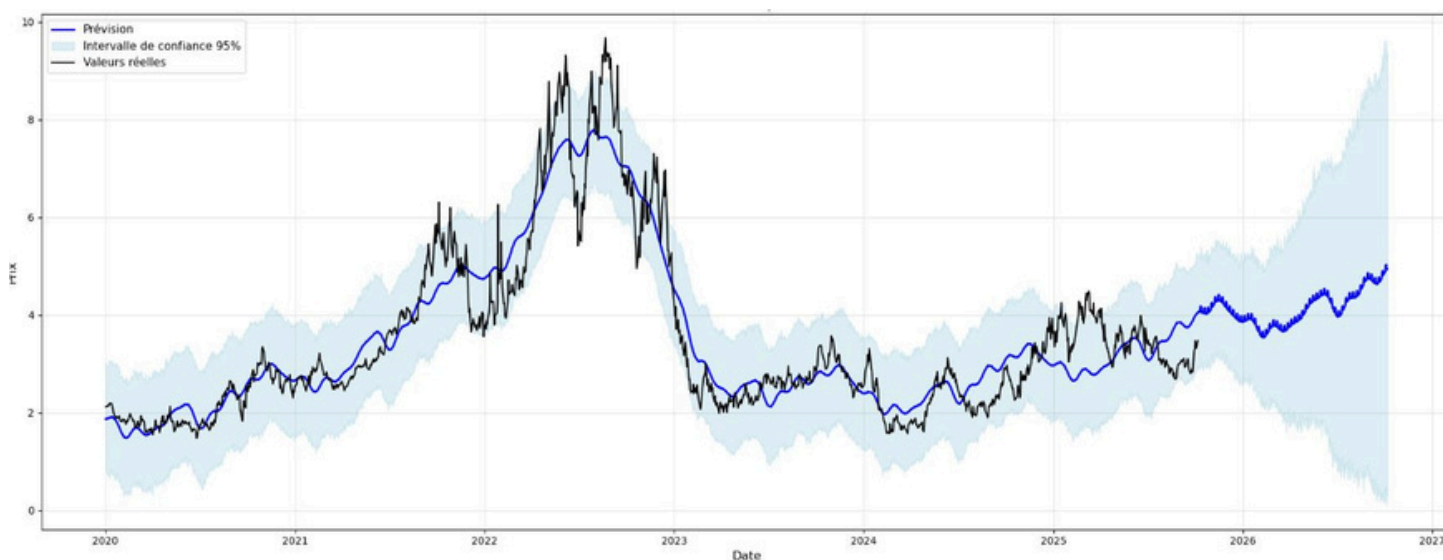
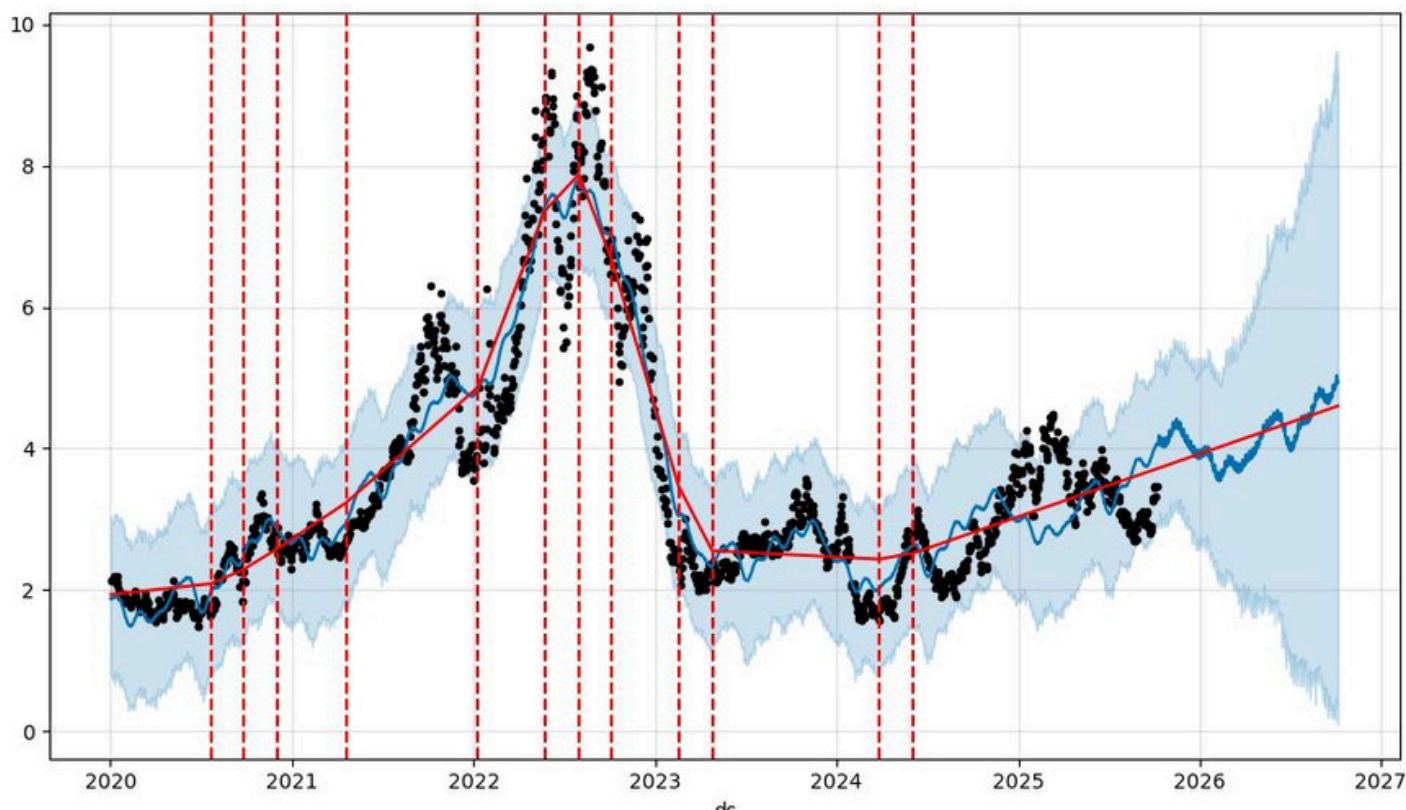


