

Retour sur le mois de septembre : la hausse des actions US se propage à l'Europe !

Alors que les marchés actions européens étaient à la traîne entre juin et août (+0,4% pour l'Eurostoxx vs +9,3% pour le S&P 500), la nouvelle poussée du S&P en septembre (+3,5%) a permis à l'Eurostoxx d'afficher +2,7%. Si depuis le début d'année les 2 indices affichent une hausse de l'ordre de +15%, le recul de l'€/€ de 13,5% rappelle que tout investisseur en € affiche une performance proche de 0 sur le S&P 500.

La faiblesse du \$ reste un élément déterminant dans l'allocation mondiale des investisseurs. L'arrivée de Mr Trump, avec comme conséquence les droits de douane, une pression forte sur la Fed et une politique budgétaire non maîtrisée, conduisent à une réallocation vers des actifs qui ne sont pas en \$. Cela se traduit par un soutien aux marchés européens et émergents mais aussi à l'atteinte de nouveaux records sur l'or (+46,6% en YTD !).

Si la baisse des taux de la Fed mi-septembre a convaincu, les attentes de 2 nouvelles baisses (fin octobre et mi-décembre) peuvent apparaître optimistes d'autant que l'inflation reste élevée (3%). Cela pourrait donc limiter tout nouvel affaiblissement du \$ avant début 2026.

De plus, le shutdown (mise à l'arrêt de l'administration fédérale US en l'absence de vote sur la dette fédérale) conduit à limiter la publication des données macro-économiques et à priver la Fed de certains éléments d'analyse. Une situation inconfortable pour prendre une décision.

Mais la thématique qui prédomine est bien entendu l'intelligence artificielle. Au-delà de la performance boursière de certains titres comme Nvidia, l'annonce de centaines de Md\$ d'investissements irrigue des secteurs entiers de l'économie (data centers, électricité, semi-conducteurs, immobilier...). Si les montants en jeu pourraient accélérer la croissance US dans les prochains mois, il est très difficile d'identifier les secteurs qui pourraient être très négativement impactés. Nous constatons des sous-performances notables de certains secteurs (ESN, logiciels, call center...) pour lesquels l'IA pourrait profondément modifier la structure de profit.

Si cette révolution engendre des excès comme ce fut le cas pendant la bulle Internet des années 2000, elle devient un élément important dans toute prise de décision aujourd'hui.

