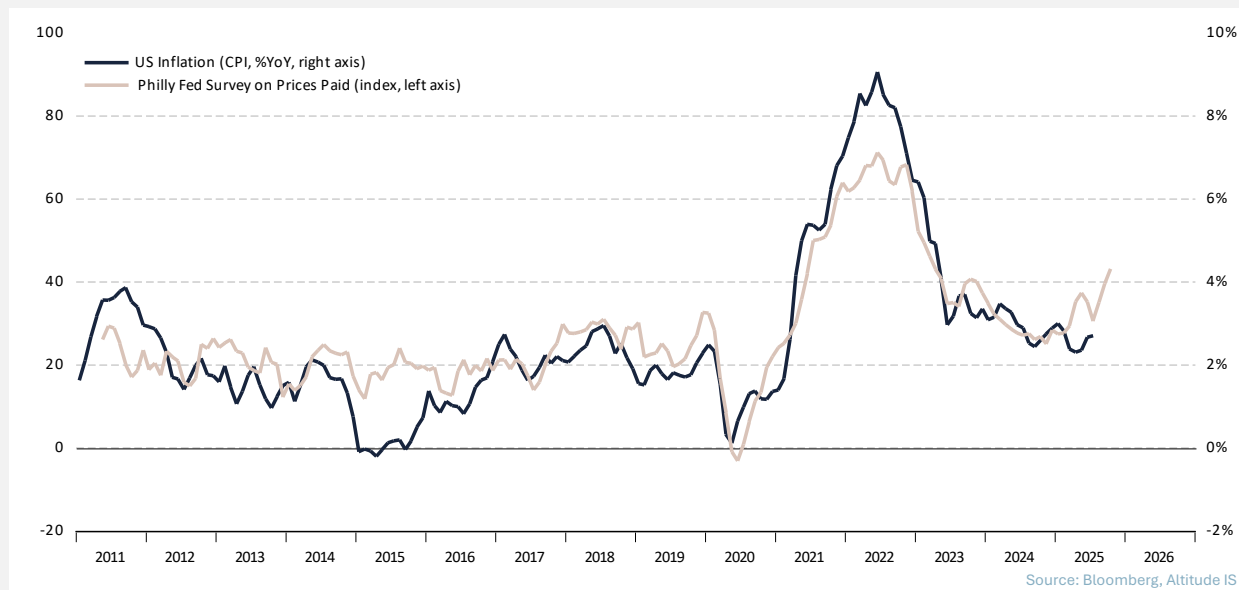


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 8 septembre 2025

"L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE EST AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS"

- Le marché du travail et l'inflation inquiètent les investisseurs
- Le premier sujet est plus préoccupant que le second
- La réaction de la Fed soutiendra les performances des obligations et de l'or
- En revanche, après son récent et bienvenu répit, le billet vert se dépréciera de nouveau

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les anticipations d'inflation bondissent à nouveau"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Marché obligataire, dollar, once d'or, tout est lié... et tout dépend de l'emploi et de l'inflation aux États-Unis. Le marché du travail montre des signes flagrants d'essoufflement. Les derniers chiffres publiés sont venus renforcer nos précédentes analyses (cf. [S&T du 11 août 2025](#)). Au mois d'août, les créations d'emplois ont ralenti à 22'000 postes. C'est nettement moins que les 200'000 qui sont générées chaque mois lorsque tout va bien (cf. Fig. 2). Tout indique que les entreprises américaines ont freiné leurs embauches sous l'effet des taxes douanières, des incertitudes politiques, du déploiement de l'IA, des pénuries de main-d'œuvre et du coût élevé du crédit. Les postes à pourvoir ont continué de se réduire, retombant ainsi à leur niveau de 2018 (cf. Fig. 3). De là à estimer que la récession a déjà commencé, il n'y a qu'un pas.