Un climat en réchauffement perturbe systématiquement les modèles météorologiques habituels dans le monde, provoquant des modifications des conditions atmosphériques et océaniques qui ont un impact direct sur les marchés de l'énergie. L'Europe est l'une des régions qui se réchauffe le plus rapidement, avec une température moyenne désormais supérieure de 2,4 °C aux niveaux préindustriels, et les effets sont déjà perceptibles. La volatilité croissante des conditions météorologiques influence tout, de la production d'énergies renouvelables à la demande et aux prix de l'énergie.

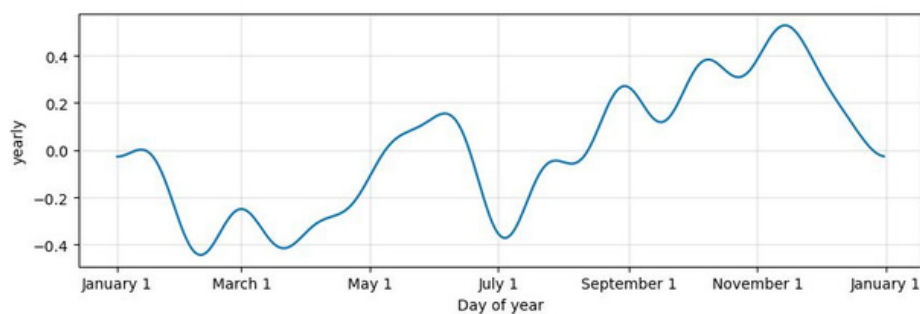
Les hivers plus doux et les étés plus chauds modifient fortement la demande d'électricité en Europe, avec une hausse marquée de la climatisation en Méditerranée (+73 % de jours de refroidissement depuis 2000) et une volatilité accrue des prix due aux pics de température. Dans les régions hydroélectriques clés (Nordiques et Alpes), les précipitations augmentent, mais les décalages saisonniers perturbent les niveaux d'eau, tandis que sécheresses et vagues de chaleur menacent le transport fluvial et la production nucléaire. La production éolienne faiblit dans les principaux pays producteurs (Danemark, Allemagne, Royaume-Uni) avec des vitesses de vent en baisse, augmentant le risque de journées à faible potentiel. La couverture nuageuse évolue de manière inégale, limitant parfois le solaire en Méditerranée mais offrant des opportunités dans le Nord.



