

Décembre 2025

Newsletter



Message du CEO

Chers lecteurs,

Macron est revenu de Chine avec exactement ce qu'il était parti chercher : rien. Pékin l'a écouté poliment, puis a continué comme si de rien n'était. Une démonstration limpide : l'Europe n'a plus le poids pour infléchir la moindre trajectoire géopolitique. À force de donner des leçons au monde sans s'en donner à elle-même, elle a fini par devenir inaudible. Sur l'Ukraine, même scénario : tout le monde parle de négociations, mais personne ne les voit venir. Moscou attend, Kiev encaisse, Washington calcule. Et l'Europe ?

Elle paye, elle subit, elle observe, spectatrice de sa propre sécurité. Et puisqu'un malheur ne vient jamais seul, l'Espagne s'offre une crise de corruption au sein même du pouvoir. Une affaire de plus dans une Union qui collectionne les scandales comme d'autres collectionnent les timbres. Comment s'étonner que la confiance des citoyens s'effrite, alors que ceux qui sont censés incarner la démocratie ressemblent parfois davantage à des gestionnaires d'intérêts privés qu'à des serviteurs de l'État ?

Pendant que d'autres continents avancent, innovent, réindustrialisent et investissent, l'Europe perfectionne son immobilisme : sommets interminables, visions floues, décisions tièdes. Elle s'étonne ensuite d'afficher une croissance digne d'un organisme sous sédatif.

La vérité dérange, mais la voici :

L'Europe est devenue une puissance qui s'excuse d'exister, empêtrée dans ses crises internes, incapable de parler d'une seule voix, et trop occupée à gérer ses querelles politiques pour regarder le monde tel qu'il est réellement. À ce rythme, elle risque de devenir ce qu'elle redoute le plus : une civilisation brillante, mais reléguée au rang de relique économique.

Dans l'attente de vous revoir bientôt, prenez soin de vous.

Joaquin Vispe

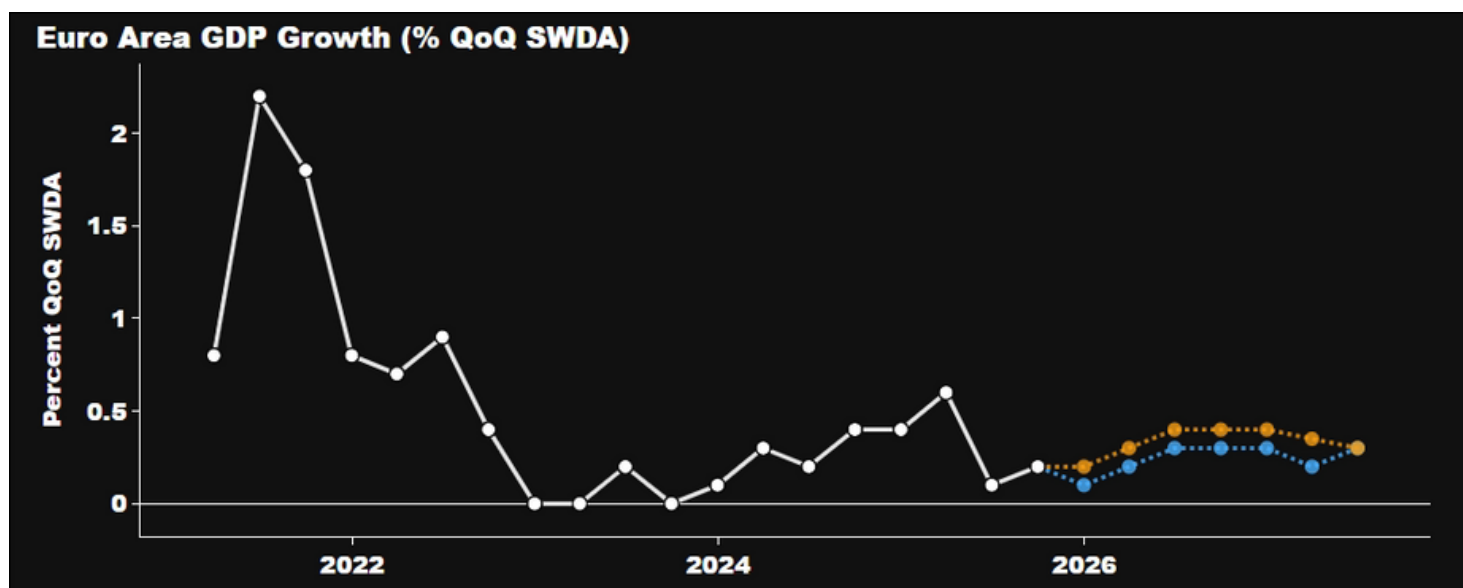




JVR INVEST
GET HIGHER

I - Point Macroéconomique

La zone euro évolue dans un contexte économique marqué par une croissance inférieure à son rythme tendanciel, un marché du travail solide, une inflation en voie de normalisation et une politique monétaire qui s'oriente vers la prudence. Les données récentes permettent de dresser un panorama cohérent de l'activité économique et des défis à venir. La progression du PIB devrait se limiter à 0,1 % au quatrième trimestre 2025, après 0,2 % au trimestre précédent, un rythme inférieur à une cadence d'environ 0,3 % considérée comme normale. Ce ralentissement prolongé s'explique par un investissement des entreprises en retrait et une demande extérieure affaiblie, en lien avec une incertitude persistante et un recul des importations américaines. Les enquêtes PMI apportent toutefois une note plus positive : la moyenne de l'indice composite atteint 52,5 en octobre-novembre, contre 51,0 au troisième trimestre, ce qui suggère un regain d'élan. À moyen terme, la croissance annuelle devrait néanmoins tomber à 0,9 % en 2026 après 1,4 % en 2025.



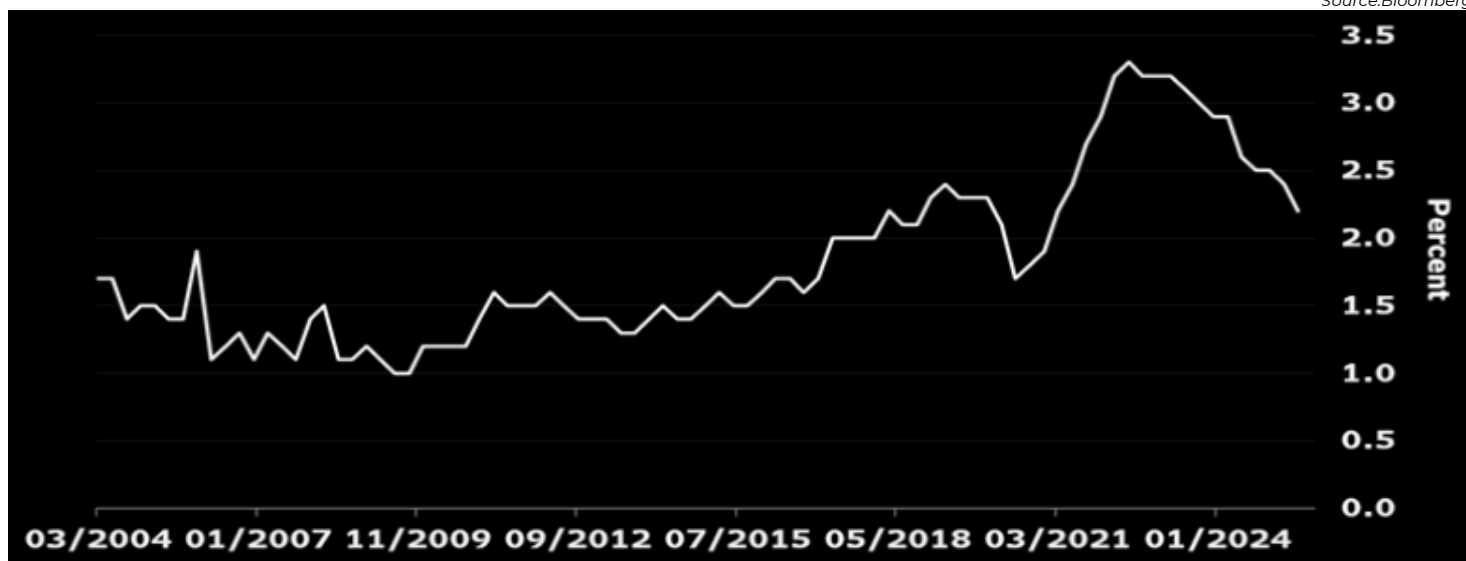
Source: Bloomberg



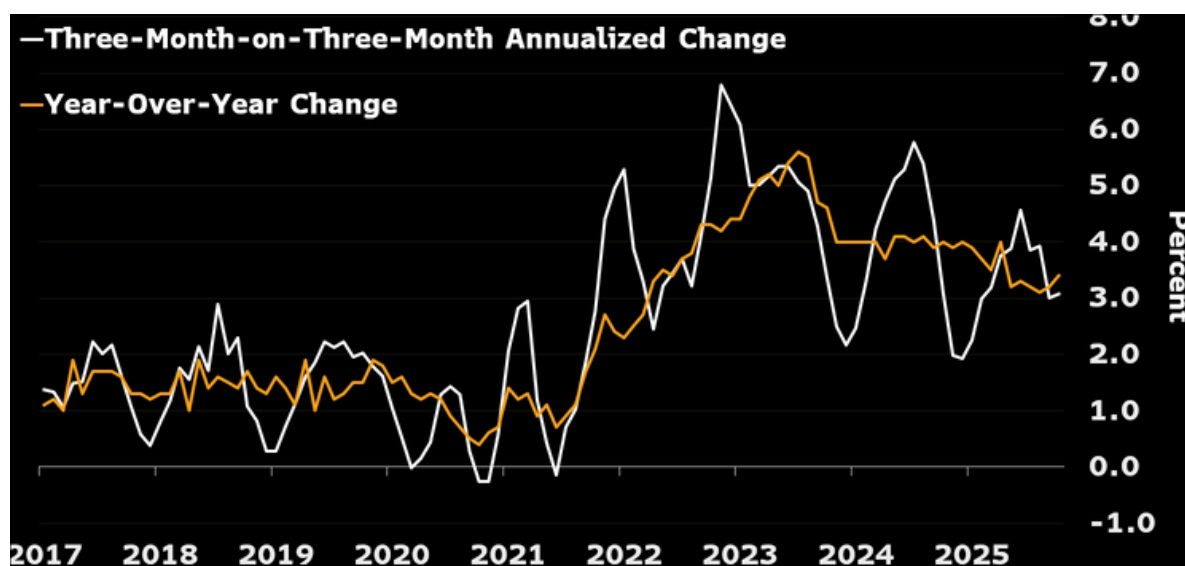
JVR INVEST
GET HIGHER

Le marché du travail reste résilient, avec un taux de chômage de 6,3 % en septembre, proche du plus bas historique de 6,2 % et très loin du pic pandémique de 8,6 %. Malgré un resserrement monétaire marqué et un environnement commercial instable, la demande de main-d'œuvre résiste. Les indicateurs comme le taux de postes vacants montrent cependant un repli continu depuis deux ans, traduisant une normalisation progressive sans destructions d'emplois significatives. La croissance des salaires demeure soutenue mais ralentit, et les indicateurs avancés anticipent un freinage plus net, ce qui contribue à atténuer les tensions inflationnistes.

Source: Bloomberg



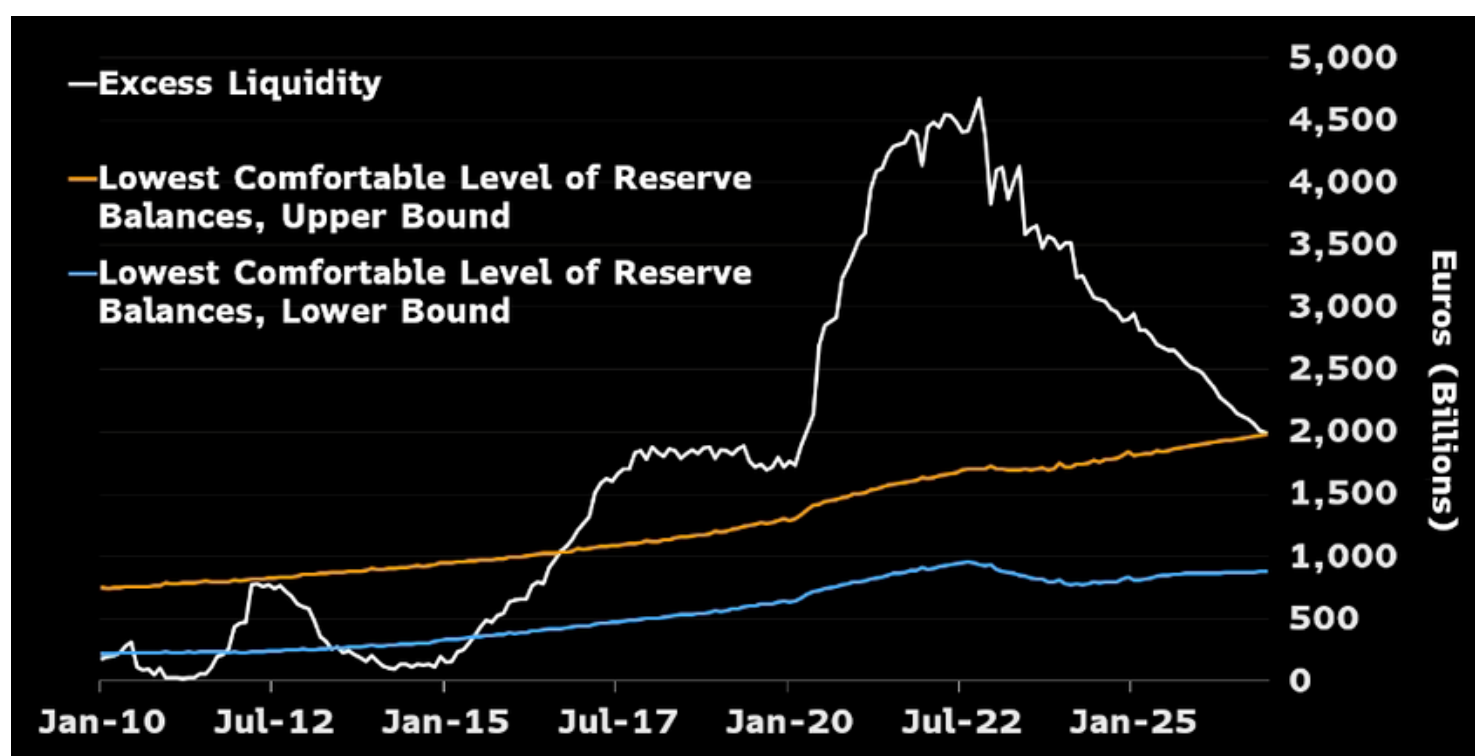
L'inflation IPCH a reculé à 2,1 % en octobre, contre 2,2 % en septembre. L'inflation sous-jacente est restée à 2,4 %, tandis que la composante services a progressé à 3,4 %, notamment en raison des tarifs aériens. Ces derniers continuent d'inquiéter car ils reflètent directement les pressions de coûts internes. La tendance générale reste toutefois orientée à la baisse, portée par le ralentissement des salaires, une demande extérieure plus faible et l'appréciation de la monnaie européenne induite par les hausses de droits de douane américaines. Les projections situent l'inflation sous les 2 % à moyen terme : 2,1 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 1,7 % en 2027.



