N°224 La feuille de SOUS

Lettre d'information de Conseil Absolu - septembre 2025

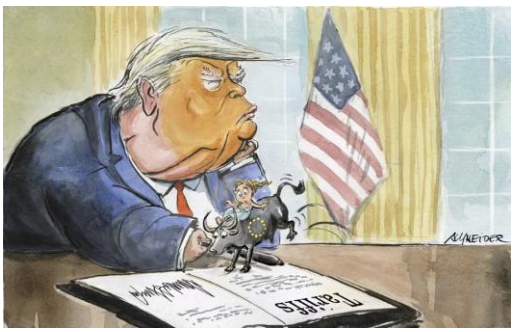
EDITORIAL

Esprit munichois à la sauce Ecossaise

Cet été, quelques jours avant le dernier ultimatum de D. Trump, Ursula von der Leyen a accepté de se plier à l'oukase américain.

Pour éviter une escalade des droits de douane, la présidente de la commission européenne a accepté une taxation des exportations vers les Etats-Unis à 15%. Les secteurs pharmaceutique et aéronautique échappent à toute taxation (ainsi que certaines matières premières et produits agricoles). En revanche, l'acier et l'aluminium restent taxés à 50% (heureusement que la France a depuis longtemps vendu Pechiney aux américains et Arcelor aux indiens…), au-delà de certains quotas.

Le ministre français Benjamin Haddad a jugé cet accord « déséquilibré ». Dans la mesure où l'Europe accepte unilatéralement d'être taxée pour éviter la confrontation, c'est un euphémisme ! L'Europe supprime même toutes les taxes mises en place en rétorsion.



Sous l'effet des droits de douane, l'excédent commercial européen a reculé de 30% au second trimestre. La France ne risque rien, elle n'a pas d'excédent avec les US (spoiler : son déficit s'est détérioré de 2,8Mds au T2) !

Du fait de ce léger excédent commercial avec les USA, l'Europe a donc considéré qu'il valait mieux ne pas entrer en guerre commerciale.

Fort de ce succès D. Trump a déjà annoncé qu'il allait mettre des droits de douane à tous les pays qui imposent leurs régulations aux acteurs du digital (Meta, Google…) comme par exemple la protection des données privées ou le filtrage des données répréhensibles. L'Europe est à la pointe avec son Digital Services Act… La hache de guerre à peine décrochée du poteau, voici D. Trump qui refuse de l'enterrer…

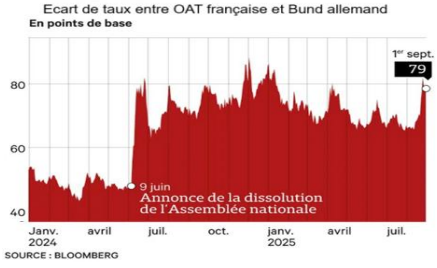
Vent d'automne sur les marchés

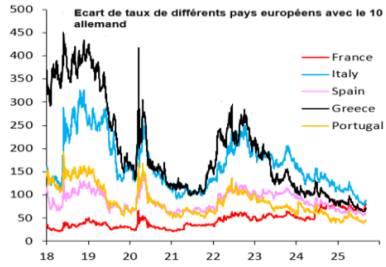
Je n'ai pas fait de point sur les marchés financiers depuis longtemps. Or dès avant l'automne, il me semble que quelques nuages s'amoncellent.

Commençons par l'Europe et plus particulièrement par la France, puisque l'actualité politique y est brûlante et qu'elle va peser sur les marchés. La situation, vous la connaissez : depuis la « clarification » de notre Président, l'assemblée est divisée en 3 tiers (pas tout à fait égaux, et surtout pas vraiment homogènes si on en juge par le soutien avec des pincettes des LR au gouvernement et les dissensions entre PS et LFI). Dès qu'il est proposé d'augmenter une recette ou de baisser une dépense, on trouve un camp pour s'y opposer et « défendre les français » et ainsi espérer s'attirer leurs votes. De fait, les premiers ministres défilent plus vite que sous la 4ème République. Chacun a sa solution pour régler le problème (nouvelles législatives, nouvelle présidentielle ou nouveau premier ministre) ce qui montre, là encore, qu'il n'y a pas de consensus pour sortir du blocage dans lequel nous sommes (la 5ème République étant faite pour fonctionner avec une majorité à l'assemblée, le compromis n'étant pas une spécialité française…). Faut-il proposer de réduire les mandats électifs à 1 an pour acter l'obsolescence rapide de nos politiques dans l'opinion ?