Performances des principales classes d'actifs

Performances au 30/09/2025	Cours	septembre	3 mois	YTD	2024	2023	2022	2021	2020	2019
Taux Souverains										
Taux 10A US	30/9 4,15	-8p	-8p	-42p	+69p	+0p	+237p	+59p	-100p	-77p
Taux 10A Allemagne	30/9 2,71	-1p	+11p	+35p	+35p	-53p	+272p	+39p	-39p	-43p
Taux 10A France	30/9 3,53	+2p	+26p	+35p	+65p	-54p	+287p	+55p	-46p	-59p
Taux 10A Italie	30/9 3,53	-5p	+6p	+2p	-23p	-90p	+347p	+63p	-87p	-133p
Taux 10A Espagne	30/9 3,20	-7p	+3p	+16p	+9p	-66p	+304p	+53p	-43p	-94p
iBoxx € Eurozone 1-3	30/9 177,1	+0,1%	+0,3%	+1,9%	+3,2%	+3,5%	-4,8%	-0,7%	+0,0%	+0,3%
iBoxx € Eurozone 3-5	30/9 208,4	+0,1%	+0,2%	+2,1%	+2,5%	+5,4%	-10,0%	-1,2%	+1,3%	+1,9%
iBoxx € Eurozone 5-7	30/9 240,1	+0,2%	+0,2%	+2,0%	+2,2%	+7,1%	-14,3%	-1,8%	+2,8%	+4,2%
Taux Corporates										
Taux US BBB+ 7-10 ans	30/9 5,15	-12p	-24p	-55p	+31p	-51p	+316p	+65p	-118p	-157p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	30/9 3,74	-3p	-3p	+9p	-16p	-83p	+355p	+38p	-51p	-117p
iBoxx € Corporates 1 - 3	30/9 211,3	+0,2%	+0,7%	+2,8%	+4,7%	+5,1%	-5,2%	+0,0%	+0,7%	+1,4%
iBoxx € Corporates 5 - 7	30/9 269,2	+0,4%	+1,1%	+3,2%	+5,0%	+9,7%	-16,0%	-0,8%	+2,9%	+7,7%
iBoxx€HY core cum cross 5-10 LC	30/9 118,4	+0,2%	+0,7%	-0,6%	+2,2%	+11,7%	-17,7%	-0,8%	-0,8%	+8,6%
Actions										
Eurostoxx 50 NR	30/9 13 448,7	+3,4%	+4,5%	+15,4%	+11,0%	+22,2%	-9,5%	-3,2%	+28,2%	-12,0%
Eurostoxx NR	30/9 1 338,6	+2,8%	+4,1%	+18,1%	+9,3%	+18,6%	-12,3%	+0,2%	+26,1%	-12,7%
Eurostoxx	30/9 583,5	+2,7%	+3,9%	+15,5%	+6,6%	+15,7%	-14,4%	-1,6%	+23,0%	-14,8%
Eurostoxx Small NR	30/9 726,3	+0,0%	+1,6%	+14,5%	-3,5%	+13,9%	-15,5%	+8,3%	+26,2%	-13,2%
S&P 500 Index Fixed	30/9 6 688,5	+3,5%	+7,8%	+13,7%	+23,3%	+24,2%	-19,4%	+16,3%	+28,9%	-6,2%
Nasdaq	30/9 22 660,0	+5,6%	+11,2%	+17,3%	+29,3%	+44,3%	-33,4%	+44,5%	+36,2%	-3,2%
Nikkei 225	30/9 44 932,6	+5,2%	+11,0%	+12,6%	+18,9%	+28,2%	-9,4%	+16,0%	+18,2%	-12,1%
China Shanghai SE A	30/9 4 070,3	+0,7%	+12,7%	+15,9%	+12,6%	-3,7%	-15,1%	+13,9%	+22,4%	-24,6%
Métaux Précieux										
Gold (NYM \$/ozt)	30/9 3 825,3	+11,6%	+16,4%	+46,6%	+25,5%	+14,6%	+0,4%	-4,3%	+24,6%	+18,4%
Silver (NYM \$/ozt)	30/9 1 584,6	+16,0%	+18,8%	+77,2%	-10,2%	-7,3%	+11,3%	-10,3%	+10,7%	+22,1%
Matières 1ères										
Crude Oil (NYM \$/bbl)	30/9 62,4	-2,6%	-4,2%	-13,0%	+0,1%	-10,7%	+6,7%	+55,0%	-20,5%	+34,5%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	30/9 66,0	-2,7%	-3,1%	-11,5%	-4,0%	-6,9%	+7,2%	+50,8%	-24,4%	+34,0%
Copper (LME Cash \$)	30/9 10 297,4	+5,0%	+2,6%	+19,0%	+2,1%	+1,1%	-13,5%	+25,1%	+25,9%	+3,2%
Aluminum (LME Cash)	30/9 2 668,5	+1,8%	+2,9%	+6,0%	+7,7%	-1,1%	-15,9%	+41,9%	+9,9%	-3,7%
Iron Ore 62% CN TSI	30/9 105,3	+3,4%	+11,5%	+1,6%	-24,0%	+22,5%	-1,1%	-27,8%	+70,3%	+32,3%
Devises										
EUR - US\$	30/9 1,175	+0,4%	+0,1%	+13,5%	-6,3%	+3,5%	-7,1%	+8,8%	-1,8%	-4,8%
EUR - YEN	30/9 173,530	+1,0%	+2,3%	+6,6%	+4,5%	+10,6%	+3,7%	+2,4%	-2,7%	-7,3%
EUR - CNY	30/9 8,364	+0,2%	-0,6%	+10,7%	-3,5%	+5,6%	-9,4%	+3,0%	-0,4%	+0,4%
EUR - BRL	30/9 6,258	-1,5%	-2,3%	-2,2%	+19,2%	-4,8%	-0,3%	+36,3%	-5,6%	+11,2%
EUR - RUB	30/9 96,94	+3,0%	+5,6%	-14,7%	+15,1%	+26,8%	-5,7%	+30,9%	+1,9%	+14,7%

Notre analyse Macro / Marchés : la croissance attendue est revue en hausse

Si nous sommes influencés par un contexte français relativement déprimant eu égard au contexte politique, nous constatons que les attentes de croissance économique (PIB) ont été revues en hausse cet été aux US (de +1,5% à +1,7%) et en eurozone (+0,9% à +1,2%). Si la croissance reste modeste, il n'en demeure pas moins que ce mouvement est tout de même inattendu après l'instabilité induite par l'administration Trump et les droits de douane.

Sur les 2 continents, tandis que le monde industriel est plutôt en récession (ISM et PMI) et que la confiance des ménages est faible, les activités de service tirent la croissance et la consommation des ménages résiste bien. La relative faiblesse des taux LT et la hausse des actifs financiers participent grandement à la croissance.

S'il est difficile d'anticiper une poursuite de ces soutiens, la hausse du PIB pour 2026 et 2027 est toujours faible en Europe avec +1,2%/+1,4% et limitée aux US avec +1,7%/+1,9%. De bonnes surprises ne sont pas exclues entre plan de relance allemand et investissements massifs dans l'IA pour les US.

La hausse des marchés actions est certainement le reflet d'une croissance finalement plus robuste que prévu. Par conséquent et comme expliqué précédemment, les attentes de baisses de taux pourraient s'avérer optimistes aux US et renchérir le \$ pour un retour < 1,10 vs €.