Source: Bloomberg

La BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés en octobre, conservant un taux de dépôt de 2 %. Une majorité de membres considère ce niveau comme neutre et estime qu'une hausse importante des dépenses publiques en Allemagne viendra compenser l'impact économique des nouveaux tarifs américains, limitant le besoin d'un soutien monétaire immédiat. L'institution semble donc prête à laisser les taux stables dans les prochains mois. Néanmoins, les perspectives économiques indiquent qu'un assouplissement pourrait devenir nécessaire en 2026, la hausse des tarifs américains agissant comme un frein inflationniste via la demande extérieure et l'appréciation de la monnaie.

Source: Bloomberg



Un autre enjeu se dessine sur le front du bilan de la BCE. À l'image de la Réserve fédérale, l'institution devrait mettre fin à la réduction de ses actifs avant que la liquidité ne devienne trop rare. Les estimations situent ce point critique au second semestre 2026.

Le président Donald Trump a déclaré dimanche avoir choisi son prochain président de la Réserve fédérale et qu'il annoncerait sa décision prochainement. Il n'a toutefois pas confirmé que sa nomination pour remplacer Jerome Powell serait Kevin Hassett, actuel directeur du Conseil économique national.

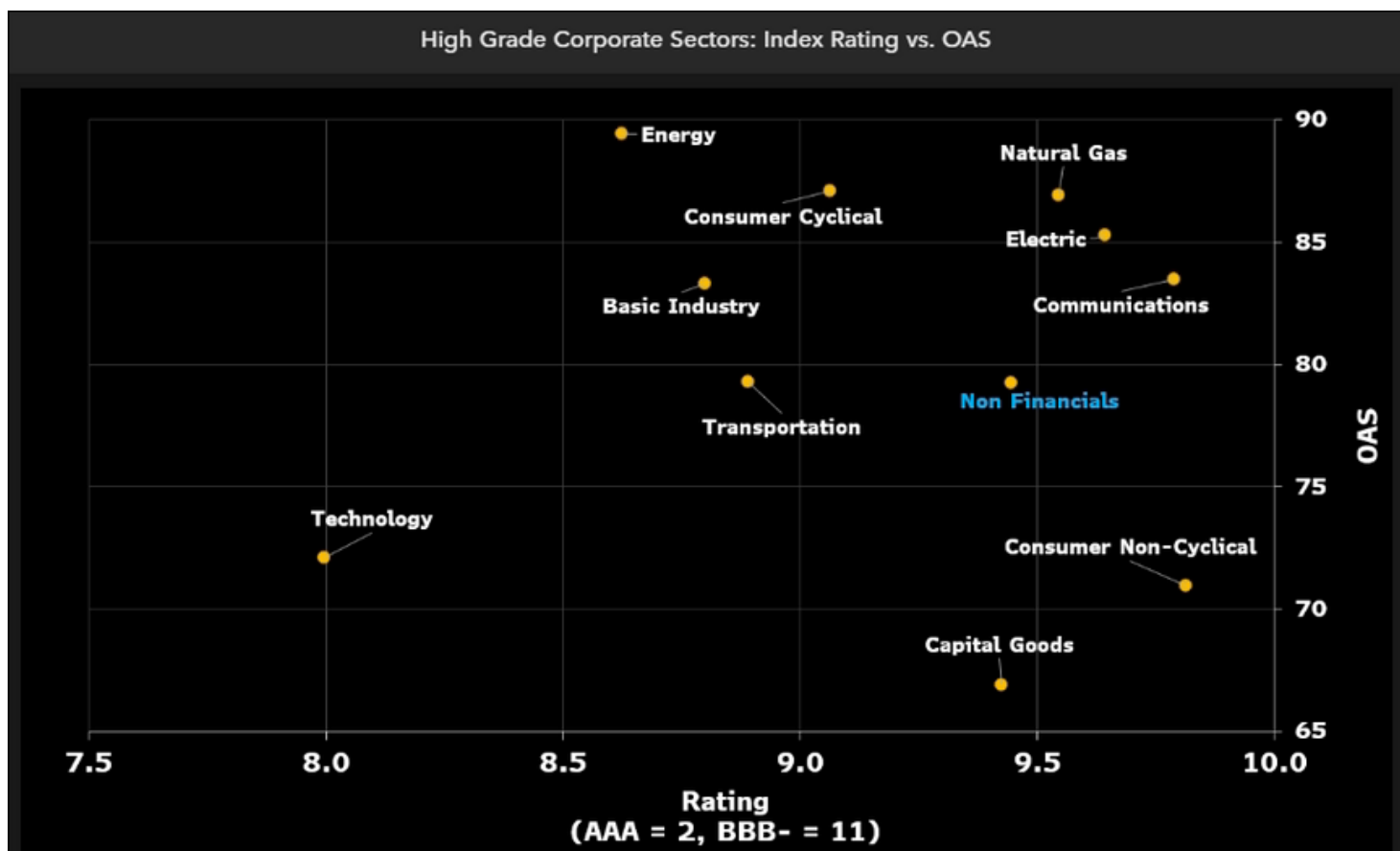
Selon le marché de prédiction Kalshi, Hassett a désormais 72 % de chances d'être nommé, contre moins de 40 % mardi dernier. Le gouverneur de la Fed Christopher Waller est à 11 %, tandis que l'ancien gouverneur Kevin Warsh atteint 12 %. Plus tôt dans la journée, Hassett a déclaré à CBS sur « Face The Nation » que la réaction des marchés face aux rumeurs d'une nomination imminente était positive. Défenseur des politiques économiques de Trump, notamment des tarifs et des taux d'intérêt, Hassett a affirmé qu'il serait prêt à assumer la présidence de la Fed si Trump le nommait.

Le président a pressé Powell et la banque centrale de réduire les taux d'intérêt et a menacé de limoger Powell, dont le mandat se termine à la mi-mai. Il cherche également à évincer la gouverneure Lisa Cook, qui conteste son autorité et les allégations de fraude hypothécaire. La Fed a abaissé ses taux lors des deux dernières réunions, et les marchés anticipent une nouvelle baisse le 10 décembre. Une présidence plus accommodante de la Fed pourrait favoriser un assouplissement supplémentaire.



II - Crédits

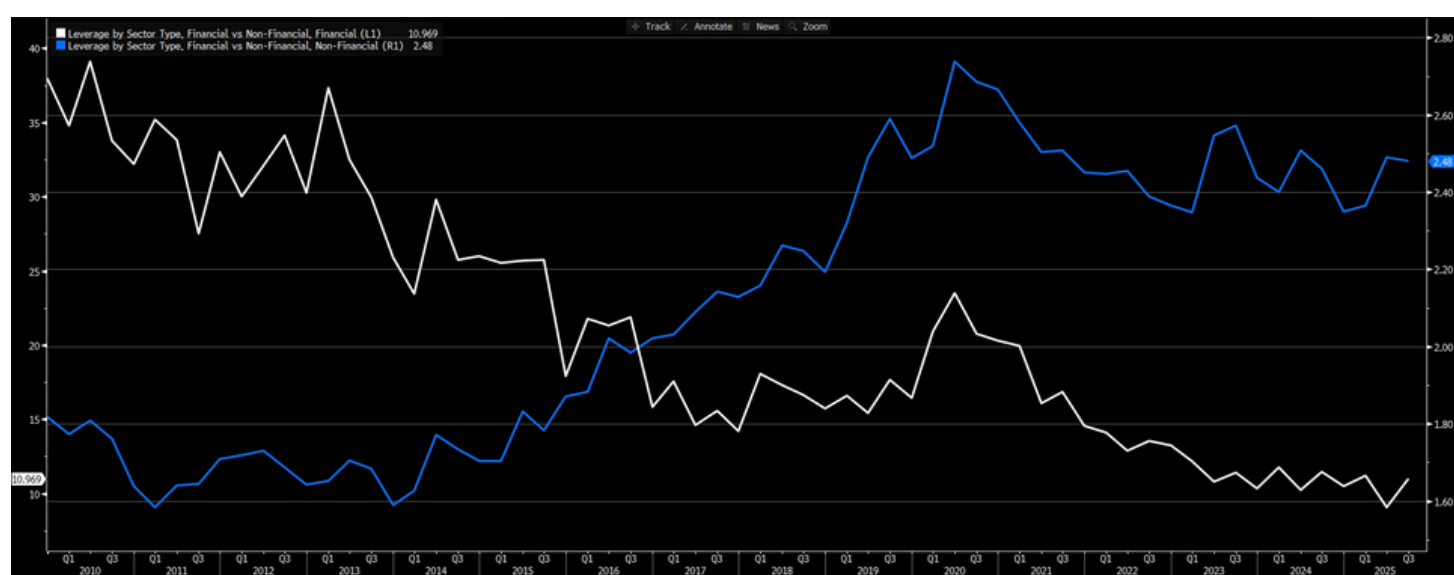
Le niveau des indices de crédit en euros est restée solide en 2025, tant pour le segment investment grade que pour le high yield, conservant les niveaux de fin 2024 malgré les tensions tarifaires et l'instabilité politique. Les émetteurs les plus fragiles gèrent activement leur levier, tandis que les sociétés mieux notées bénéficient de coûts de refinancement très bas, ce qui leur permet de naviguer dans un contexte macroéconomique volatil. Cela se reflète également dans les indicateurs de crédit, avec un levier stable et une couverture qui s'améliore malgré les baisses de taux de la BCE. Dans le segment investment grade, le secteur de l'énergie et les biens de consommation cycliques apparaissent surévalués par rapport à leurs notations, tandis que les secteurs non cycliques restent serrés. Pour le high yield, l'industrie de base est jugée généreusement valorisée, tandis que la technologie est plus exigeante par rapport à sa notation.



Source: Bloomberg

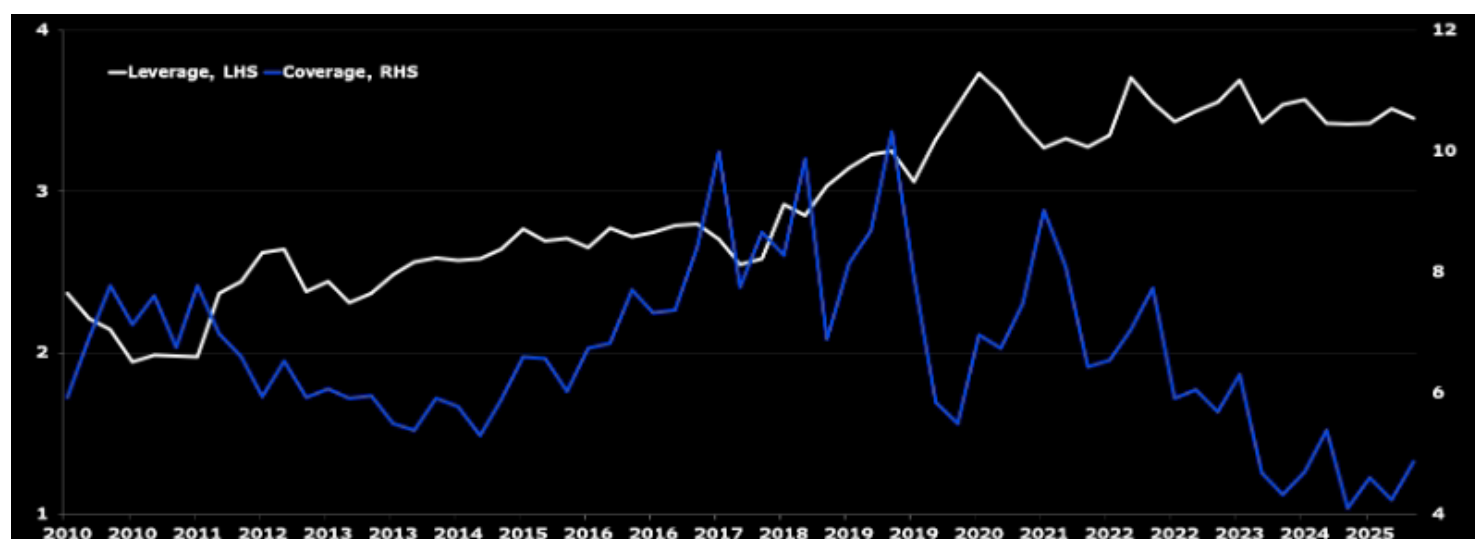
Les entreprises européennes investment grade hors secteur financier ont conservé un levier stable à 2,5x au troisième trimestre, quasiment inchangé sur l'année, grâce à une offre nette au plus bas niveau de 2025 et à des marges bénéficiaires stables. À l'inverse, les sociétés financières ont vu leur levier grimper fortement, passant de 9,1x au deuxième trimestre à 11x au troisième trimestre (les échelles des deux axes étant différentes).