Fig. 2 – Créations d'emplois

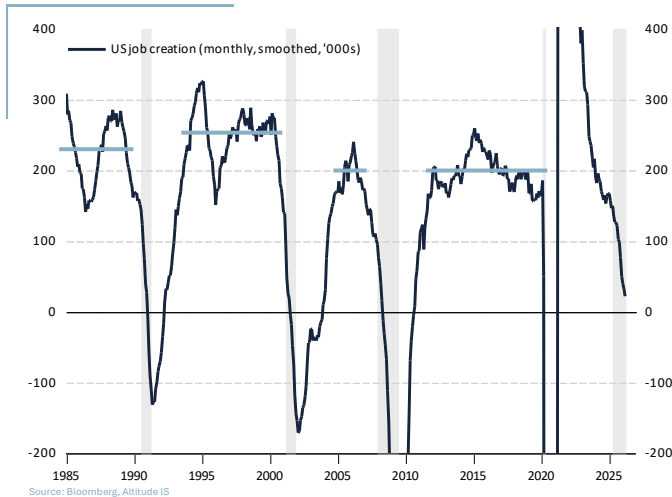


Fig. 3 – Offres d'emploi



Tant que l'emploi ne sera pas plus dynamique, la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) ne pourra pas rebondir. **Quant à l'inflation, elle est amenée à resurgir mais principalement à cause de la hausse des droits de douane.** Si l'indicateur de la Fed de Philadelphie conserve son pouvoir prédictif, la prochaine flambée des prix risque d'inquiéter les investisseurs (cf. Graphique de la semaine). Les comparatifs avec les années 70 vont refaire surface, tant la séquence semble similaire (cf. Fig. 4).

Fig. 4 – Comparaison des cycles d'inflation

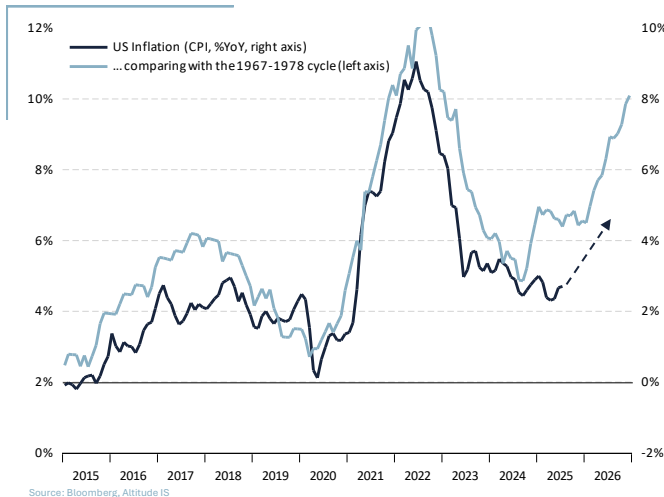
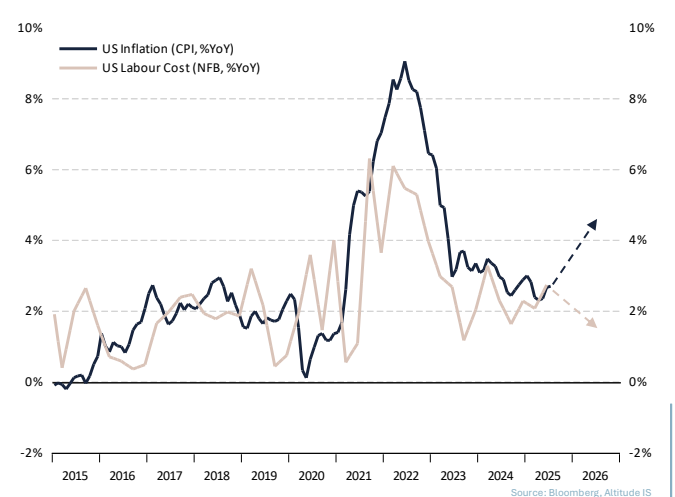


Fig. 5 – Croissance des prix et des salaires



Pourtant la situation actuelle est très différente. A l'époque, si le double choc pétrolier avait entraîné des conséquences aussi fortes sur le niveau des prix, c'est parce que les Trente Glorieuses touchaient à leur fin. Le marché de l'emploi était tellement dynamique que les pressions salariales avaient fini par engendrer une spirale prix-salaires dévastatrice. Aujourd'hui, nous l'avons vu, le marché de l'emploi n'est pas très porteur et, par conséquent, les salaires progressent peu (cf. Fig. 5). Les entreprises soulignent que si les coûts des matières premières ont augmenté en raison des droits de douane, les salaires sont sous contrôle. L'inflation risque donc de s'envoler mais de manière transitoire seulement, faute de relais. La Fed devrait donc avoir la latitude de couper ses directeurs en direction de 3%, voire 2% selon nos modélisations, contre 4.50% en ce moment.