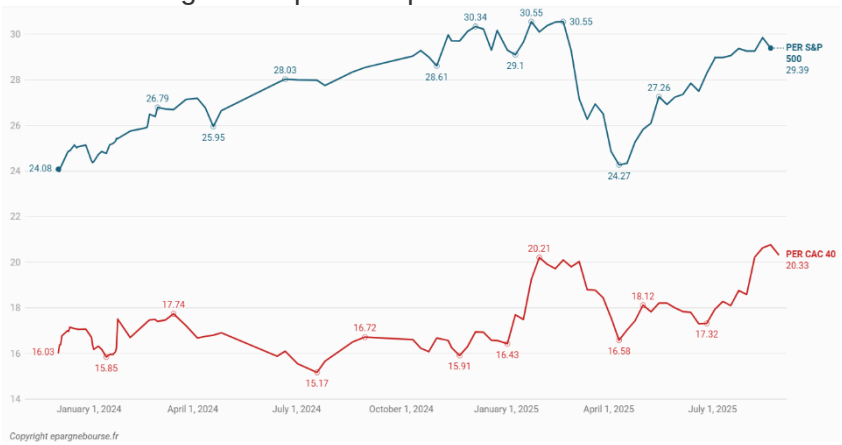
Résultat des courses, la France se tire une balle dans le pied car l'incertitude politique inquiète davantage les marchés que le déficit public. Certes, les deux vont de pair. Les marchés espèrent qu'un gouvernement qui a les coudées franches fera le nécessaire pour réduire ce déficit exponentiel. Nous avons réussi à mécontenter une large majorité de français (bon, ça ce n'est pas le plus compliqué) tout en ayant des charges budgétaires nettes supérieures de près de 50% aux recettes. Si vous dépensez 3000€ par mois avec 2000€ de salaire net, votre banque va vite vous appeler (pour une fois que votre banquier vous appellera…). Le déficit public de la France prévu pour 2025 (déficit budgétaire (125Mds) + déficit de la sécu (22Mds) + déficit des collectivités locales (15 Mds)) rapporté au PIB (5,4%) est le plus important de la zone euro.

En conséquence, le taux auquel la France emprunte ne cesse de monter alors que les autres pays européens sont plutôt sur une tendance baissière. L'emprunt d'Etat allemand à 10 ans (le bund) sert de référence mondiale. On voit sur le premier graphique ci-dessous que l'écart avec les taux allemands et français (l'OAT 10 ans) se sont creusés depuis la dissolution et ont rebondi depuis l'annonce de « l'autodissolution » du gouvernement Bayrou. Sur le second on voit que la surémunération demandée aux pays « du sud » pour placer leur dette s'est en revanche réduite.

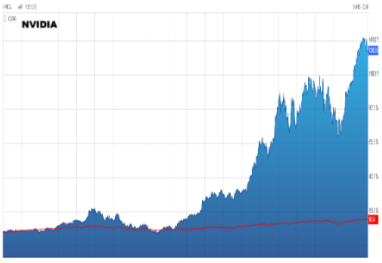




La France titille désormais l'Italie avec 0,80 points de coût de dette de plus que l'Allemagne alors que tous les anciens « cancres » de la crise financière de 2008 (les fameux PIGS) empruntent désormais à un coût inférieur à la France. Si c'est une bien mauvaise nouvelle pour le budget français (le remboursement de la dette coûte presque autant que le budget des armées), c'est une opportunité pour les investisseurs. La remontée des taux des emprunts d'état à 3,5%, se propage aux émissions obligataires privées qui offrent des rendements de 4 à 5% avec de bonnes signatures. Après la période de disette des années 2019 à 2021 où les taux de l'OAT étaient négatifs, c'est une bonne nouvelle pour les épargnants. D'autant, que l'alternative du marché actions n'est pas véritablement attractive. Il est encore trop tôt pour estimer l'effet des droits de douane américains sur l'Europe mais on se doute qu'ils ne vont pas doper la croissance européenne, déjà atone. Dans ce contexte, on peut dire que les actions européennes sont très correctement valorisées. Toutefois, si le PER (rapport cours/bénéfices) du CAC est nettement supérieur à sa moyenne historique (autour de 15) on ne peut pas en conclure qu'il est aujourd'hui historiquement « cher ». En effet, le CAC a été dominé pendant longtemps par des entreprises comme Total ou France Telecom (Orange) et par les valeurs bancaires. Or ces secteurs matures ont des PER faibles. Leur poids dans l'indice a été divisé par 2 en 20 ans. En revanche, le luxe a triplé le sien et les entreprises de la tech ont doublé le leur dans le CAC aujourd'hui. Il n'en demeure pas moins que le PER moyen de l'indice a pris 5 points en 1 an malgré une baisse de 25% de LVMH sur la période…