Même si les rendements obligataires ne dépassent que de 35 points de base les coupons, le levier devrait légèrement diminuer au quatrième trimestre, en raison d'une activité d'émission réduite par le ralentissement saisonnier, pour atteindre environ 2,3x d'ici 2026. Les spreads, désormais bien inférieurs aux 103 points de base observés en fin d'année dernière, indiquent que le marché anticipe des ratios de crédit solides à court terme, malgré les incertitudes liées aux tarifs ou à la géopolitique, et ne prévoit donc pas de hausse notable du levier.



Les fondamentaux du high yield sont restés solides au troisième trimestre et sur l'ensemble de 2025, le levier étant globalement stable tandis que la couverture des intérêts s'est nettement améliorée. Le levier des entreprises (plus il est faible, mieux c'est) est resté sous 3,5x pendant cinq trimestres consécutifs, l'offre nette de junk restant relativement faible. La couverture des intérêts (plus elle est élevée, mieux c'est) est passée à 4,9x au troisième trimestre contre 4,2x au deuxième trimestre et 4,1x en début d'année, grâce à l'amélioration des marges bénéficiaires malgré les effets des tarifs et la baisse des taux courts, tandis que les rendements des bunds sont restés stables.

Les spreads et le coût global de l'endettement ont diminué, réduisant les coûts de refinancement dans certains secteurs, soutenus par la politique accommodante des banques centrales, et la couverture pourrait rester élevée tant que l'offre nette reste limitée. Le levier pourrait ainsi rester maîtrisé à court terme, le ralentissement lié aux fêtes contribuant à limiter les émissions nettes.



Source: Bloomberg

Suite au léger incident lié au défaut américain, le rallye de l'iTraxx montre que les indices Main et Crossover évoluent différemment sur certains indicateurs, même si les spreads restent stables. Le ratio Crossover/Main est resté supérieur à 4,8x, avec une dispersion du Crossover à son niveau maximal en raison des inquiétudes de contagion, indiquant que les risques propres aux émetteurs demeurent dans le segment junk. Les volumes et la volatilité ont chuté après le roll, avant de remonter légèrement sur des protections à bas coût.

La courbe iTraxx a cessé de s'accroître à la baisse et amorce désormais une pente haussière, comme anticipé, mais toute progression supplémentaire devrait rester limitée. Le skew du Main a reculé après le roll, tandis que celui du Crossover reste élevé, reflétant la poursuite des couvertures contre le risque junk. Le spread Financials/Main s'est élargi après des niveaux très serrés sur sept ans, et le CDX IG/Main, proche de 1 bp, pourrait s'élargir en réponse aux risques au Royaume-Uni et en France.

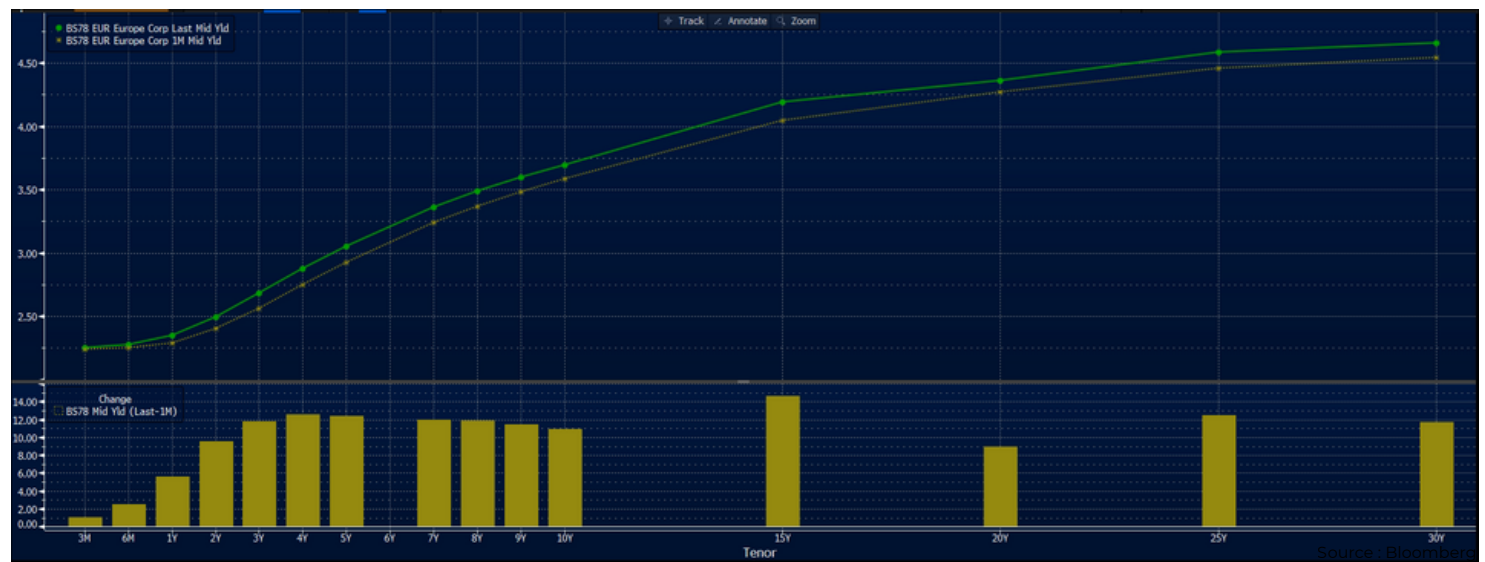


Source: Bloomberg

Le ratio Crossover/Main est resté au-dessus de 4,8x lors du roll iTraxx, le Crossover progressant de manière similaire au Main, mais sans le dépasser. Cette évolution reflète des inquiétudes limitées quant à une contagion des défauts de crédit privés et de prêts américains vers l'Europe, ce qui tempère le rallye du Crossover. Cela correspond également aux pics persistants de dispersion du Crossover, alors que celle du Main diminue, indiquant un risque idiosyncratique plus marqué dans le segment junk. Après ajustement pour les composantes S44 et les effets des rolls, le ratio reste neutre au 57^e percentile depuis la crise de la zone euro, soulignant la prime du junk par rapport aux CDS investment grade.

Une dispersion plus élevée entraîne des spreads légèrement plus larges, en raison de ce risque idiosyncratique accru. Le ratio devrait donc rester dans une fourchette stable, les spreads Crossover anticipant le scénario favorable d'absence de contagion.

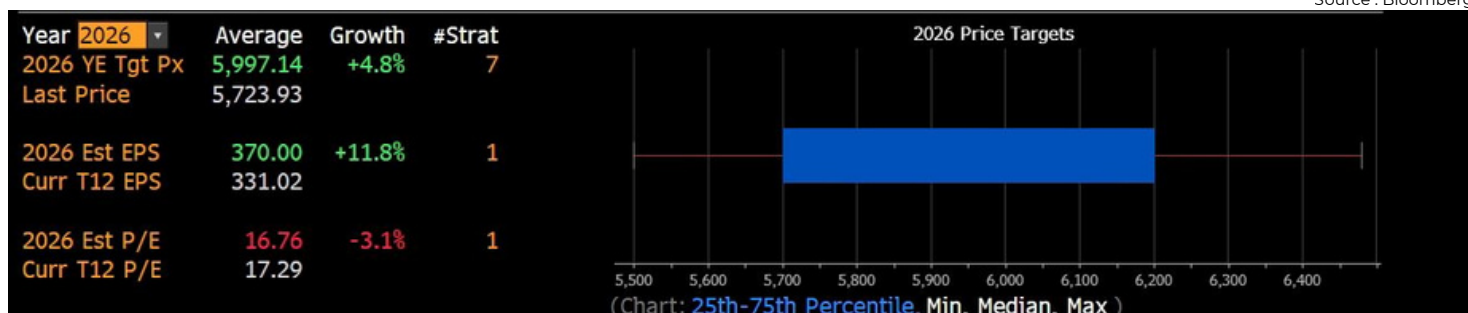
EUR IG Corporate Yield Curve Aujourd'hui - 1 mois



III- a-Marchés européens



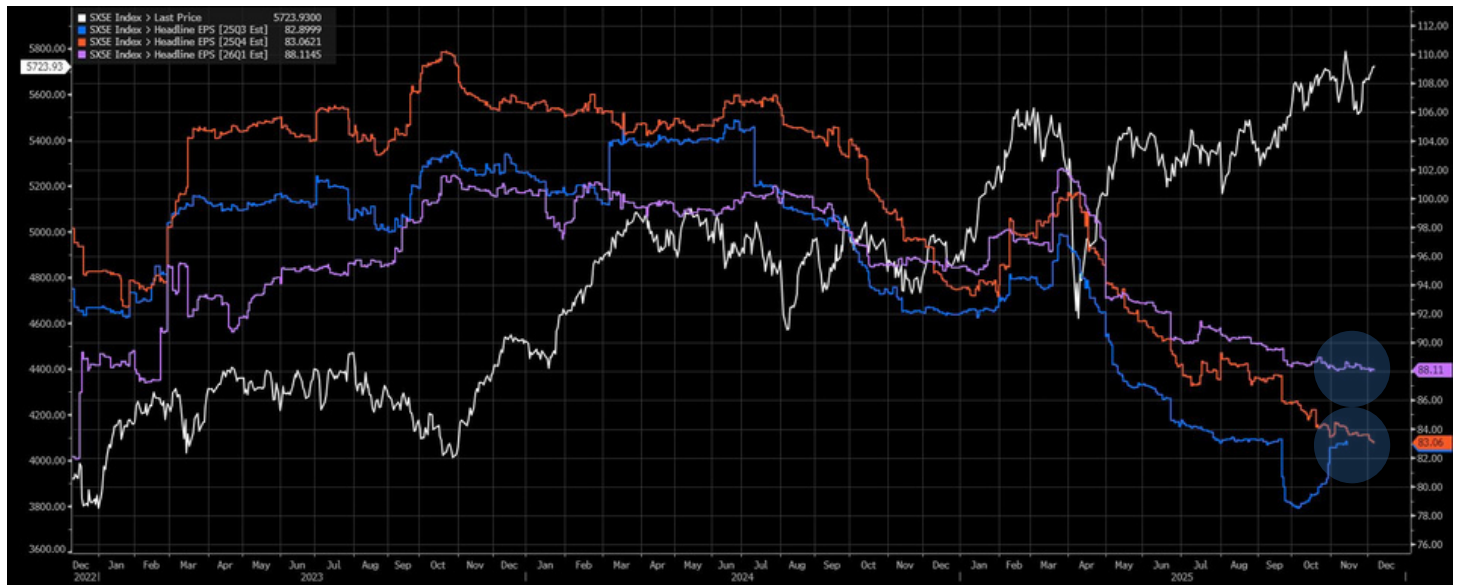
Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

Le dernier trimestre 2025 se présente dans un contexte où la hausse des cours reste visible, mais où l'affaiblissement progressif des attentes bénéficiaires devient la variable déterminante. Les révisions d'EPS reculent depuis le printemps, ce qui crée un décalage croissant entre la trajectoire du marché et la capacité réelle des entreprises à soutenir leurs marges. La saisonnalité joue encore en faveur d'un soutien technique en novembre et décembre, mais la performance déjà accumulée sur l'année réduit la marge de progression. Le sentiment des analystes reste positif, avec un objectif agrégé qui implique encore un potentiel appréciable, mais l'écart entre cet objectif et les scénarios plus prudents suggère qu'une partie de cette confiance est déjà intégrée dans les prix.

L'entrée dans le premier trimestre 2026 devrait se faire dans un environnement plus fragile. Historiquement, cette période est marquée par des mouvements plus irréguliers, notamment lors des publications annuelles et des ajustements de guidance en février et mars. Si les révisions bénéficiaires continuent de se détériorer en début d'année, la valorisation actuelle deviendra plus difficile à justifier et le marché pourrait se montrer moins tolérant aux déceptions. Une stabilisation des anticipations de bénéfices serait nécessaire pour éviter une phase de consolidation, mais pour l'instant la dynamique ne laisse pas encore entrevoir de véritable point d'inflexion.