La croissance ralentit dangereusement, l'inflation n'est que transitoire et la Fed coupe ses taux directeurs. **Dans ce contexte, pourquoi les rendements obligataires peinent-ils à chuter et à générer de meilleures performances pour les détenteurs de bons du Trésor ?** En comparant les taux souverains à 10 ans et les anticipations de baisse des taux de la Fed à 2 ans, tout devient limpide (cf. Fig. 6). Depuis le *Liberation Day* du 2 avril et l'annonce par Donald Trump d'une guerre commerciale avec les partenaires des États-Unis, les investisseurs demandent une prime de risque additionnelle. Pour détenir des bons du Trésor, ils souhaitent désormais être rémunérés 44 points de base de plus qu'en mars (cf. Fig. 7).

Fig. 6 – Taux à 10 ans et anticipations des taux Fed

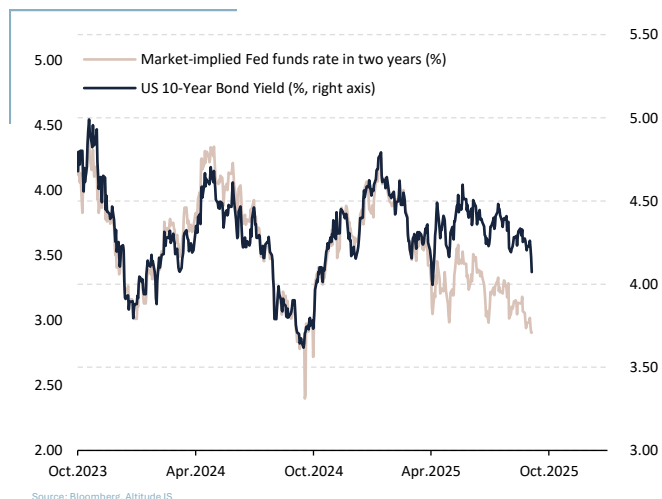
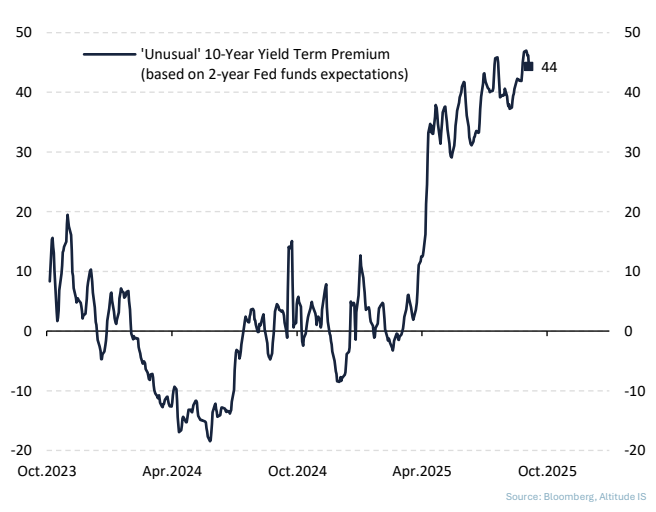


Fig. 7 – Prime de terme "inhabituelle" sur le 10 ans



Ainsi, fait rarissime, lorsque les taux courts ont chuté, les taux longs n'ont pas reculé. Le *bull* et le *bear steepening* de la courbe des rendements semblent s'effectuer simultanément. De deux choses l'une :

- Soit c'est une mauvaise évaluation des investisseurs obligataires et elle n'est que temporaire. Les taux longs vont rapidement rattraper leur retard, offrant de très belles performances aux investisseurs qui auront conservé une duration longue dans les portefeuilles.
- Soit la prime de terme a augmenté pour des raisons légitimes. Parmi elles, l'instauration des droits de douane et l'ingérence de l'administration Trump vis-à-vis de la Fed comportent un risque d'inflation future. De la même manière, le dérapage des finances publiques et la difficulté à émettre de la dette à long terme accroissent la probabilité d'un événement de crédit. Dans ces circonstances, la prime de terme n'est pas supposée diminuer. Pour autant, rien n'indique non plus qu'elle s'accroisse.