JVR INVEST
GET HIGHER

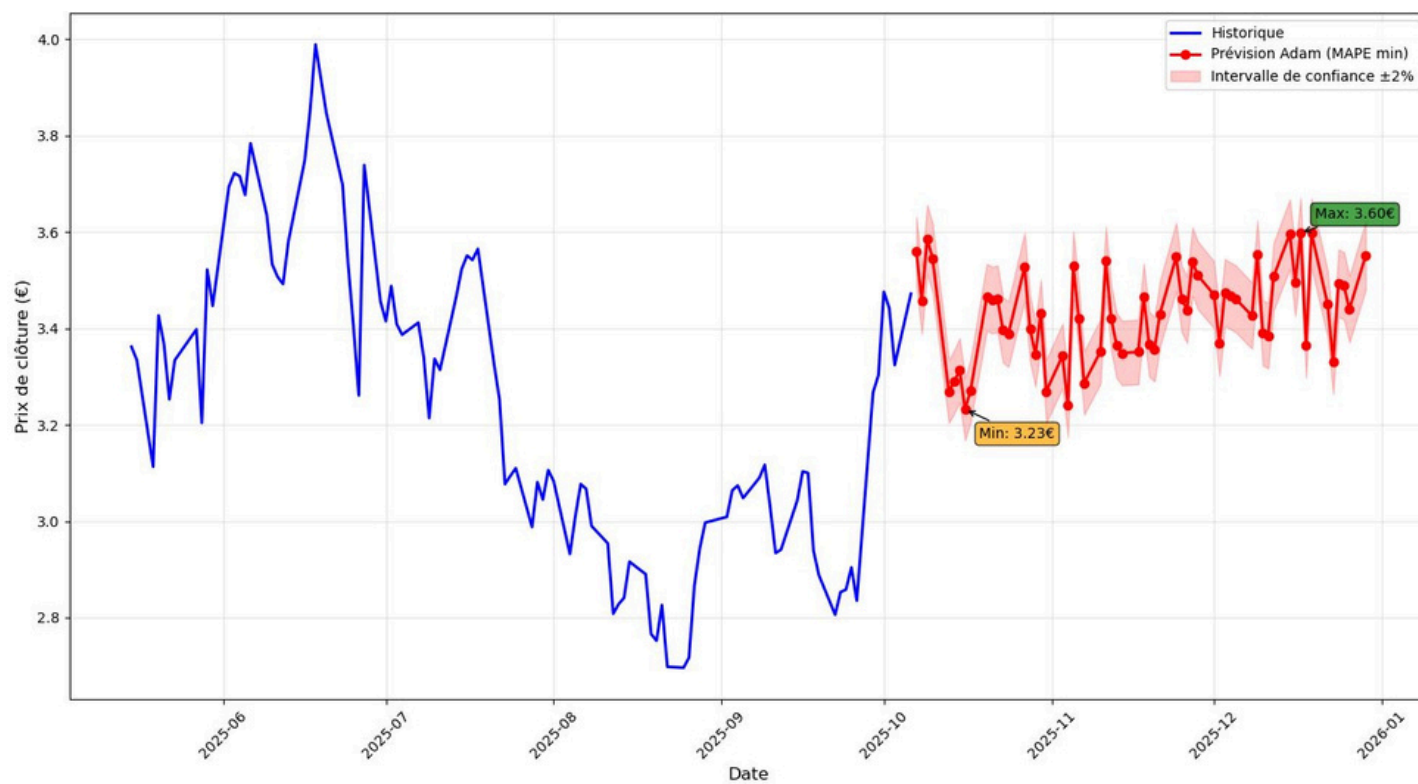


===== RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS =====
 Dernier prix réel (2025-10-06) : 3,48
 Révision à 30 jours : 4,21
 Révision à 90 jours : 3,99
 Révision à 365 jours : 4,94