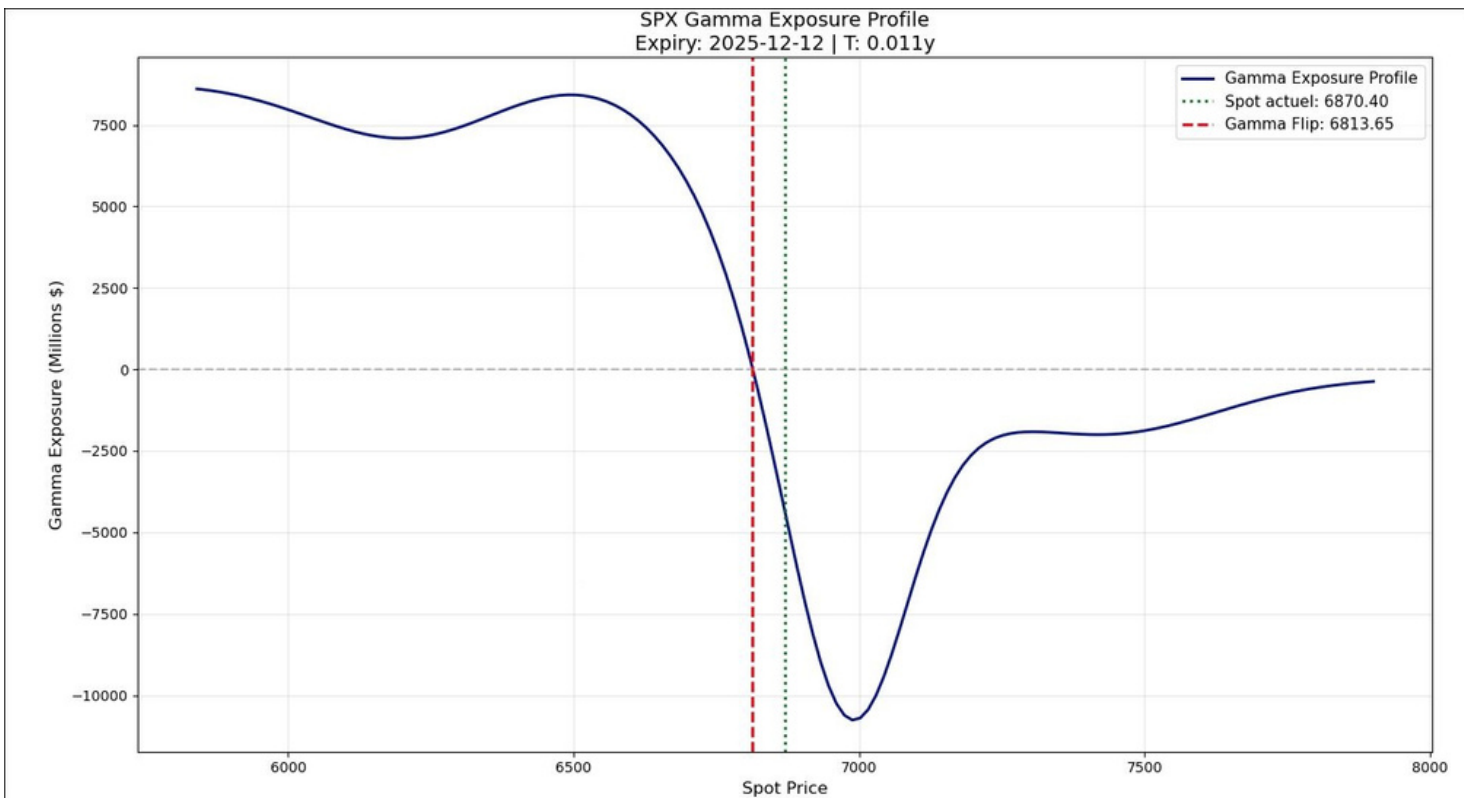


Source : Bloomberg

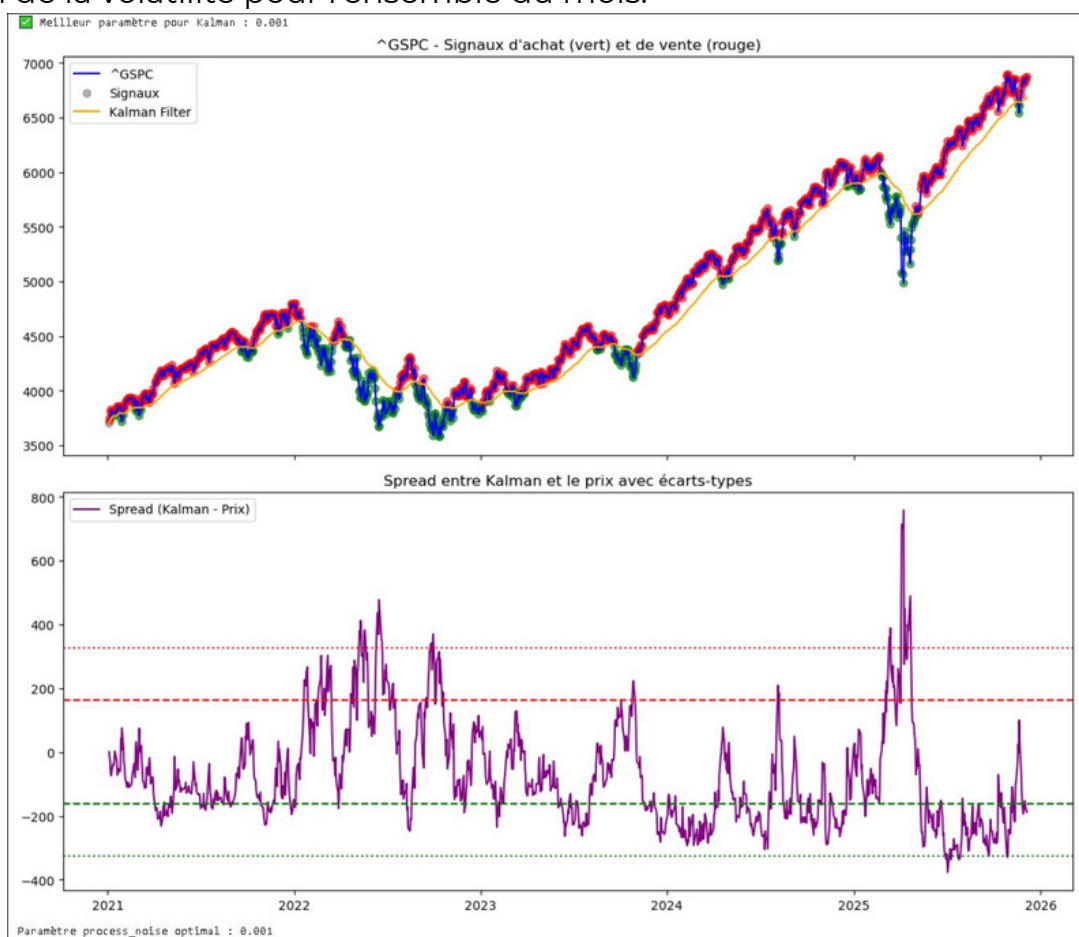
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2025	.46	.13	.88	2.05	-.84	-.47	.92	-1.71	-1.33	1.69	2.37	1.67
2024	7.98	3.34	-3.94	-1.68	4.00	-1.18	.31	.60	3.33	2.39	.11	.98
2023	2.81	4.93	4.22	-3.19	1.27	-1.80	-.43	1.75	.86	-3.46	-.48	1.91
2022	9.75	1.80	1.81	1.03	-3.24	4.29	1.64	-3.90	-2.85	-2.72	7.91	3.17
2021	-2.88	-6.00	-.55	-2.55	-.36	-8.82	7.33	-5.15	-5.66	9.02	9.60	-4.32
2020	-2.00	4.45	7.78	1.42	1.63	.61	.62	2.62	-3.53	5.00	-4.41	5.79
2019	-2.78	-8.55	-16.30	5.06	4.18	6.03	-1.85	3.09	-2.41	-7.37	18.06	1.72
2018	5.26	4.39	1.62	4.86	-6.66	5.89	-.20	-1.16	4.16	.98	2.75	1.12
2017	3.01	-4.72	-2.25	5.21	-3.67	-.32	3.83	-3.76	.19	-5.93	-.76	-5.41
2016	-1.82	2.75	5.46	1.68	-.14	-3.17	.22	-.81	5.07	2.20	-2.83	-1.85
2015	-6.81	-3.26	2.01	.77	1.16	-6.49	4.40	1.08	-.69	1.77	-.12	7.83
2014	6.52	7.39	2.73	-2.21	-1.24	-4.10	5.15	-9.19	-5.17	10.24	2.58	-6.81
2013	-3.06	4.49	.39	1.16	1.44	-.50	-3.49	1.83	1.68	-3.49	4.42	-3.21
2012	2.54	-2.57	-.36	3.35	2.13	-6.03	6.36	-1.69	6.31	6.04	.61	.72
2011	4.32	3.95	-1.39	-6.90	-8.13	6.88	2.69	4.94	.56	2.01	2.86	2.36
2010	5.76	2.01	-3.39	3.45	-4.96	-.47	-6.25	-13.79	-5.32	9.43	-2.30	-.60
2009	-6.35	-1.74	7.43	-3.90	-7.33	-1.42	6.56	-4.35	4.76	3.53	-6.82	5.35
2008	-8.61	-11.66	4.80	14.69	3.20	-2.02	9.84	5.19	3.51	-4.50	1.96	6.00
2007	-13.79	-1.80	-2.59	5.43	-1.23	-11.25	.45	-.07	-9.73	-14.69	-6.23	.71
2006	1.42	-2.19	2.30	5.05	2.74	-.51	-3.88	-.49	2.03	2.47	-2.11	.11
2005	3.14	2.25	2.10	-.36	-5.28	.32	1.18	3.16	2.38	2.70	-.44	3.33
2004	1.14	2.47	-.08	-4.11	5.00	3.41	4.56	-1.89	5.05	-3.16	3.82	3.83
2003	2.84	1.90	-3.65	.00	-1.36	2.24	-3.24	-1.81	2.08	3.13	2.30	2.59
2002	-6.27	-4.78	-4.85	14.11	.25	3.84	4.14	1.47	-6.29	7.48	2.15	4.95
2001	-3.57	-1.24	4.40	-5.54	-4.15	-8.54	-14.28	.87	-18.64	14.27	5.47	-9.72
2000	.16	-9.64	-3.10	8.12	-2.18	-4.12	-3.59	-8.49	-11.95	5.52	5.16	4.04
1999	-4.49	10.63	1.29	1.04	-1.94	-1.07	-.44	1.02	-5.02	2.89	-5.29	-.37
1998	6.13	-1.77	2.17	5.56	-3.42	4.39	-3.96	3.59	-2.64	6.90	9.98	13.68
1997	5.69	7.55	9.56	1.34	5.08	1.46	2.17	-14.44	-10.31	8.09	10.11	5.13
1996	8.38	3.58	2.89	1.28	2.60	7.99	11.53	-9.99	7.22	-9.69	3.97	4.47
1995	6.92	-.96	1.04	3.65	-.16	-.47	-4.50	.66	5.81	-.36	6.90	1.78

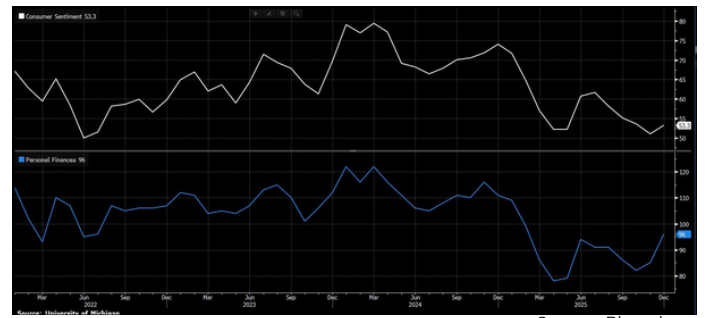
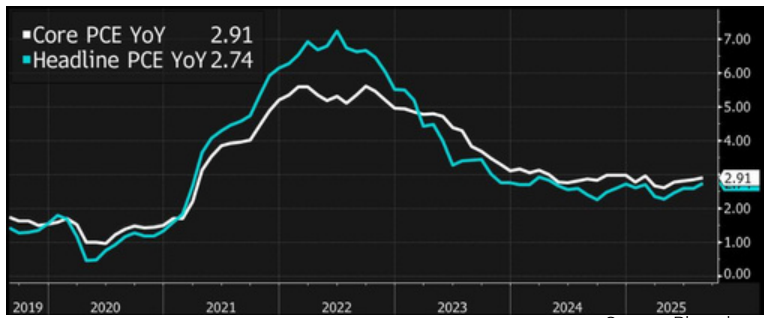
Source : Bloomberg

III- b- Marchés Américains.



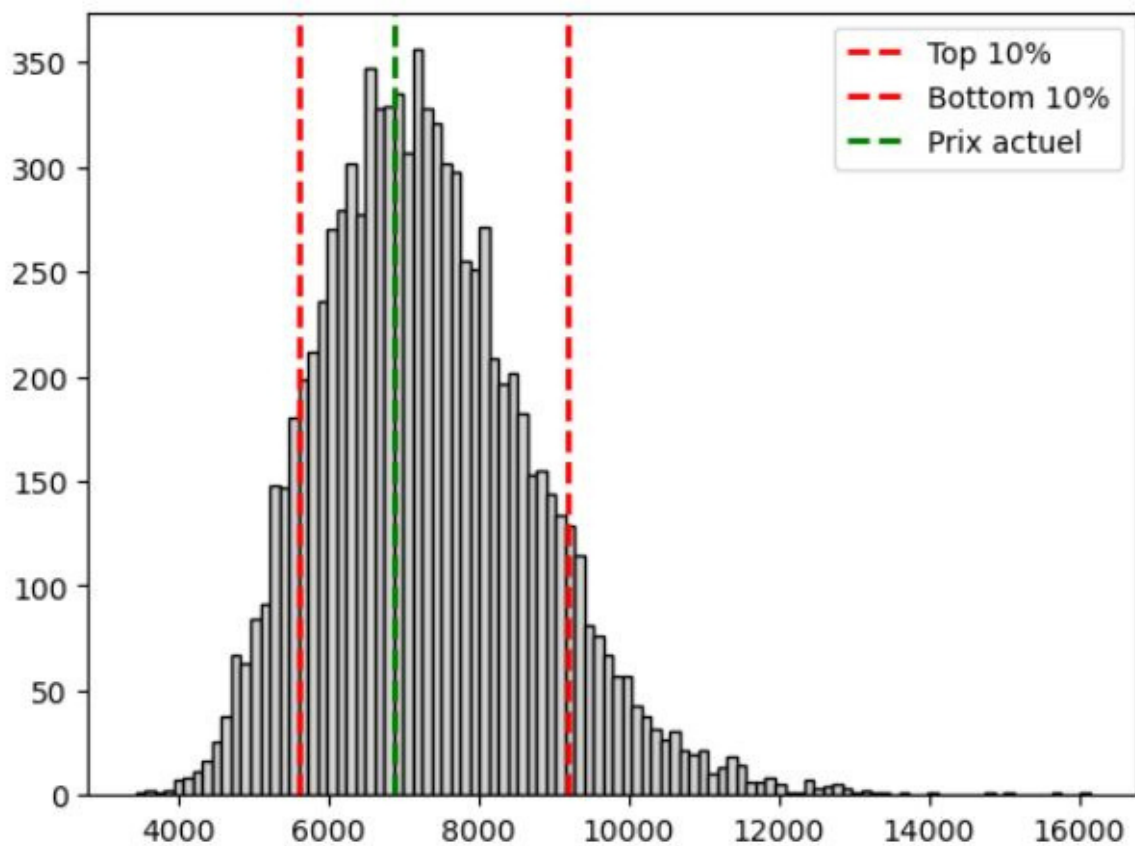
Le Gamma repasse positif, ce qui sous-entend que la fin d'année devrait assister à une compression de la volatilité pour l'ensemble du mois.





