

FINARE ASSET MANAGEMENT S.A.

Lettre de Gestion Trimestrielle Troisième Trimestre 2025

Note rédigée le 29/10/2025

Introduction

L'arrivée au pouvoir de l'administration Trump n'est pas seulement un changement de garde, c'est le début d'un bouleversement radical de régime, un véritable raz-de-marée dont les premières vagues commencent à peine à perturber l'ordre mondial. Il ne s'agit pas d'une transition en douceur : les anciens cadres sont balayés et les conséquences économiques, politiques et financières sont sur le point de se multiplier, de manière imprévisible.

La fragmentation macroéconomique entre les régions et une volatilité importante continueront de caractériser l'environnement au cours des prochains trimestres.

Un cycle de reflation mondiale se dessine, ce qui a pour effet d'atténuer les risques liés à une récession mondiale. Il convient toutefois de noter que les risques à moyen terme d'une inflation débridée augmentent également.

Trois forces remodelent le paysage.

Premièrement, le changement climatique : l'accélération du rythme des perturbations est une source structurelle d'inflation.

Deuxièmement, la géopolitique : le réalignement de l'ordre mondial, avec la disparition des anciens axes et équilibres.

Troisièmement, la technologie : la numérisation et l'intelligence artificielle transforment les industries et l'emploi, entraînant une vague désinflationniste qui conjugue gains de productivité et insécurité.

La démondialisation s'accélère. Le Sud global forge de nouveaux accords : yuan, or et réserves alternatives. La dédollarisation n'est plus théorique, elle est en cours, avec la renaissance incontestable de l'or en tant qu'actif de réserve. Les États-Unis sont confrontés à un impératif urgent : préserver le statut de réserve du dollar, plafonner les taux à long terme et canaliser les flux de capitaux mondiaux.

(Géo)politique. L'Europe, pour sa part, lutte pour éviter la marginalisation face aux différents blocs en formation : Amériques, Asie, Russie & Alliés... Tandis que les foyers de conflits armés stagnent (Ukraine, Moyen Orient...).

Politiques économiques. Malgré les discours rassurants du début d'année, la domination fiscale des États-Unis prend le dessus et l'indépendance de la Fed sera sous les feux de la rampe. La Chine et l'Europe s'engagent également dans une politique de reflation.

Points Marchés Financiers

1. Devises... un dollar toujours sous pression

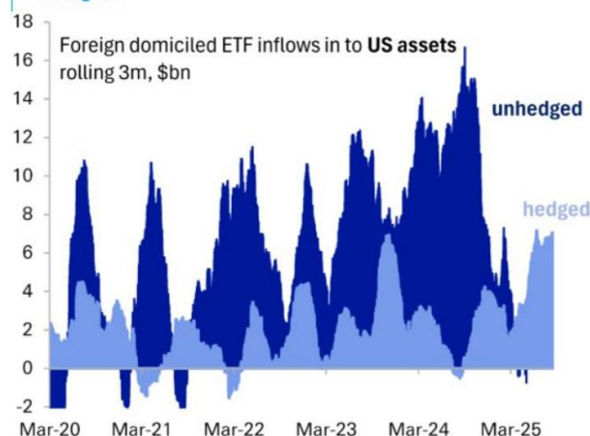
En septembre, la Fed a repris son cycle d'assouplissement monétaire avec une baisse de taux de 25pbs, très attendue. Le Comité a estimé que les risques pesant sur l'emploi avaient augmenté. Elle a abaissé le taux médian des Fed Funds à 3,6% contre 3,9% pour cette année, 3,4% contre 3,6% pour 2026 et 3,1% contre 3,4% pour 2027.

Powell a longuement évoqué les risques de faiblesse du marché de l'emploi, mais aussi les risques haussiers sur l'inflation, et a souligné que le Comité était très divisé sur la voie à suivre. Il s'agissait d'une baisse de type « gestion des risques » traduisant une approche plus prudente compte tenu des risques pesant sur les deux volets de son mandat.

Le dollar américain s'affiche en baisse de plus de 10% vs Euro depuis le début d'année.

Par conséquent, la couverture du risque de change sur les achats d'actifs US a fortement augmenté. Les investisseurs souhaitent s'exposer aux actifs US, mais sont désormais réticents à prendre le risque lié au dollar. Cette tendance devrait très probablement se poursuivre, les inquiétudes concernant l'érosion de l'indépendance institutionnelle au sens large, y compris celle de la Fed, restant au premier plan.