JVR INVEST
GET HIGHER



VI- Forex

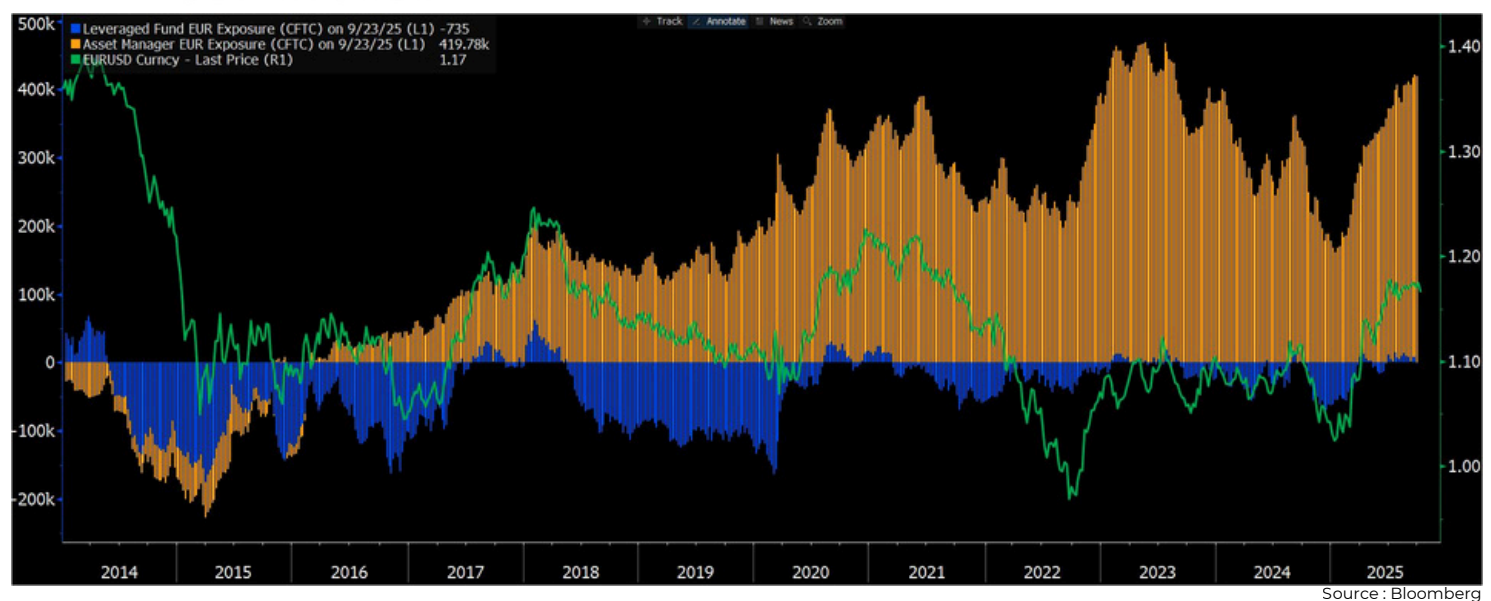
L'élan haussier de l'euro-dollar montre des signes d'essoufflement ; les principaux moteurs de notre scénario positif, à savoir un ralentissement marqué de l'économie américaine combiné à un renforcement des données en zone euro, n'ont pas encore été observés de manière convaincante. D'autres facteurs pourraient toutefois soutenir les positions haussières, comme les écarts de taux actuels et attendus favorables, ainsi qu'un retour à des arguments structurellement positifs tels que la dynamique de la dette, les inquiétudes concernant l'indépendance de la Fed et leurs implications pour l'inflation à long terme.