Expected Ending Price Point : 7320.9
Sample Mean : 7320.9
Population Mean: 7294.03
Percent Difference : -0.37 %
Top 10% : 9186.68
Bottom 10% : 5610.06

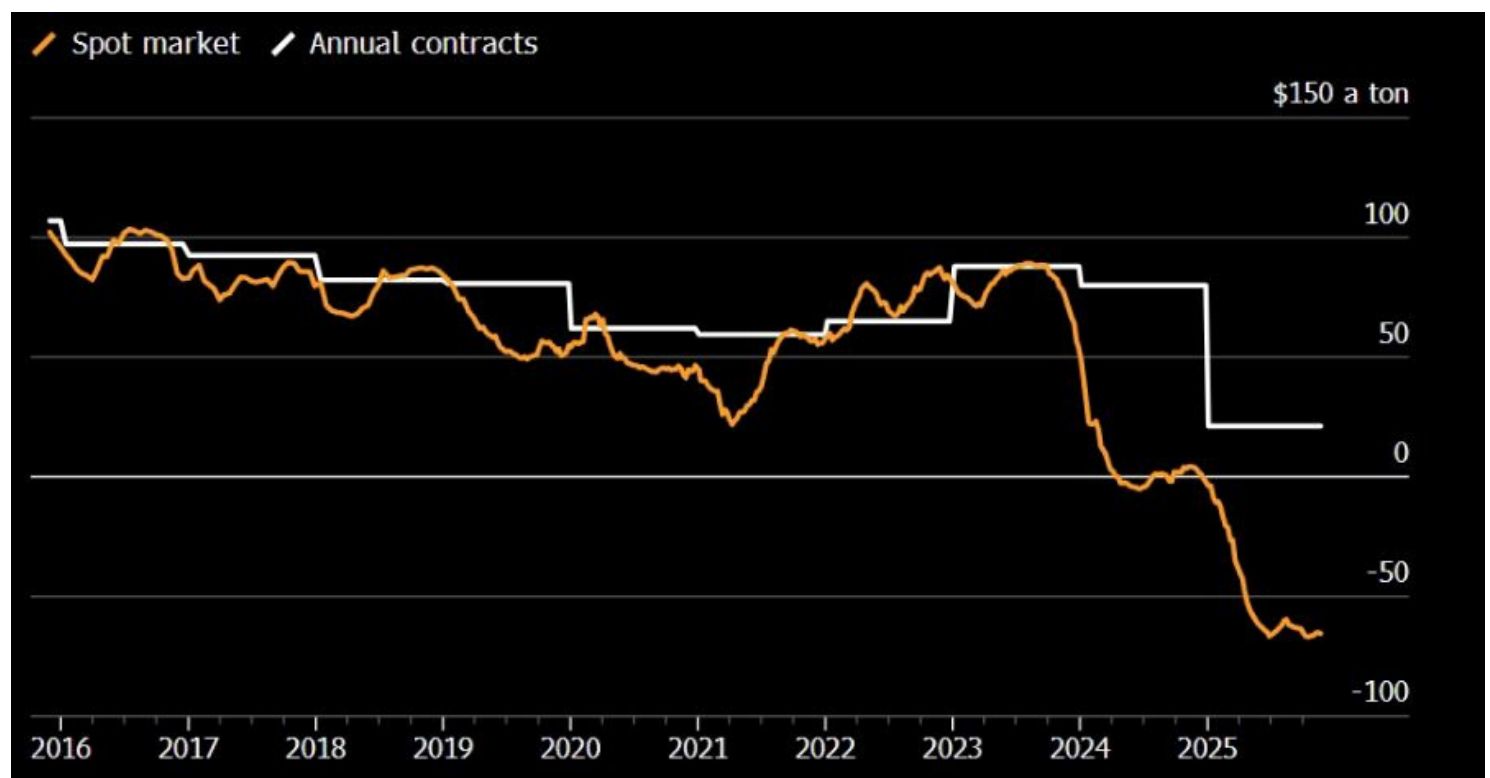
Monte Carlo - Scénarios extrêmes



IV. Métaux de base et Métaux précieux

- Cuivre.

Les fonderies chinoises sont en blocage avec le chilien Antofagasta alors que s'ouvrent les négociations annuelles destinées à fixer les frais de traitement du concentré de cuivre. Les discussions, entamées lors d'un récent forum à Shanghai, n'ont pas avancé. La Chine manque de concentré : son expansion rapide dans le raffinage dépasse la croissance de l'extraction mondiale, aggravée par plusieurs arrêts de mines. Cette pénurie a fait passer les frais au comptant en territoire négatif, obligeant les fonderies à payer pour traiter le minerai. Les acteurs chinois refusent catégoriquement des tarifs nuls ou inférieurs à zéro, estimant qu'ils mettraient en péril l'ensemble du secteur. Le blocage menace le mécanisme de référence mondial des TC/RC, alors que des fonderies étrangères cherchent déjà à négocier leurs propres conditions. Le niveau de référence 2025 avait déjà atteint un plancher historique (21,25 \$/t).



Source : Bloomberg

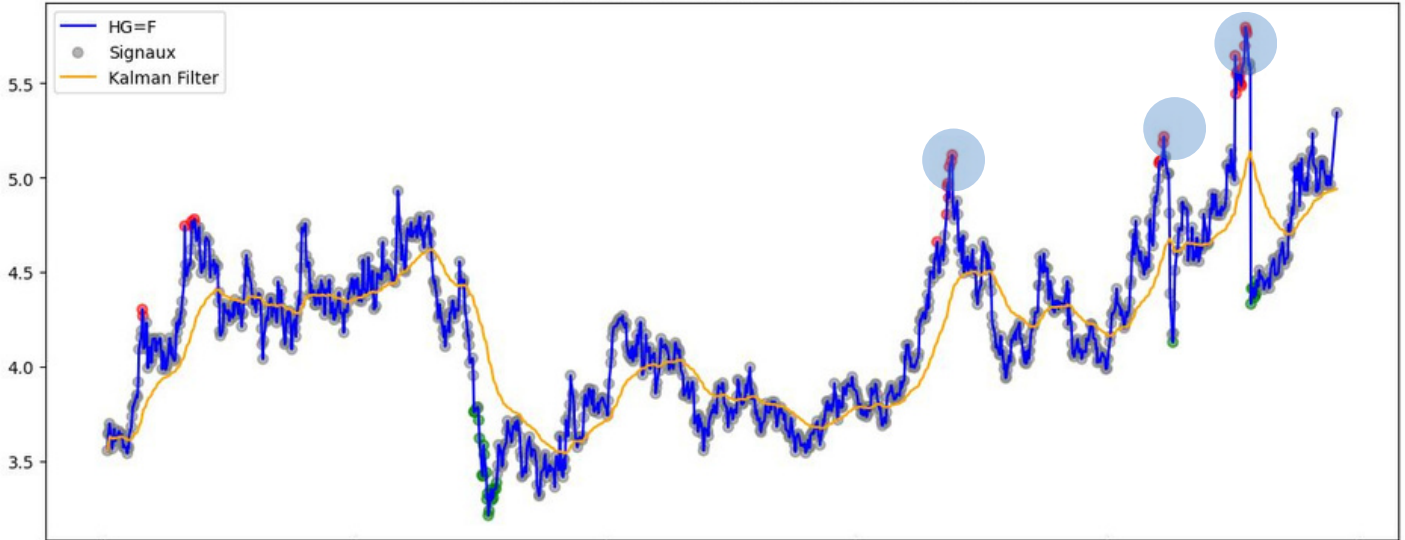
Frais de traitement pour la conversion du concentré en métal



JVR INVEST
GET HIGHER

Meilleur paramètre pour Kalman : 0.001

HG=F - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



Paramètre process_noise optimal : 0.001

- Gold.

L'environnement actuel du marché de l'or présente plusieurs points communs avec la fin des années 1970 : inflation persistante, instabilité monétaire et tensions géopolitiques fortes attirent les capitaux vers le métal précieux, au point de créer des positions très déséquilibrées. Un signal récent laisse penser que la hausse pourrait être allée trop loin et qu'un comportement de foule amplifie désormais les mouvements. Ce type de situation peut se renverser violemment, comme en 1979-1980, lorsque l'or avait grimpé de manière parabolique avant de chuter de plus de 40 % en quelques mois après un durcissement brutal des conditions financières. Pour 2025, cela ne prédit pas mécaniquement un scénario identique, mais cela suggère qu'un marché trop chargé du même côté pourrait devenir vulnérable à un retournement rapide si certains paramètres basculent, comme un repli de l'inflation, une stabilisation des devises ou une hausse des taux réels.

Le modèle de comparaison du cycle actuel de l'or avec celui de la fin des années 1970 montre qu'après un sommet atteint le 21 janvier 1980, le cours du métal avait reculé d'environ 43 % en trois mois. Aujourd'hui, même si l'or a récemment bénéficié de facteurs solides comme la dépréciation des devises, les achats des banques centrales et les tensions géopolitiques, la dynamique s'est retournée.



Source : Bloomberg

Le décalage entre l'or et les rendements réels révèle un désir croissant des investisseurs de se protéger, mettant en évidence un déplacement structurel vers le métal précieux alors que la confiance dans le marché obligataire souverain s'effondre.

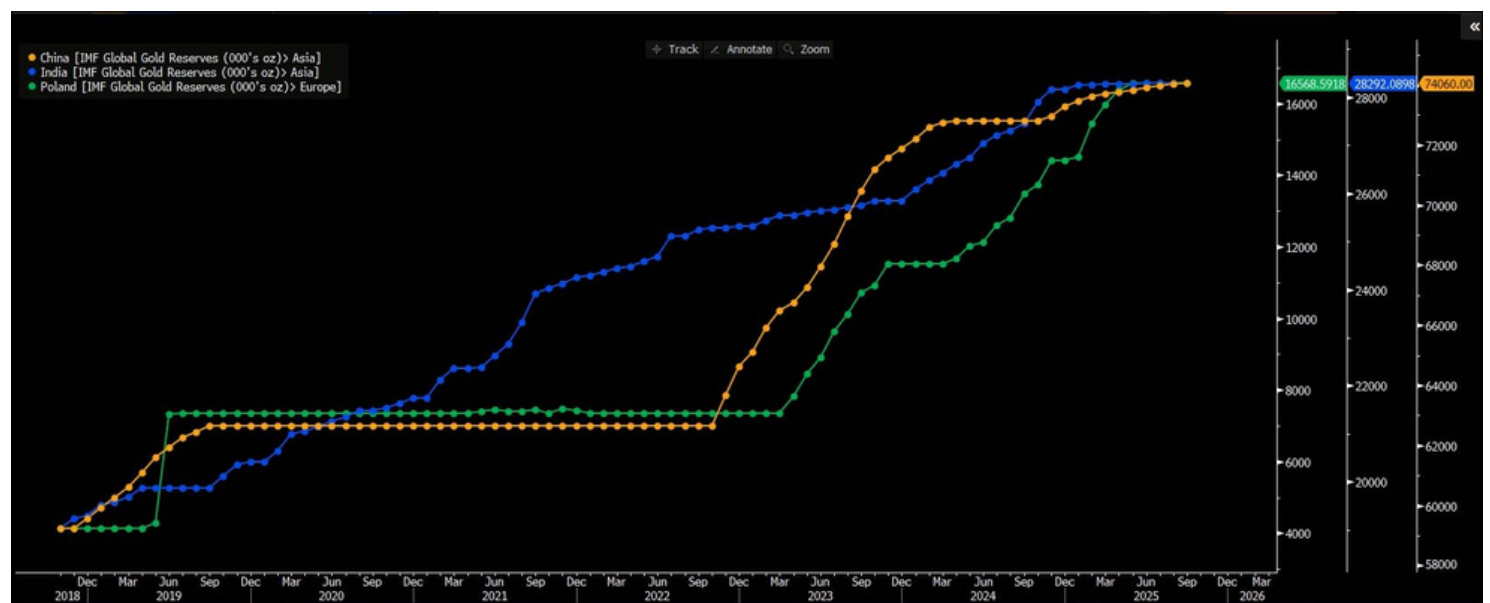
La relation inverse traditionnelle entre le prix de l'or et le rendement réel des bons du Trésor à 10 ans (proxy des rendements réels) s'est rompue à partir de 2022, dans un contexte d'achats massifs d'or par les banques centrales. L'aggravation des turbulences fiscales à l'échelle mondiale, combinée aux tensions géopolitiques et commerciales, a incité les investisseurs particuliers et les hedge funds à suivre le rallye historique du métal précieux.



Source : Bloomberg

À partir de fin 2022, les réserves d'or de la Chine ont commencé à croître, plaçant le pays en tête des achats de lingots par les banques centrales. La Banque populaire de Chine a ainsi augmenté ses stocks d'or pour le dixième mois consécutif en août. Les réserves russes restent élevées, tandis que la Pologne et l'Inde ont également enregistré des augmentations progressives cette année.