Du côté américain, tout ne va pas bien non plus. Le S&P 500 est davantage encore à des niveaux historiquement élevés et le poids du secteur technologique représente 1/3 de l'indice, soit sa plus importante pondération depuis la bulle des « .com » de 2000. Cette concentration est un facteur de fragilité. Le parcours fulgurant de la société américaine Nvidia illustre à lui-seul l'engouement pour le nouvel Eldorado : l'Intelligence Artificielle. Fidèle à la tradition américaine selon laquelle il est plus profitable de vendre des pelles et des pioches plutôt que de chercher de l'or, NVIDIA conçoit (entre autre) des processeurs graphiques qui sont indispensables au deep learning (d'ailleurs elle ne les fabrique même pas) et des logiciels de gestion de carte graphique. Si le doublement du SP 500 (en rouge) sur les 5 dernières années semble anecdotique, c'est que le cours de NVIDIA a été multiplié par 100 dans le même temps ! Le problème est que les utilisateurs de ces GPU, qui nous facilitent la vie avec leur IA générative (Gemini, ChatGPT, Perplexity, DeepSeek ou le français Le Chat…), n'ont pas encore trouvé le moyen de rentabiliser leurs investissements colossaux.



Parallèlement, l'économie américaine ralentit (sans que cela ne soit vraiment inquiétant). D. Trump veut une baisse massive des taux pour stimuler l'économie, réduire le coût astronomique de la dette (oui, aux Etats-Unis aussi…) et faire baisser le dollar pour réduire le déficit commercial. Il y a néanmoins un écueil dans cet enchaînement vertueux : il faut des investisseurs pour acheter les « treasuries » (bons du Trésor) d'un état surendetté. Or si les taux américains baissent, les investisseurs iront voir ailleurs. Cela tombe bien, la France emprunte à 3,5% et les allemands ont à nouveau besoin d'argent et offrent une bien meilleure signature. Certes, il y a encore un fossé entre le 10 ans américain à 4,5% et le Bund à 2,5%. Mais si le président américain pense écouler ses obligations aux taux allemands, il risque d'être déçu… Nombreux pays l'ont appris à leur dépend. Le président Erdogan a viré les directeurs de la banque centrale turque jusqu'à ce qu'il y en ait un pour appliquer la politique de taux bas qu'il souhaitait. Résultat, les capitaux ont massivement quitté le pays et la livre turque a fondu comme neige au soleil. Il a fallu remonter les taux à 50% pour juguler l'hémorragie ! Certes le dollar n'est pas la livre turque mais modifier les paramètres économiques au bon vouloir des dirigeants fini souvent en catastrophe. La volonté de D. Trump d'une réserve fédérale à sa botte (comme le reste de l'administration américaine qui bascule de plus en plus dans la veulerie) est certes une stratégie cohérente venant d'un président qui s'octroie de plus en plus de pouvoir, mais elle pourrait bien mal finir…

La politique monétaire accommodante de la Banque du Japon (BoJ) maintient le yen à des niveaux historiquement bas. C'est un facteur de soutien aux marchés actions mais ils ont déjà beaucoup monté depuis 2 ans. Du côté des pays émergents, les situations sont, comme toujours, hétérogènes. La Chine pâtit toujours d'une consommation intérieure atone et des droits de douane américains. Les marchés chinois sont, en revanche, peu chers. L'Inde, qui est devenue la nouvelle championne de la croissance, est largement valorisée. Pour revenir à la France : Ironie de (la petite) histoire, l'année blanche (gel des dépenses au niveau de 2025 pour 2026) souhaitée par notre toujours premier ministre, pourrait bien trouver à s'appliquer faute d'entente dans l'hémicycle. C'est ce qui arrive à l'Espagne où le budget de 2023 a déjà été reconduit par 2 fois…