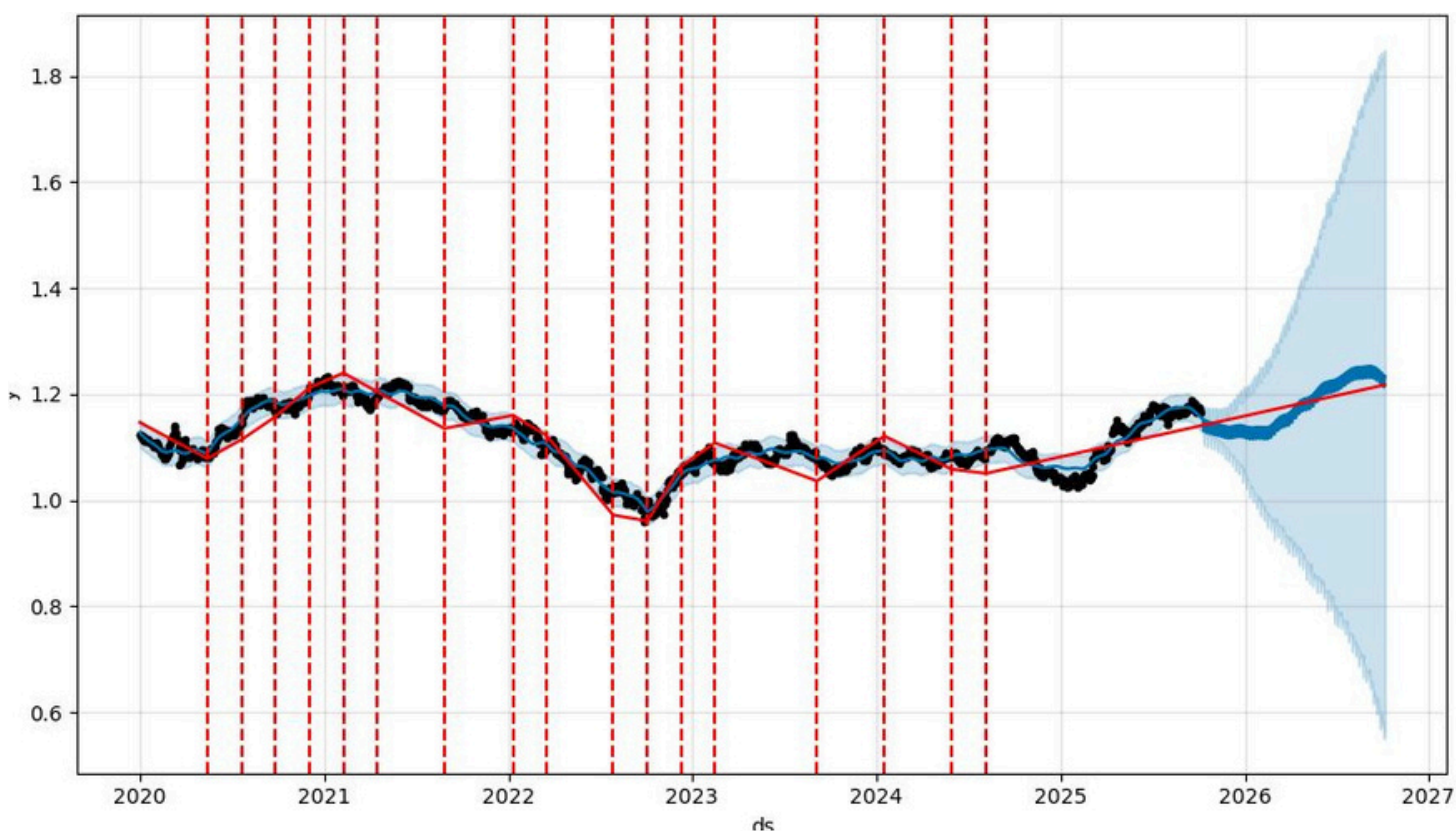
Les perspectives actuelles et attendues des politiques de la BCE et de la Fed, ainsi que les différentiels de taux qui y sont associés, ont perdu de leur impact ces dernières semaines, mais devraient continuer à soutenir le socle haussier de l'euro-dollar. Le cycle de la BCE, avec 200 points de base d'assouplissement monétaire depuis le début du cycle en juin 2024, touche presque à sa fin, tandis que la Fed pourrait encore procéder à de nouvelles baisses de taux dans les mois à venir. L'incertitude principale concerne l'ampleur de ces réductions : 100 ou 150 points de base au cours des 12 prochains mois, à partir du niveau actuel de 4,25 %. Le différentiel de rendement à deux ans entre l'euro et le dollar est passé de près de -160 points de base début octobre à 153 points le 10 octobre, ce qui aurait normalement dû soutenir l'euro-dollar, mais cela n'a pas encore eu l'effet escompté.