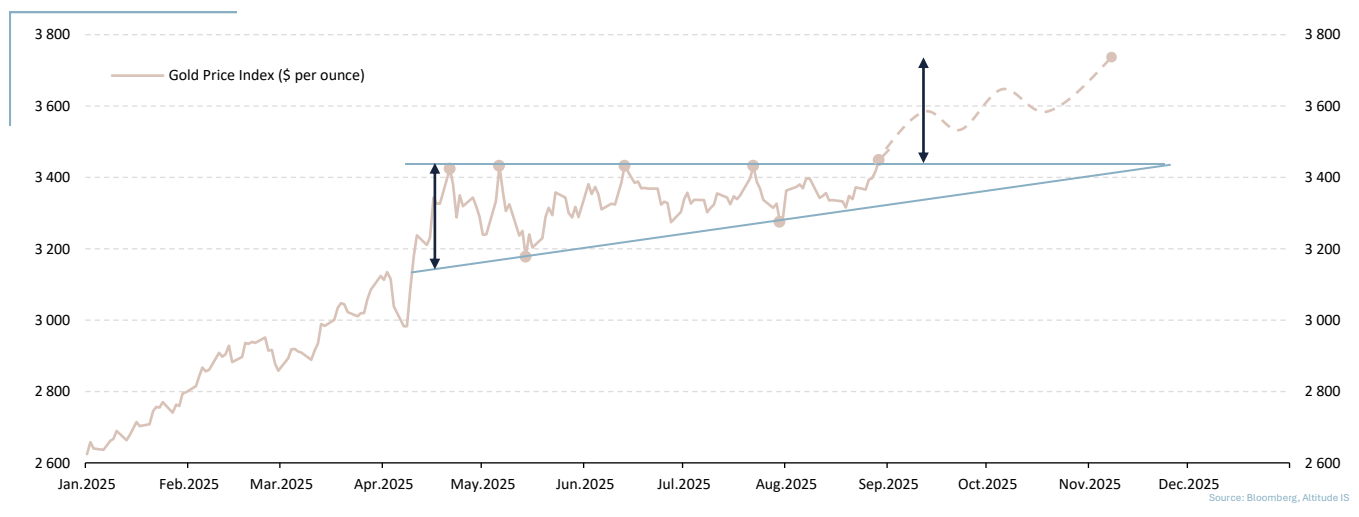
Dans les deux cas, les obligations longues ne devraient plus pâtir de cette anomalie. Elles conservent donc un intérêt important dans l'allocation d'actifs. Dans les deux cas également, les stratégies de pentification seront source de gains et de diversification.

La baisse des rendements obligataires mettra davantage le dollar sous pression. Comme nous l'avons analysé, une pause était nécessaire tant sa dépréciation avait été rapide entre janvier et juin 2025 (cf. [S&T du 7 juillet 2025](#)). Il devrait donc reprendre sa trajectoire baissière d'ici la fin de l'année. Mécaniquement, la plupart des devises alternatives profiteront de ce recul pour s'apprécier, notamment les monnaies européennes : la livre sterling, l'euro et le franc suisse.



Moitié devise, moitié matière première, l'or est également concerné. **Depuis octobre 2022, le cours du métal jaune s'est déjà envolé de +115%.** Il est pourtant très peu détenu par les investisseurs. Pour 98% des conseillers en investissement, la pondération en or des portefeuilles est inférieure à 5% et, pour 71% d'entre eux, elle est même inférieure à 1%. Quant aux investisseurs privés, ils n'ont toujours pas embrassé cette thématique. Preuve s'il en faut, les volumes d'or détenus par les ETF demeurent très en deçà de leur précédent sommet atteint en octobre 2020.