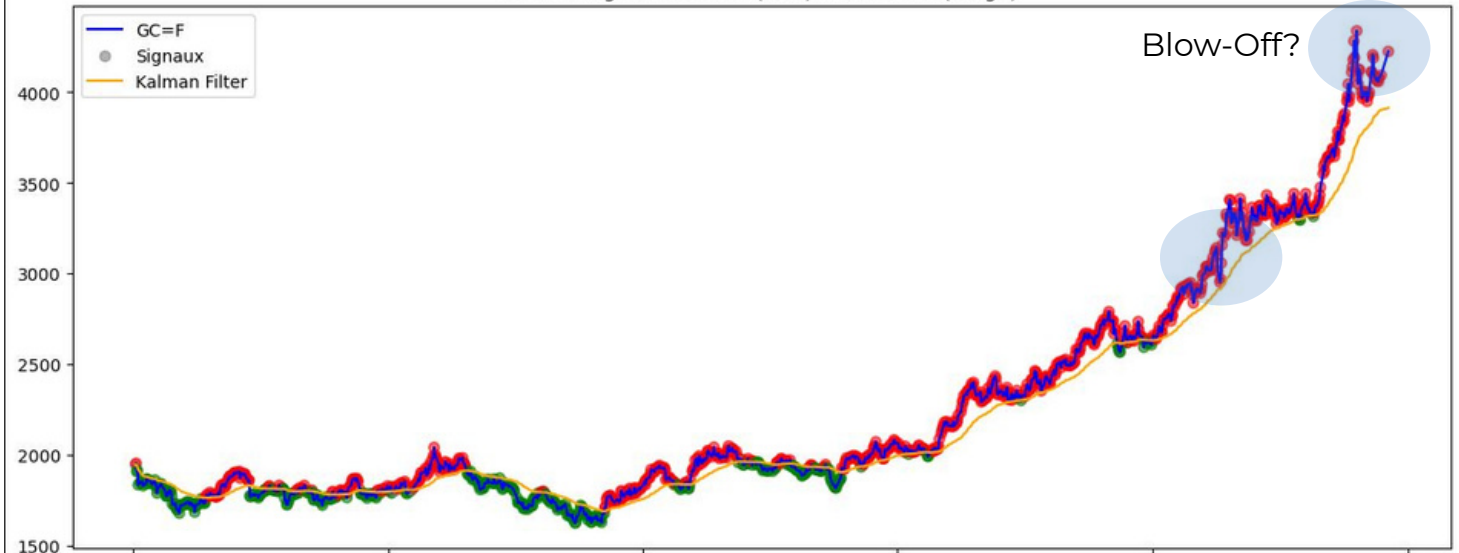
Les banques centrales sont motivées par les inquiétudes liées à l'« utilisation stratégique du dollar » et par la nécessité de diversifier leurs réserves. À l'instar des autres investisseurs, elles considèrent l'or comme une valeur refuge face aux défis fiscaux mondiaux, à l'inflation et à la dépréciation potentielle des monnaies.



Source : Bloomberg

✓ Meilleur paramètre pour Kalman : 0.001

GC=F - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



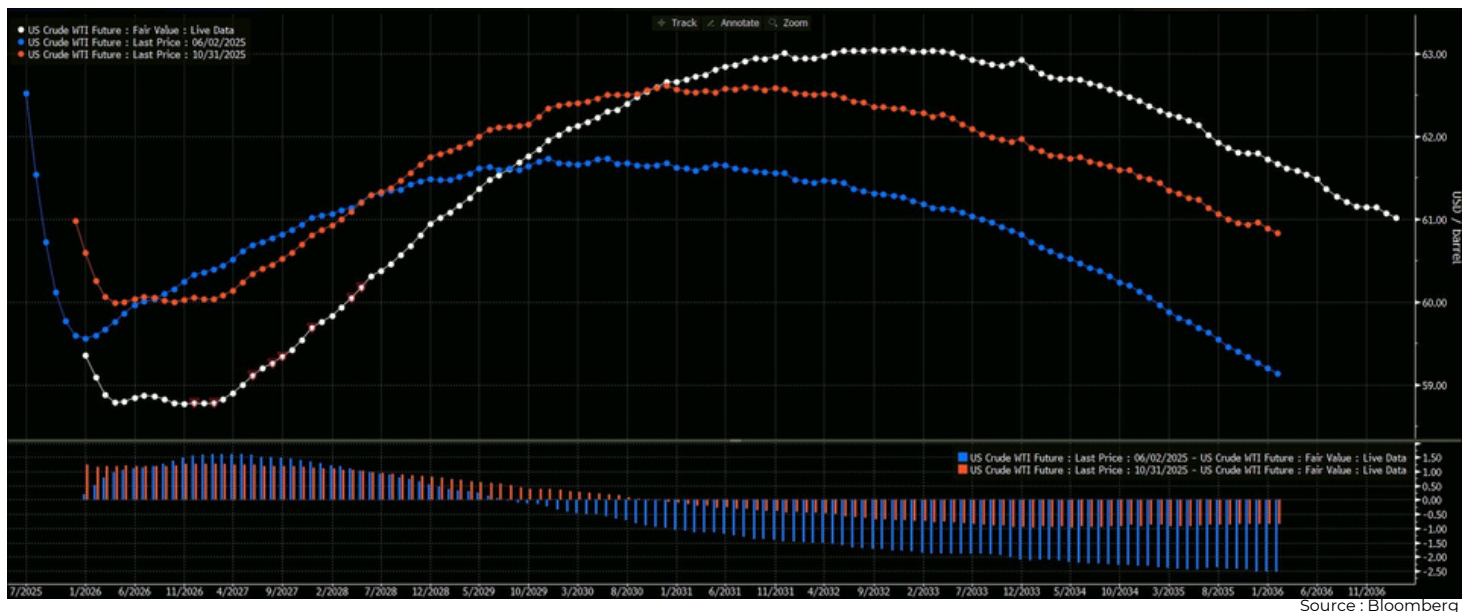
Source : Bloomberg

V- Energie

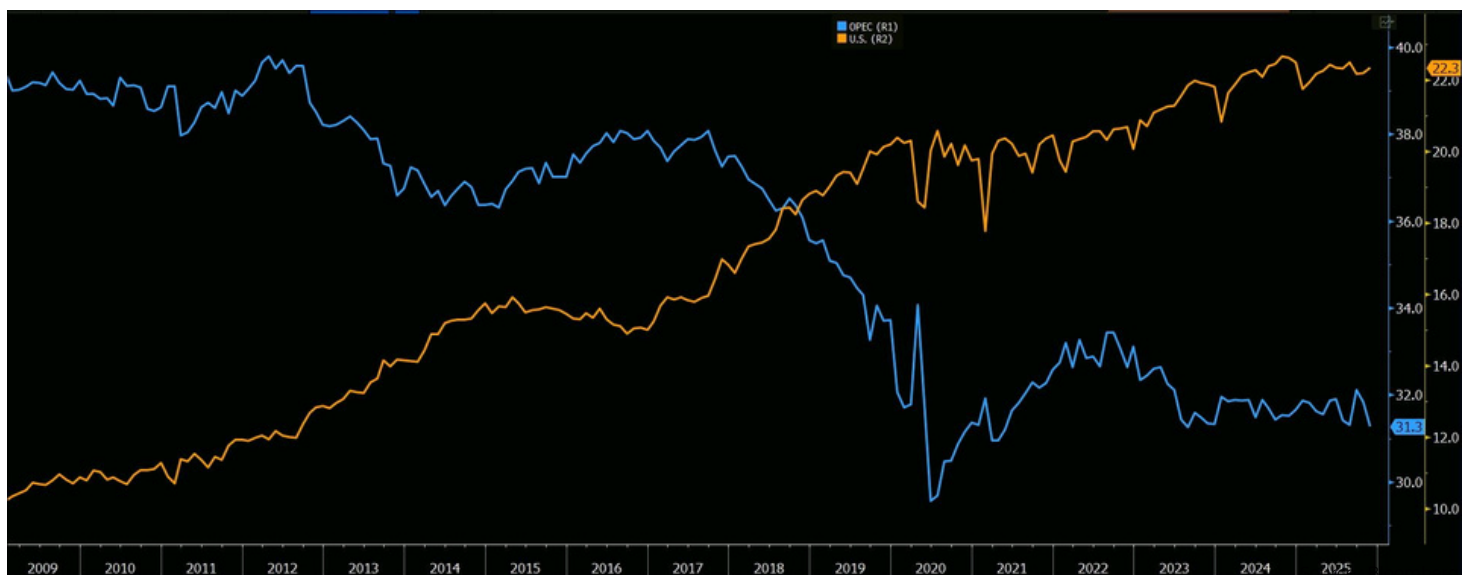
OPEC+ a décidé de prolonger la suspension des hausses de production jusqu'au premier trimestre 2026, une mesure cohérente avec la perspective d'un excédent croissant qui maintient les prix du pétrole dans le bas d'une fourchette d'environ 60 à 75 dollars le baril. Cette posture prudente traduit l'attente d'une visibilité plus claire avant tout ajustement de politique, dans un contexte de fondamentaux fragiles et d'une demande mondiale hésitante. La prolongation de la pause met en évidence le risque d'un surplus persistant au début de l'année prochaine et s'inscrit dans une évolution interne du groupe vers une gestion plus transparente des capacités. Un audit annuel, confié à des cabinets indépendants, doit permettre de réévaluer la capacité maximale durable de chaque membre et d'ajuster les quotas en fonction de données réelles plutôt que de références obsolètes. Cette démarche révèle en parallèle les écarts structurels croissants entre les pays disposant de larges marges de production et ceux confrontés à un déclin structurel, un enjeu majeur avant la révision plus large des quotas prévue pour 2027.

Sur le plan stratégique, l'Arabie saoudite privilégiera la défense de ses parts de marché plutôt qu'un soutien actif des prix, en particulier dans un contexte de concurrence accrue avec les producteurs hors-OPEC et de pressions extérieures pour augmenter l'offre. Toutefois, ses impératifs financiers et ses projets de développement limitent sa marge de manœuvre pour accepter un effondrement durable des cours. Cette orientation s'inscrit dans une tendance plus large au sein du groupe, où la défense d'un plancher de prix est perçue comme moins crédible. Beaucoup doutent désormais que le seuil des 60 dollars soit activement protégé.

L'ensemble de ces éléments conduit à un scénario où la priorité donnée à la part de marché exerce une pression baissière sur les prix, même si ceux-ci peuvent se maintenir temporairement. La combinaison d'une offre stable, d'une demande modérée, d'un ralentissement des achats stratégiques de la Chine et d'une possible accumulation des stocks crée un environnement dans lequel les cours du Brent risquent de glisser vers le bas de la fourchette anticipée. Même de faibles ajouts de production pourraient accentuer le déséquilibre du marché et renforcer la pression sur les prix si la dynamique actuelle se poursuit.



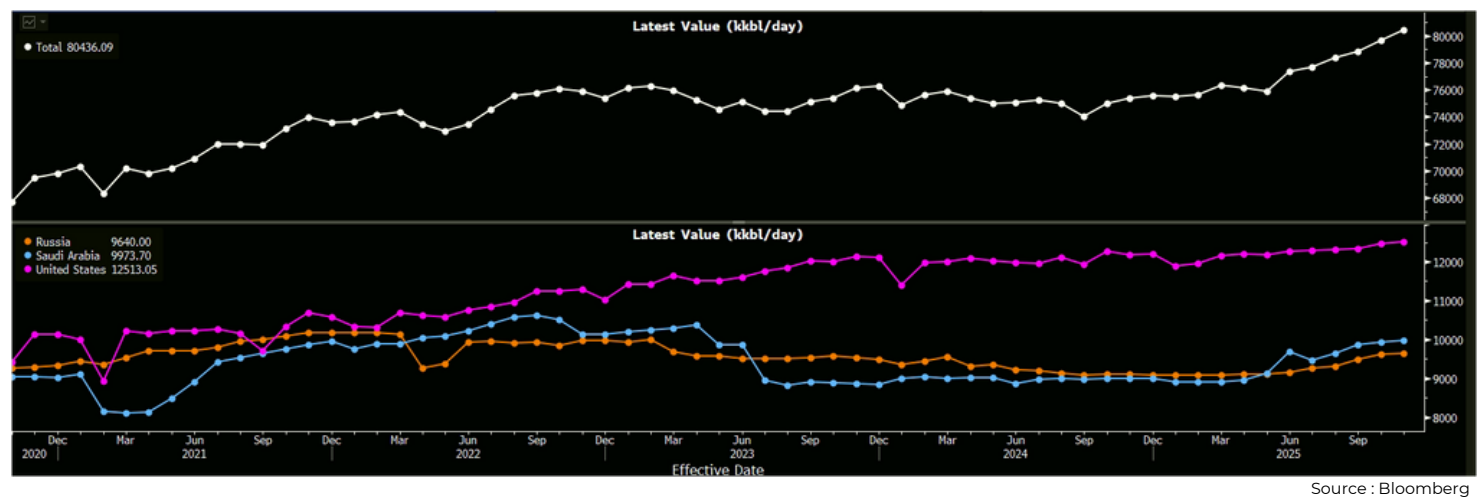
La structure des futures WTI indique un premier trimestre 2026 encore sous pression, avec une front curve nettement affaibli et cohérent avec un excédent d'offre. Les ajustements entre les courbes de juin et d'octobre montrent une dégradation progressive des anticipations, le marché intégrant un rééquilibrage plus lent que prévu. La légère remontée des échéances plus éloignées ne change pas la lecture immédiate : le début de 2026 reste marqué par des fondamentaux mous, des stocks élevés et des prix contenus par l'absence de tension côté demande.



La part d'OPEC dans la production mondiale de brut et de condensats s'est contractée d'une dizaine de points de pourcentage au cours des dernières années, essentiellement au bénéfice du pétrole de schiste nord-américain, qui a presque entièrement comblé cet espace. Même si la demande pétrolière progresse désormais plus lentement, en raison d'une meilleure efficacité énergétique et de la montée des véhicules électriques, certains remettant en question l'influence du groupe, son intervention en 2020 a rappelé qu'il demeure central pour stabiliser l'offre, rééquilibrer le marché et contenir la volatilité.