Figure 1: Hedged inflows into US now exceeding unhedged



Source: Deutsche Bank Research; Bloomberg Finance LP

Figure 2: Two-thirds of total inflows are hedged



Source: Deutsche Bank Research; Bloomberg Finance LP

Que ce soit la fin de la domination du dollar ou une correction substantielle et rapide, due à une forte vigueur et à une surpondération, ces corrections ont historiquement profité aux pays émergents. La dette locale des pays émergents est particulièrement sensible aux fluctuations du dollar.

Historiquement, les périodes de faiblesse du dollar ont stimulé les flux vers les marchés émergents, ce qui a dopé les performances de cette classe d'actifs.

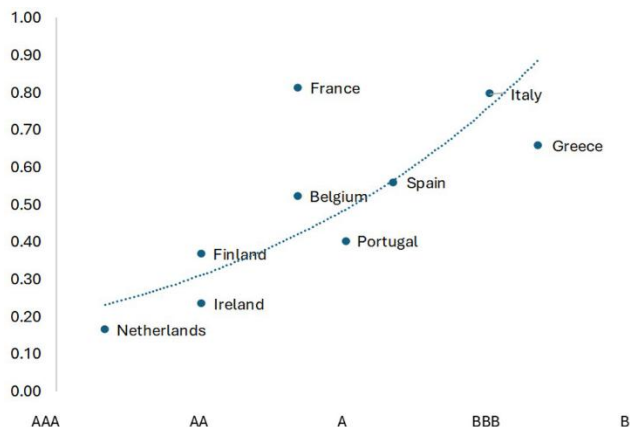
2. Marchés obligataires

La dette totale a peu évolué l'an passé, légèrement supérieure à 235% du PIB mondial, selon le FMI. **La dette privée a reculé à 143%, son plus bas niveau depuis 2015**, reflétant une réduction du passif des ménages et une faible variation de la dette des entreprises non financières. En revanche, la dette publique a atteint près de 93%.

Le déficit budgétaire mondial, toujours élevé, est le principal facteur de la hausse de la dette publique. Aux États-Unis, la dette publique a atteint 121%, tandis qu'en Chine, elle a progressé à 88%. Hors États-Unis, la dette publique des économies avancées a diminué de plus de 2,5 points pour atteindre 110%. Les fortes hausses enregistrées en France et au Royaume-Uni ont été compensées par des baisses au Japon et dans les économies plus petites (Grèce et Portugal). Hors Chine, la dette publique des économies émergentes a légèrement baissé pour atteindre moins de 56%.

Fitch a abaissé la note de la France en raison de la fragmentation et de la polarisation accrues de la politique intérieure. Cependant, tout ne se dégrade pas.

S&P a relevé la note de l'Espagne à A+ grâce à une épargne plus importante et à des exportations performantes. Fitch a relevé la note du Portugal à A grâce à la poursuite de la réduction de son ratio dette/PIB à moins de 100%. L'Italie a également été relevée à BBB+, grâce à une meilleure résilience budgétaire. L'instabilité politique a accentué les inquiétudes des investisseurs concernant la dette française et a poussé les taux au-dessus de ceux de la Grèce et de l'Italie. Cette dégradation était prévue, et la France ne bénéficie plus de la prime de valeur refuge.



Parallèlement, les taux de plusieurs entreprises françaises sont passés sous ceux de leur État. Une dizaine d'entre elles affichent un spread négatif face à la dette souveraine française, le plus élevé depuis 2006, notamment L'Oréal, Airbus, AXA, Scheider et Danone. Dans la zone euro, plus de 80 émetteurs privés affichent des taux obligataires inférieurs à ceux de la France.

3. Marchés actions

Une situation Goldilocks pour les actions. L'IA, un moteur surpuissant. Stimulations fiscales et monétaires. Hausse des liquidités globales. Accélération de l'économie globale. Réindustrialisation et géopolitique.

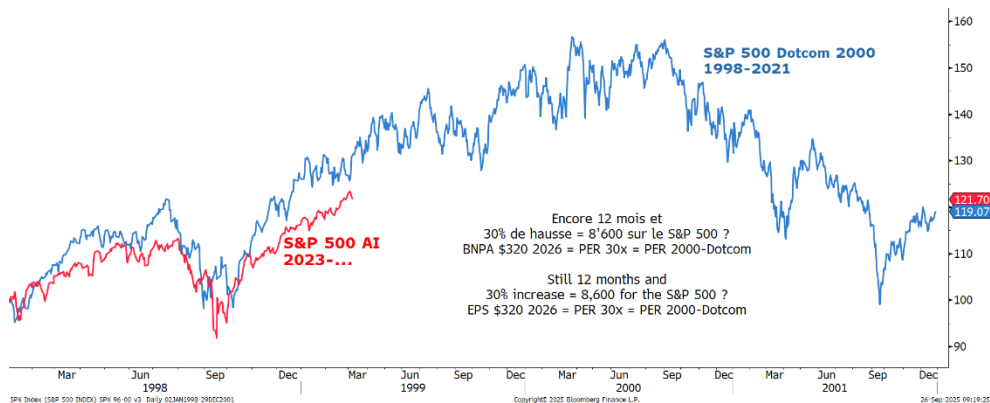
L'Intelligence artificielle - IA - est un moteur surpuissant pour les bourses. C'est une thématique transversale qui touche de nombreux secteurs, la technologie évidemment, mais aussi la construction de centrales électriques, la génération d'énergie, les métaux industriels, l'infrastructure, etc ...