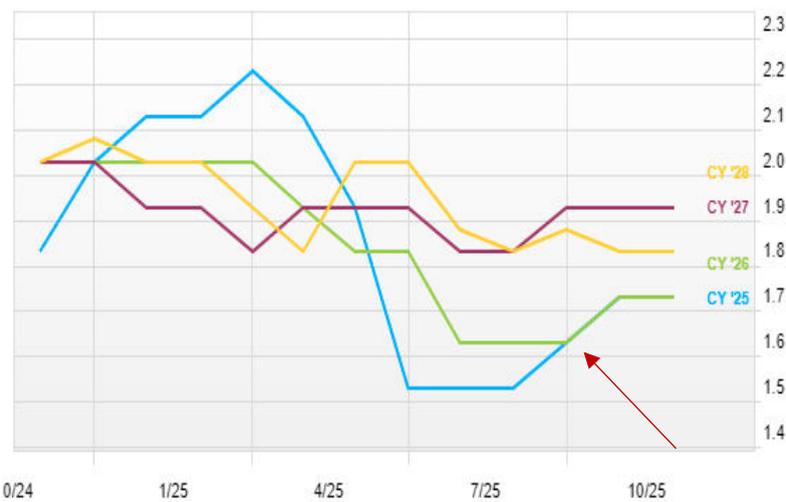
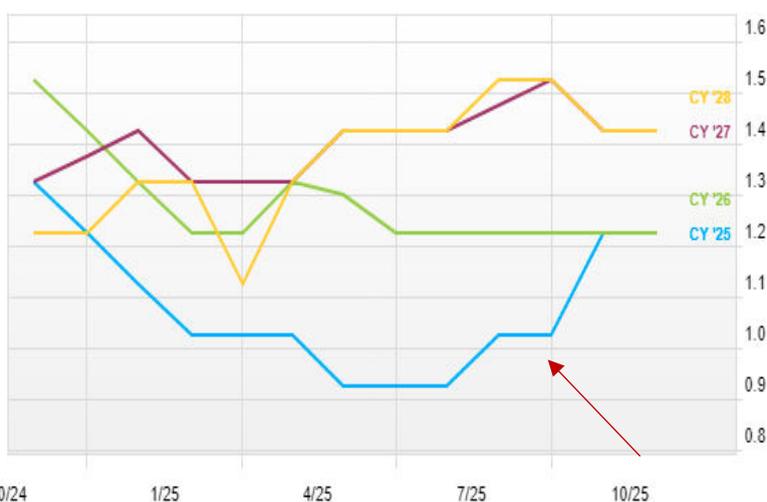
L'orientation des taux CT mais surtout des taux LT aux US restera un déterminant fort de l'orientation des marchés actions. Si le S&P profite depuis quelques mois 1) de la baisse des taux, 2) de la faiblesse du \$ et 3) des révisions en hausse de croissance, il semble difficile de reproduire un schéma identique dans les mois à venir.

Nous attendons un certain rééquilibrage entre les grandes zones à la condition que des éléments exogènes ne viennent pas déstabiliser les fondamentaux actuels. Les problématiques entourant le shutdown US et par extension les déficits publics incontrôlables de pays tels les US ou la France constituent des points d'attention permanents susceptibles de peser sur les orientations boursières à terme.

PIB 2025, 2026, 2027 et 2028 : évolution des attentes du consensus d'économistes depuis 1 an

Eurozone

US



Focus patrimonial : la visibilité sur la fiscalité reste limitée!

L'instabilité politique et la recherche d'une majorité à l'Assemblée accentuent l'incertitude fiscale et accroissent la perception d'un risque avec des annonces et des idées qui sont rarement mises en application. La nomination du gouvernement Lecornu II devrait conduire à la communication à l'Assemblée dès mercredi d'un budget largement inspiré de celui de M. Bayrou.

Les points marquants sont 1) l'absence d'un retour de l'ISF ou d'une taxe Zucman qui aurait conduit à taxer les actifs financiers, voire les actifs professionnels, 2) le maintien de la CDHR, contribution sur les hauts revenus, 3) une taxation (2%) sur la part non-professionnelle du patrimoine des holdings patrimoniales, 4) l'absence d'augmentation de la flat tax à 30% et 5) la reconduction de la lourde surtaxe de l'IS pour les grandes entreprises.

En 1^{ère} analyse et en comparaison du budget de l'année 2025, ce budget 2026 ne semble pas « matraquer » la fiscalité du patrimoine comme cela aurait pu être le cas. Passé ce soulagement relatif, il est nécessaire de rappeler que le budget final pourrait être bien différent de celui-ci.

En effet, le gouvernement Lecornu II pourrait être renversé dès cette semaine et/ou l'absence de majorité à l'Assemblée pourrait conduire à l'introduction de nouvelles mesures qui impacteraient la fiscalité du patrimoine.

Dans cet environnement changeant et imprévisible, les équipes de Philippe Hottinguer Gestion restent mobilisées, à votre écoute et elles ne manqueront pas de revenir vers vous comme à l'accoutumé.

Vos interlocuteurs privilégiés chez **Philippe Hottinguer Gestion** restent à votre disposition pour vous accompagner dans la gestion de vos actifs et dans l'analyse des diverses composantes de votre patrimoine.

Signataire des