JVR INVEST
GET HIGHER



En 2025, la production pétrolière mondiale poursuit une trajectoire ascendante, dépassant le seuil de 80 mb/j. La dynamique est tirée par les États-Unis, dont l'offre progresse régulièrement pour atteindre environ 12,6 mb/j en fin d'année. L'Arabie saoudite renforce aussi son niveau de production après un creux en début d'exercice, retrouvant près de 9,8 mb/j. La Russie suit une pente similaire, mais plus lente, approchant 9,6 mb/j. Ensemble, ces évolutions soutiennent la hausse de l'offre globale, avec une avance marquée du producteur américain, qui reste le principal moteur de croissance en 2025.



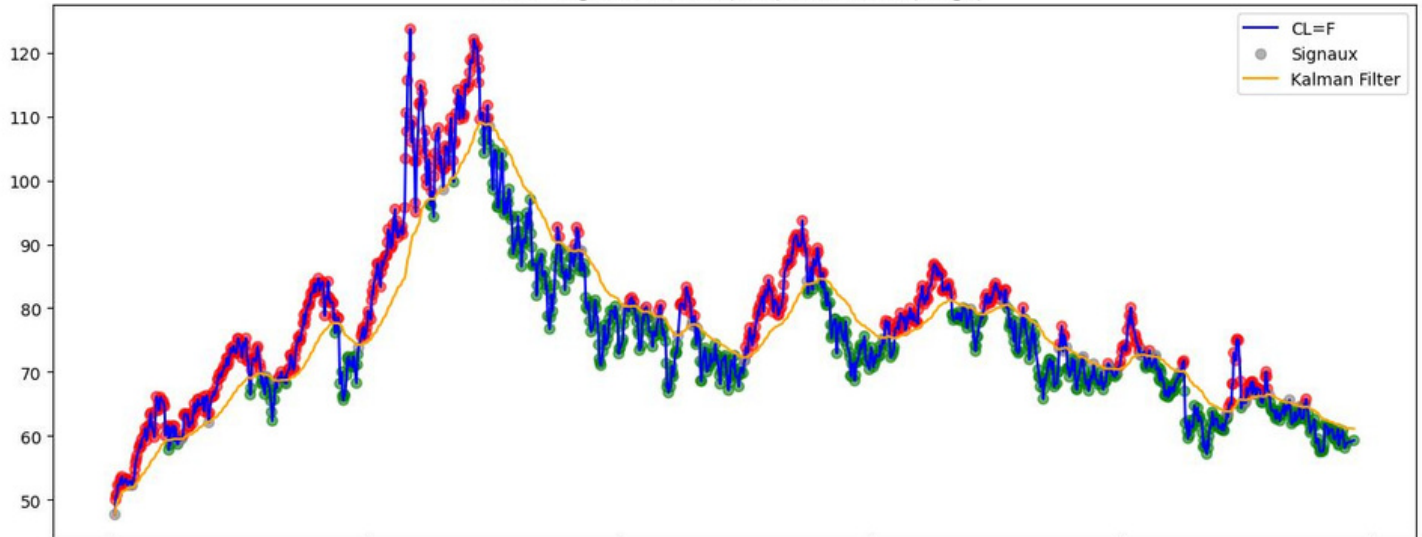
Sur les deux derniers trimestres, le prix du brut recule progressivement et reste sous pression, oscillant sans direction haussière durable. Parallèlement, le nombre de rigs(puits+infrastrucutres) aux États-Unis poursuit sa décrue. Le nombre baisse vers environ 540 unités, tandis que le Texas glisse vers 240, bien en-dessous des niveaux de 2022. Cette combinaison indique un environnement de forage plus contraint, les producteurs réduisant l'activité face à des prix moins porteurs.



JVR INVEST
GET HIGHER

✓ Meilleur paramètre pour Kalman : 0.001

CL=F - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



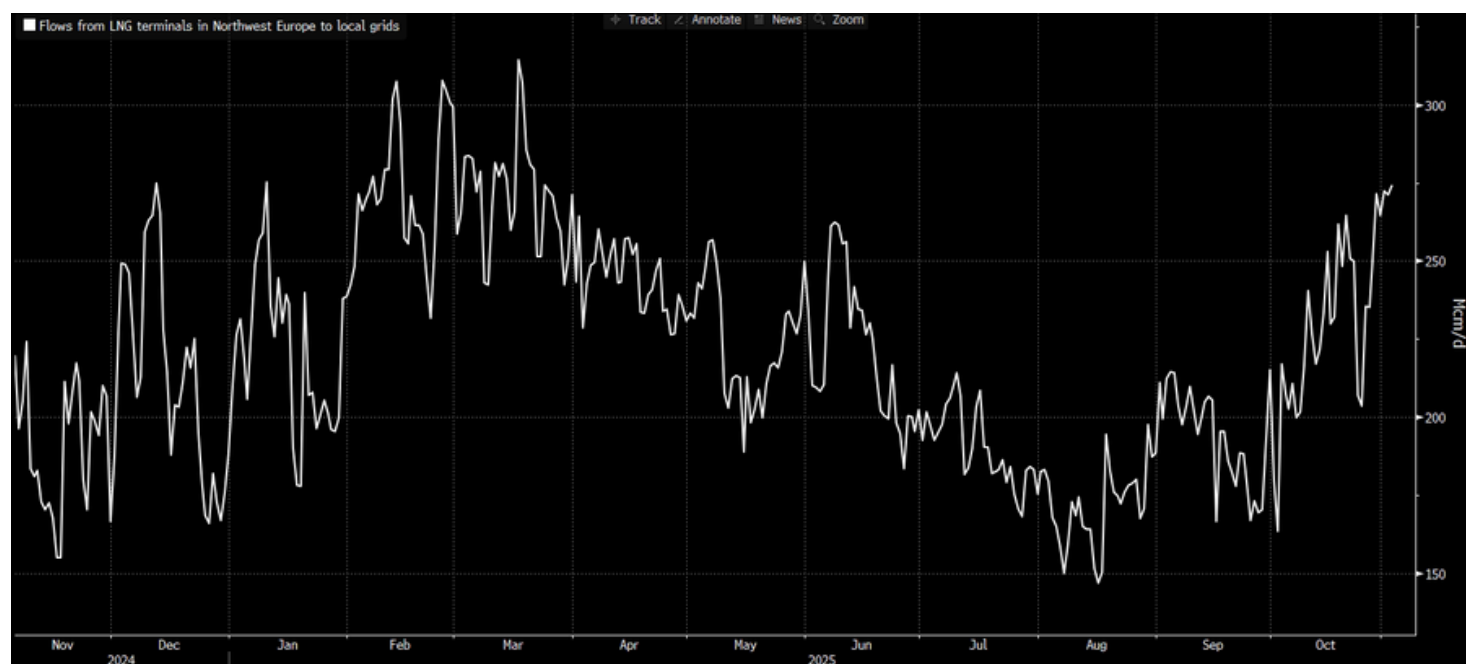
Paramètre process_noise optimal : 0.001

Nat Gas & LNG

Les contrats à terme sur le gaz naturel européen ont atteint leur plus haut niveau en environ un mois, sous l'effet de prévisions annonçant une baisse de la production éolienne et la perspective d'un mois de décembre inhabituellement froid. Selon les modèles du Centre européen pour les prévisions météorologiques à moyen terme, des vents polaires en altitude plus faibles que la normale pourraient entraîner des températures inférieures aux moyennes saisonnières. Les dernières simulations informatiques évoquent même un risque d'« échauffement stratosphérique soudain », un phénomène rare en décembre. Malgré son nom, ce type d'événement favorise souvent des vagues de froid en Europe, en affaiblissant les vents qui retiennent habituellement l'air arctique autour du pôle Nord.

Malgré cela ces derniers jours, certains opérateurs ont injecté du gaz supplémentaire dans les stockages souterrains, maintenant le niveau global des réserves européennes à 83 %, malgré un début précoce de la saison de chauffage.

Le continent profite de flux abondants de gaz naturel liquéfié, les livraisons depuis les terminaux d'importation du nord-ouest de l'Europe vers les réseaux locaux ayant atteint leur plus haut niveau depuis mars. Cette hausse des approvisionnements a contribué à stabiliser les prix après trois séances consécutives de progression.



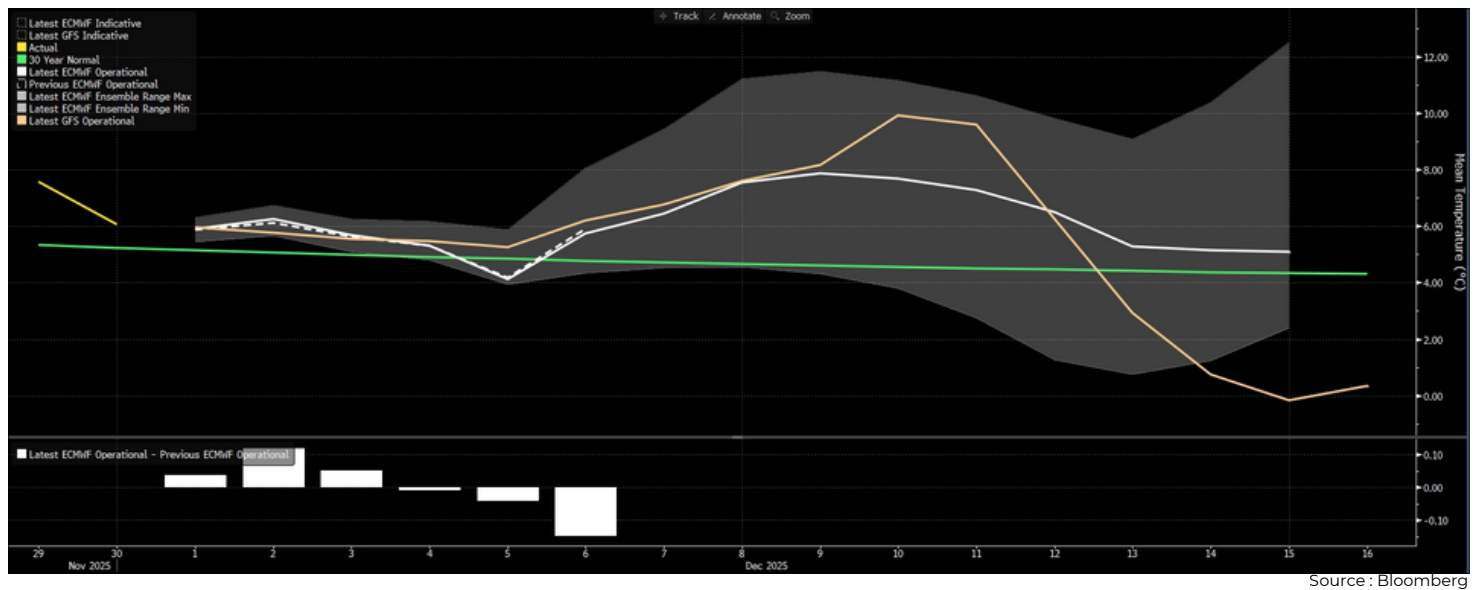
Source : Bloomberg

Les cours du gaz naturel en Europe ont reculé pour une septième séance d'affilée, s'enfonçant dans une zone de survente sous l'effet d'un approvisionnement stable et d'une météo plus clémente que d'habitude. Les prévisions annoncent des températures proches ou supérieures aux normales saisonnières dans la plupart des régions au cours des deux prochaines semaines, ce qui réduit la demande de chauffage et renforce les positions baissières des investisseurs. La saison de chauffe ne fait que commencer, et les opérateurs évaluent si l'Europe devra relever ses prix pour continuer d'attirer des cargaisons de GNL.

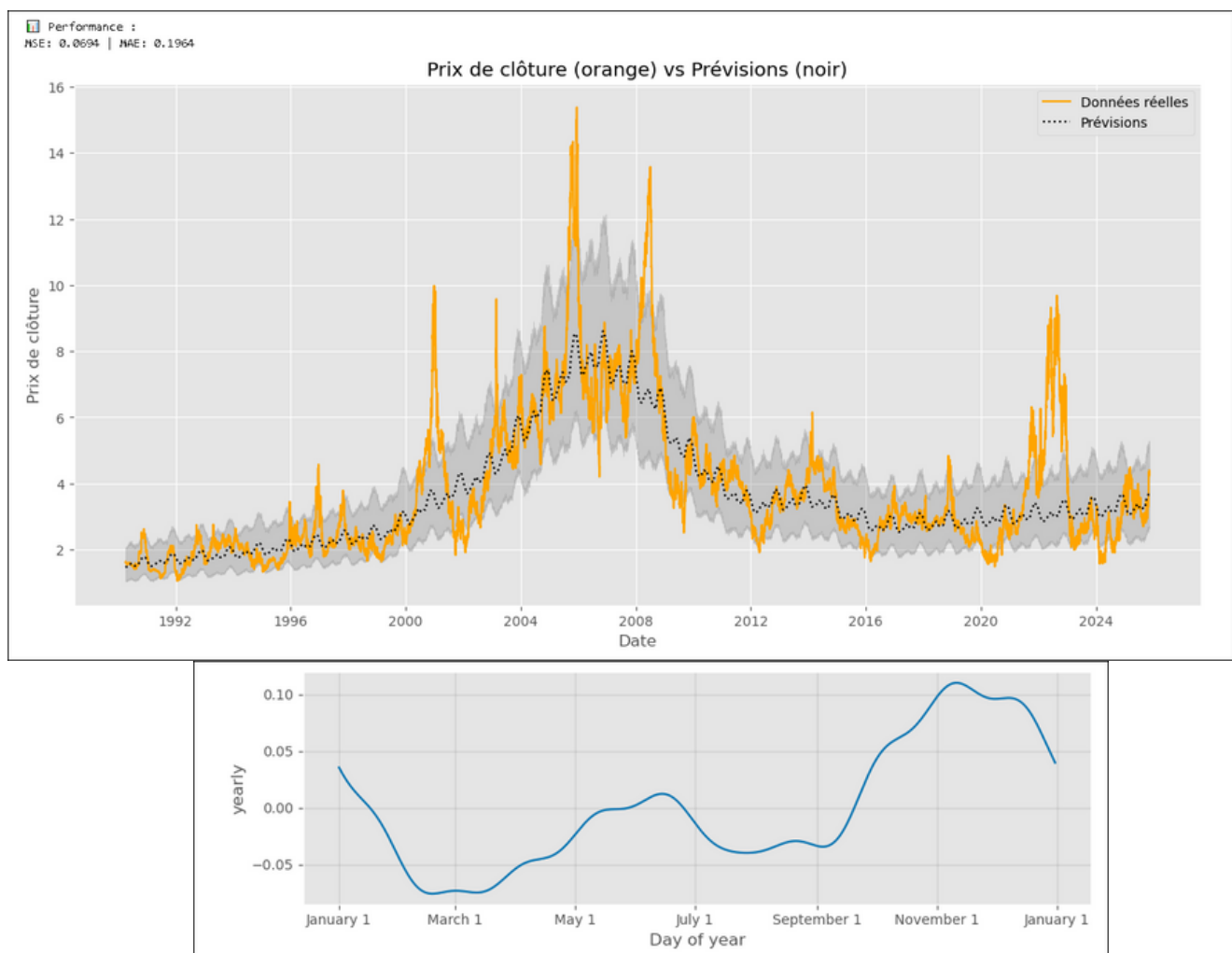
Les discussions liées à une possible fin du conflit en Ukraine restent également un élément suivi de près en raison de leurs implications potentielles sur l'offre énergétique mondiale. Le contrat néerlandais de référence a reculé de 1,8 %, à 28,29 €/MWh, tout en basculant dans une configuration technique de survente. Les stocks européens sont tombés sous 76 %, nettement en dessous de leur moyenne quinquennale de 86 %, après la récente période de froid.