Le cumul des Capex (dépenses d'investissement) en 2025 représente 2% du PIB US. Pour de nombreux investisseurs, cette « folie » des dépenses et la hausse des cours des actions des sociétés liées à l'IA font penser à la bulle de 2000. Les 10 premières capitalisations du S&P 500 comptent pour 41% dont 9 sont des Big Techs, Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Broadcom, Tesla et Oracle ; le seul « intrus » est Berkshire Hathaway.

Cependant, par rapport au pic de la bulle de 2000, quelques différences :

- Les PER du S&P 500 et du Nasdaq étaient à 35x et 70x contre 25x et 35x aujourd'hui,
- Internet était un concept. L'IA est une réalité qui touche potentiellement des milliards d'utilisateurs.

Pour terminer cette comparaison, le S&P 500 et le Nasdaq auraient encore devant eux 12 mois avant une éventuelle correction.

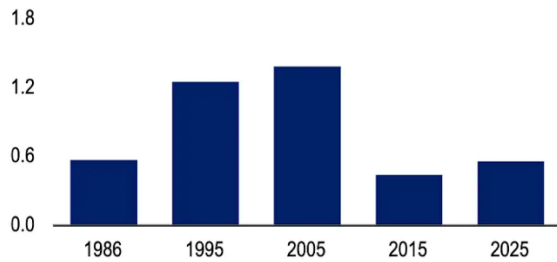


Graphiques du trimestre : ce qui a le plus retenu notre attention (et celle des marchés)

1/ Ratio dettes nettes/ fonds propres SP500

Exhibit 6: Today's S&P has lower financial leverage than 1990s-2000s...

S&P 500 non-Financials net debt/Equity, 1986-2025

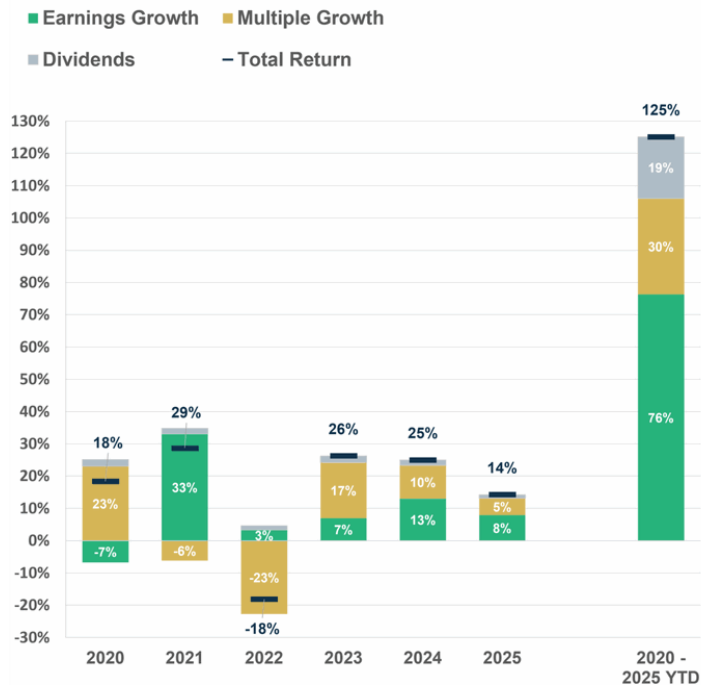


Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

2/ Décomposition de la performance totale return du SP500

Irrational exuberance? Not really ... profit growth mostly drove returns since 2019

S&P 500 Total Return Drivers



Data source: Carson Investment Research, Factset 09/23/2025

@sonusvarghese

Depuis 2020, la progression du S&P 500 s'explique principalement par les profits et les dividendes, et moins par une expansion des multiples.