Fig. 8 – Formation et rupture du triangle ascendant de l'or



Techniquement, l'or semble vouloir casser le triangle ascendant qu'il a commencé à former en avril. Après avoir buté à quatre reprises sur la résistance à 3'450 dollars, l'onçe tente de briser ce plafond (cf. Fig. 8). Pour mémoire, un triangle ascendant est une figure de rupture qui se forme lorsque le prix d'un actif franchit une ligne de tendance horizontale supérieure. Il s'agit d'une formation haussière. La ligne de tendance supérieure doit être formée de plusieurs sommets presque identiques, qui forment un niveau de résistance. La ligne de tendance inférieure doit monter en diagonale, où les creux successifs sont de plus en plus élevés, signe que les acheteurs augmentent progressivement leurs offres. Une fois le prix de résistance franchi, de nombreux achats sont déclenchés, la tendance haussière s'accélère. La ligne de tendance supérieure, qui était auparavant un niveau de résistance, devient désormais un support. **L'objectif suivant est calculé en prenant la hauteur du triangle à son point le plus épais et en l'ajoutant au point de rupture. Dans le cas actuel, cela signifierait un cours de l'or à 3'735 dollars.**

Fondamentalement, les facteurs justifiant la puissante vague haussière de l'or sont nombreux :

- **Les tensions géopolitiques se sont accentuées.** La guerre en Ukraine, qui perdure depuis 2022, pèse sur la croissance économique et sur la stabilité politique européennes. Depuis l'élection de Donald Trump et la réduction de l'aide militaire à Kiev, le soutien occidental manque de souffle. Un peu plus au sud, c'est le conflit qui oppose Israël au Hamas palestinien, au Hezbollah libanais et à l'Iran qui met toute la région sous tension. Bien plus à l'est, les tensions entre la Chine et Taïwan, avec des manœuvres militaires fréquentes et un durcissement des discours politiques, font craindre un conflit plus large impliquant les États-Unis. Comme souvent, lorsque les tensions augmentent, les investisseurs se tournent vers l'or pour assurer leur sécurité financière.
- **Les banques centrales des pays émergents ont accumulé d'importants stocks d'or.** Depuis l'embargo sur les réserves en devises de la Russie, les pays émergents tels que la Chine, l'Inde, la Turquie, mais aussi les pays d'Europe de l'Est comme la Pologne, la République tchèque ou la Hongrie, cherchent



à assurer leur stabilité financière. Ils envisagent le cas où ils n'auraient plus accès au dollar et au système SWIFT pour leurs transactions financières internationales. Entre 2022 et 2025, les achats des banques centrales ont plus que triplé, pour dépasser les 1'000 tonnes d'or annuelles, un record historique. Avec de tels volumes, ces banques ont donné une impulsion décisive à la tendance haussière du cours de l'once d'or. Rien ne laisse présager que leur volonté de réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar américain va s'estomper prochainement.

- **À court terme, le cours de l'or dépendra surtout de ce qui se passera au sein de la Réserve fédérale.** Si la banque centrale américaine ouvre un nouveau cycle de réduction de ses taux directeurs, la pression baissière sur le dollar devrait s'accroître. L'or étant libellé en dollars, toutes choses égales par ailleurs, la chute du billet vert entraîne mécaniquement l'appréciation du métal jaune. D'une part, les créations d'emplois sont suffisamment faibles pour inciter la Fed à agir. D'autre part, l'administration Trump est en train d'accroître la pression politique pour que Jerome Powell et les gouverneurs de la Fed passent à l'action rapidement.
- **À très long terme, ce sont d'autres types d'incertitudes,** comme le dérèglement climatique ou la monétisation des dettes publiques, qui favoriseront l'appréciation du cours de l'once d'or.