Les conditions fraîches observées en Ibérie, en Europe centrale et dans le nord de la Scandinavie devraient s'atténuer, laissant place à un radoucissement inhabituel jusqu'à la mi-décembre. À Londres, la température moyenne pourrait atteindre 10 °C le 8 décembre, soit environ 4 °C au-dessus de la normale sur trente ans. À Paris, elle pourrait monter à 11 °C ce même jour, soit un écart d'environ 6 °C. À Berlin, la moyenne prévue pour le 11 décembre est de 5 °C, environ 3 °C au-dessus du niveau habituel. Les apports éoliens et solaires contribueront également à moduler la consommation de gaz.

En Allemagne, les stocks de gaz ont diminué à 168,9 TWh, soit 67 % de capacité, durant la semaine se terminant le 29 novembre 2025, contre une moyenne de 88 % sur cinq ans. Une semaine plus tôt, le niveau atteignait 71 %. L'Allemagne et la France affichent les plus fortes variations hebdomadaires en volume. Les Pays-Bas présentent le taux de remplissage le plus faible, tandis que l'Allemagne reste le pays le plus éloigné de sa moyenne saisonnière. La Hongrie enregistre le deuxième déficit le plus marqué par rapport à son historique, alors que l'Italie et la République tchèque se situent parmi les pays les plus proches, voire au-dessus, de leurs moyennes quinquennales.



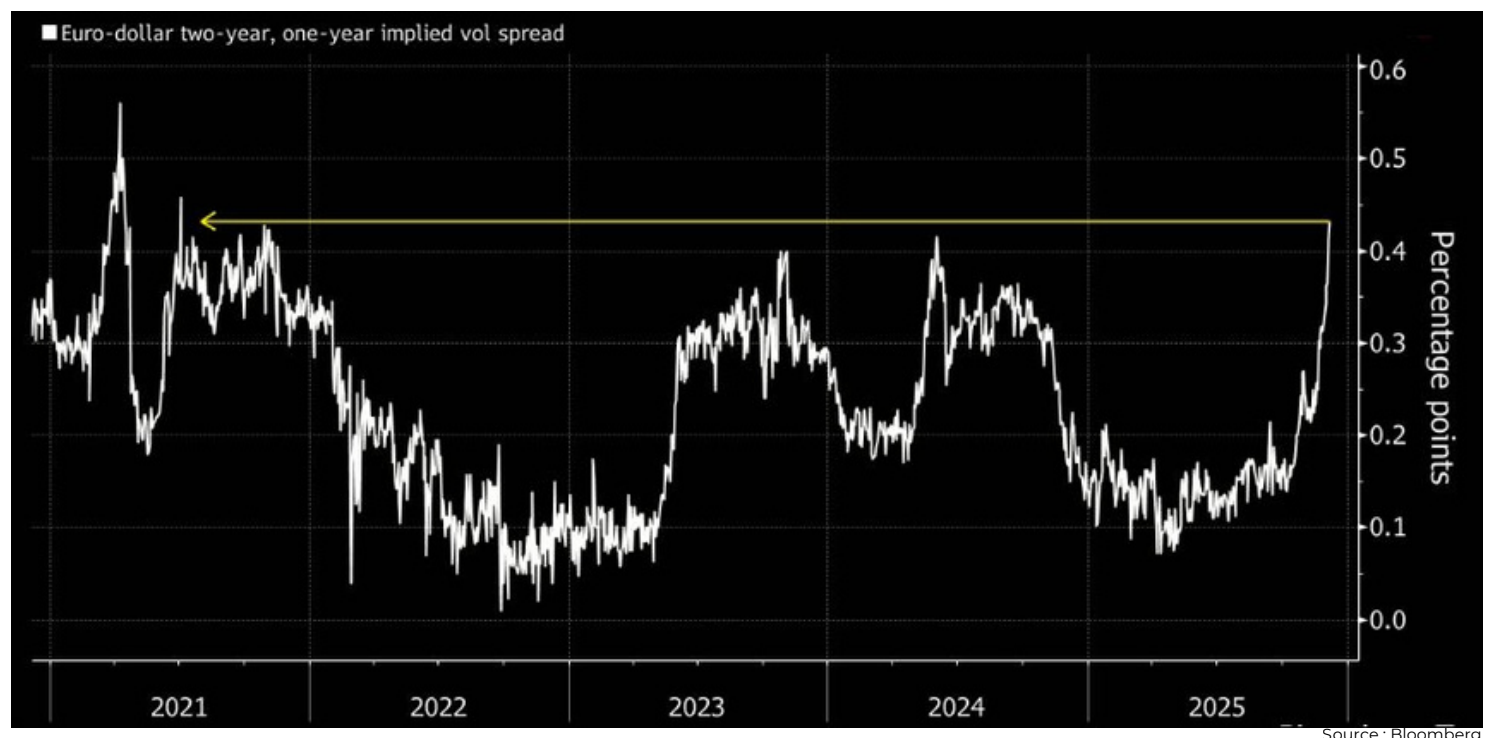
Les températures en Europe devraient rester largement au-dessus des moyennes de saison au moins jusqu'à mi-Décembre.

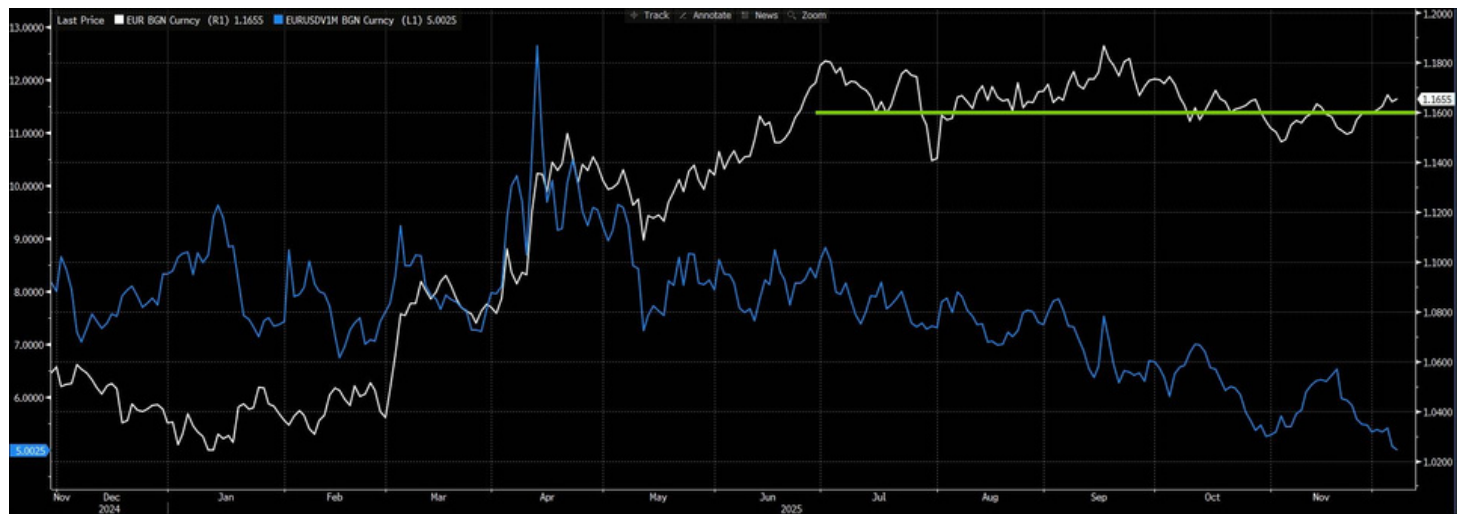


VI- Forex

La structure par échéance de l'euro montre que les traders se préparent à ce que des forces structurelles prennent le dessus l'an prochain. L'écart entre la volatilité implicite à deux ans et à un an dépasse 43 points de base pour la première fois depuis l'été 2021. Cette hausse traduit une couverture discrète du marché face à un scénario euro plus incertain, au-delà des thèmes immédiats. Les risques politiques dans les principales économies de la zone euro, la possibilité d'un changement majeur à la Fed, la hausse des rendements à long terme et un nouvel afflux possible de masse monétaire mondiale renforcent la demande de vega sur les échéances longues. Les maturités intermédiaires vers 2026 pourraient constituer le point idéal entre un court terme calme et un arrière de courbe nettement plus nerveux.

Sur le marché au comptant, l'euro a récemment atteint son plus haut niveau depuis fin octobre face au dollar, soutenu par les signaux des options et les positions de marché, laissant envisager une poursuite du rallye. Mercredi, la monnaie unique a gagné 0,3 % à 1,1662 \$, entamant sa huitième journée consécutive de hausse, la plus longue série depuis cinq mois. Les options jusqu'à la fin de l'année montrent un sentiment haussier à son plus haut depuis deux semaines, tandis que les volumes ont atteint leur pic en près de deux mois, avec une demande pour les calls sur l'euro largement supérieure à celle pour les puts. La faiblesse du dollar s'explique par les anticipations d'une Fed plus accommodante. La perception dovish de Kevin Hassett, directeur du National Economic Council, renforce l'idée d'une politique monétaire moins restrictive. Avec une baisse des taux déjà largement intégrée pour décembre, cette perspective exerce une pression supplémentaire sur le billet vert.





Source : Bloomberg

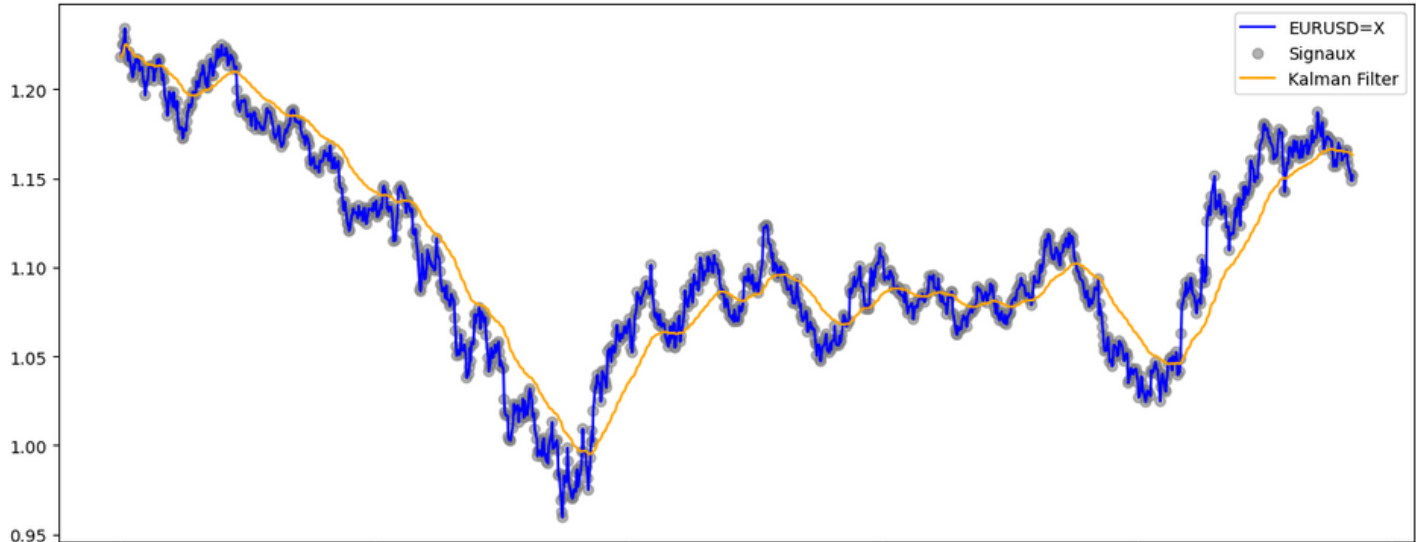
La volatilité implicite à 1 mois ne cesse de descendre due à l'incapacité à court terme de l'Euro d'avoir une tendance claire. Le trading range dure depuis 6 mois. Les agents attendent maintenant des messages clairs qui leur permettront de prendre des positions nettes. Cette compression de la volatilité implicite devrait ouvrir la voie à une phase de décompression brutale. L'élément déclencheur principal pourrait provenir du discours du président de la réserve fédérale lors de la dernière réunion de l'année.



JVR INVEST
GET HIGHER

✓ Meilleur paramètre pour Kalman : 0.001

EURUSD=X - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



Paramètre process_noise optimal : 0.001

Source : Bloomberg

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.