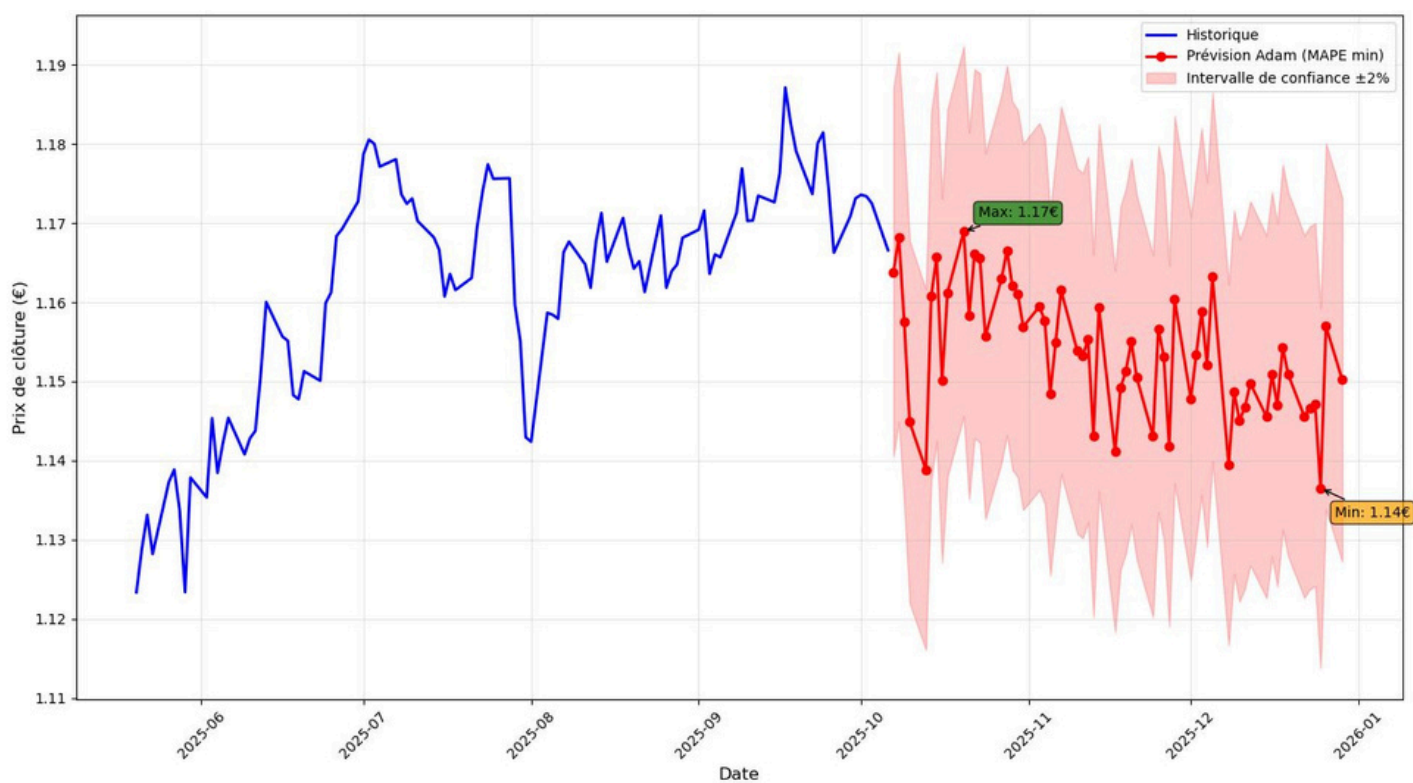
JVR INVEST
GET HIGHER



Les fonds à effet de levier maintiennent de légères positions sous-pondérées sur l'euro, tandis que les gestionnaires d'actifs ont des positions longues particulièrement étendues, atteignant des niveaux inédits depuis la mi-2022, selon les données de la CFTC. Cela correspond à notre vision haussière, à la fois structurelle et cyclique, sur l'euro-dollar, mais cela signifie aussi que les positions sont devenues tendues et pourraient amplifier tout repli éventuel. En parallèle, les fonds à effet de levier disposent encore d'une marge pour augmenter leurs positions longues sur l'euro-dollar, bien que le positionnement actuel limité reflète une fatigue persistante du dollar baissier. Dans l'ensemble, cela suggère que le positionnement pourrait accentuer tout recul de l'euro-dollar et que de nouvelles hausses risquent de se heurter à des difficultés en l'absence d'un catalyseur haussier.



Dernier prix réel (2025-10-06) : 1.17
Prévision à 30 jours : 1.14
Prévision à 90 jours : 1.12



Notre allocation d'actifs pour 2025:

Classe de actifs	Négatif	Neutral	Positif
Actions États-Unis			
Actions Europe			
Actions Emergents			
Bonds			
Or			
Pétrole			
Cryptomonnaies			
Immobilier			

DISCLAIMER :

Cette newsletter est destinée à des investisseurs qualifiés et ne constitue en aucun cas une offre commerciale ou une invitation à acheter les produits mentionnés. Elle est établie exclusivement pour les destinataires et est considérée comme confidentielle. Les idées et opinions exprimées dans ce message sont celles de son auteur, JVRinvest SARL. Le but de la newsletter est de fournir des informations et d'aider les investisseurs dans la prise de leurs décisions. Toute publication, utilisation, distribution, impression ou copie non autorisée de cette newsletter doit être préalablement autorisée par JVRinvest SARL. JVRinvest SARL décline toute responsabilité quant à cette newsletter, en cas de modification.