Commentaires de gestion Fonds Patrimonium Ucits

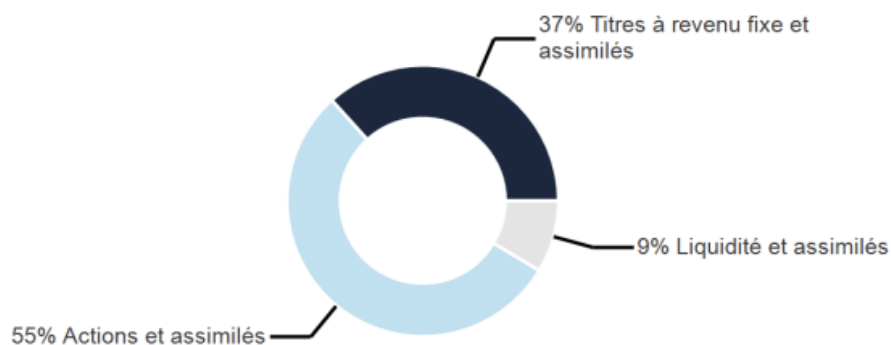
Au 30 septembre, notre fonds diversifié Patrimonium Ucits **s'affiche en hausse de 1.49% contre +1.68% pour son indice de référence** (50% MSCI World / 50% Indice Bloomberg Euro Aggregate Bonds), en légère sous-performance.

Le fonds a adopté au cours du trimestre une légère surpondération sur les marchés actions (55% du portefeuille) en tirant profit des liquidités dont nous disposions à la fin du T2.

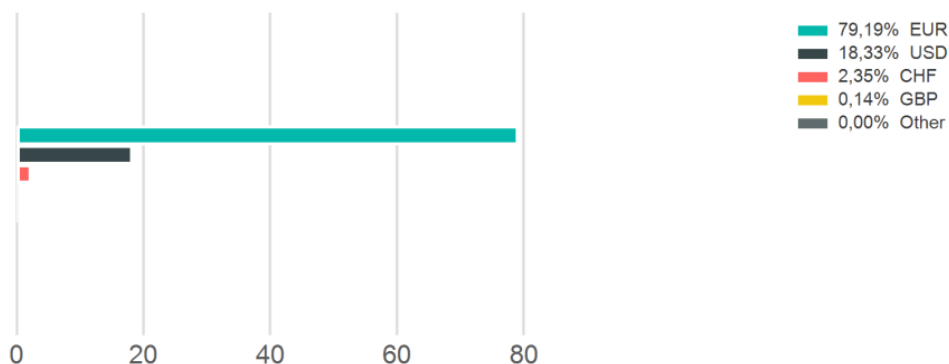
Sur la partie actions, nous restons surpondérés sur les actions européennes et chinoises, au détriment des actions américaines. Sur la partie américaine, la majorité des positions se concentrent sur des valeurs liées au secteur technologique.

Au début du mois de septembre, nous avons réintroduit une position sur le SP500, couvert en euro, ce qui nous permettra de bénéficier du dynamisme des marchés US sans subir les fluctuations du dollar américain par rapport à l'euro.

Allocation d'actifs au 30/09/2025



Répartition par devises au 30/09/2025



Indicateurs de marché au 30/09/2025

Security	Indices en EUROS		Perf. Septembre 2025	Perf. YtD 2025
LBEATREU Index	Euro-Aggregate	Bloomberg EuroAgg Total Return	0.36%	1.01%
LEGATRUU Index	Global Aggregate	Bloomberg Global-Aggregate Tot	0.80%	4.08%
MSERWI Index	MSCI World EUR	MSCI World	2.76%	2.36%
SPX Index	S&P 500 INDEX EUR	S&P Index	3.04%	0.01%
NDX Index	NASDAQ 100 STOCK INDX EUR	NASDAQ Index	5.40%	3.39%
SX5E index	Euro Stoxx 50 Pr	EURO STOXX 50	3.35%	12.95%
DAX Index	DAX INDEX	DAX Index	-0.09%	19.95%
CAC index	CAC 40 INDEX	CAC Index	2.49%	7.96%
NKY Index	NIKKEI 225 EUR	Nikkei Index	4.10%	5.92%
SHSZ300 Index	CSI 300 INDEX EUR	CSI Index	3.20%	5.16%
MXEF Index	MSCI EM EUR	MSCI EM	6.46%	10.35%
GOLDECPM Index	Gold Price Euro	OR	11.06%	27.03%
BM7T Index	BBG MAGNIFICENT 7 TR EUR	Magnificent 7 US Index	8.52%	5.29%
GSXEGRAN Index	GS EU GRANOLAS	GS EU GRANOLAS	0.53%	-1.15%
	Bench 50% BBG EuroAggreg TR / 50% MSCI World		1.56%	1.68%