Conclusion :

La faiblesse des créations d'emplois favorise la baisse des taux d'intérêt, la dépréciation du dollar et l'envolée des cours de l'or. Tout n'est pas encore intégré par les investisseurs.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	955.7	60.92	0.5%	3.3%	15.2%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 482	58.29	0.3%	3.0%	11.2%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	45 401	57.67	-0.3%	3.2%	8.0%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	21 700	59.71	1.2%	3.8%	12.9%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	564.5	43.53	-0.6%	0.8%	15.0%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 208	55.14	0.2%	1.4%	15.8%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 371	65.47	1.5%	4.3%	9.9%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	43 682	59.61	0.7%	5.2%	9.1%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 276	58.48	1.3%	2.6%	21.3%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	142 640	67.64	0.3%	7.1%	18.6%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	60 480	68.52	3.1%	5.2%	25.4%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	80 790	47.40	1.1%	0.1%	4.5%	9.6%	20.3%
China (CSI)	4 461	63.34	-0.8%	8.9%	15.9%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	157.3	74.93	3.3%	7.9%	27.0%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	449.9	64.72	1.7%	7.5%	7.6%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	296.0	54.16	0.7%	2.4%	10.6%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	253.5	46.44	-2.5%	1.9%	8.7%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	212.6	50.76	-0.9%	2.7%	20.8%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	360.8	64.55	1.0%	4.7%	4.8%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	448.4	51.38	-0.1%	0.9%	20.6%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	875.4	53.33	0.3%	1.6%	14.4%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	361.1	66.97	1.0%	5.3%	20.3%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	1 016	54.83	-0.1%	1.1%	6.8%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	183.3	39.52	-0.6%	1.9%	17.1%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.43%	64.06	0.5%	0.9%	7.8%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	3.86%	70.55	0.3%	0.9%	5.3%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.82%	54.26	0.3%	0.5%	0.2%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.39%	54.75	0.3%	0.3%	-1.0%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.59%	56.05	0.5%	0.7%	3.4%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.41%	61.14	0.3%	0.3%	1.1%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.35%	53.16	0.3%	0.6%	-2.0%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.32%	70.10	0.7%	1.3%	8.6%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.78%	71.48	1.2%	1.6%	6.5%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.07%	58.03	0.3%	0.2%	2.6%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.03%	84.46	0.5%	1.3%	6.9%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.66%	78.26	0.3%	1.3%	6.7%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.40%	58.64	0.0%	0.1%	4.1%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.71%	72.21	0.5%	1.4%	9.0%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	513.3	69.32	0.5%	2.9%	16.6%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	674.3	67.39	0.3%	2.8%	12.7%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	285.3	39.94	-0.5%	1.4%	22.6%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	275.9	47.51	0.2%	2.8%	14.6%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	246.3	67.48	0.3%	4.0%	8.7%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 697	84.57	n.a.	1.2%	5.4%	11.1%	7.8%
Macro	1 350	67.70	n.a.	0.1%	0.6%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 361	76.20	n.a.	1.1%	6.8%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 819	83.99	n.a.	1.9%	8.5%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 801	81.12	n.a.	1.7%	4.4%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 757	94.54	n.a.	1.4%	6.4%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 740	84.47	n.a.	1.0%	4.6%	9.8%	7.8%
Credit	1 665	97.56	n.a.	0.7%	4.3%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 689	100.00	n.a.	0.3%	3.8%	10.0%	11.2%
Commodity	1 898	90.83	n.a.	0.5%	6.1%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 280	48.40	n.a.	0.2%	-4.6%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	15.18	47.05	-1.2%	-15.0%	-12.5%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	17.68	50.56	0.6%	-6.1%	4.0%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	551.5	n.a.	-0.6%	1.7%	2.8%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 583	n.a.	3.1%	5.4%	36.5%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	40.69	n.a.	0.0%	5.1%	40.8%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	61.87	n.a.	-3.3%	5.0%	-13.7%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	65.10	n.a.	-3.7%	6.2%	-12.2%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	97.81	46.01	0.0%	0.4%	-9.8%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1718	55.78	0.1%	0.7%	13.2%	-6.2%	3.1%
JPY	148.10	46.75	-0.6%	0.2%	6.1%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3499	52.37	-0.3%	0.3%	7.9%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6564	58.10	0.2%	0.6%	6.1%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3830	44.37	-0.6%	0.5%	4.0%	-7.9%	2.3%
CHF	0.7971	59.29	0.3%	1.4%	13.8%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1347	66.31	0.0%	0.6%	2.3%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.725	48.68	-0.4%	0.8%	11.2%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 836.7	51.24	0.1%	0.2%	6.3%	-0.7%	4.8%
XBT	110 942	n.a.	-1.2%	-5.1%	18.4%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après “Altitude IS”). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

