

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Toujours plus haut ?

Faut-il « *prendre ses bénéfices* », en tout ou en partie, et alléger le poids des actions dans les portefeuilles après la vive hausse des indices boursiers de ces derniers temps ? La question est de première importance, et d'autant plus que la hausse en question n'a pas concerné que le seul domaine des actions technologiques ou que le marché américain. La présente chronique cherche à y répondre.

« *Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel* », dit le dicton, et il est correct : en effet, les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Est-ce à dire que la forte progression des indices boursiers ces dernières années et encore en 2026, du moins jusqu'il y a tout récemment, avec un enfillement de records, est condamnée à s'arrêter, voire à s'inverser ? La réponse est tout simplement : non.

Les limites naturelles sont une réalité. Mais « *comparaison n'est pas raison* » : la contrainte physique de la croissance ne s'applique pas à tous les domaines, et il serait erroné de faire un parallélisme entre, d'une part, une forêt et ses arbres et, d'autre part, un indice boursier et les sociétés cotées qui le composent. Incidemment, rappelons que si nos bois comptent des arbres en fin de vie, pour ce qui est des indices, il en va autrement. Une faillite brutale est possible, mais le plus souvent, l'entreprise qui décline est remplacée dans l'indice avec l'heure fatale. Qu'il s'agisse du Bel20 belge ou du Dow Jones américain, sans même parler du Nasdaq technologique, les indices muent, s'adaptent.

Bourse et inflation

Donc, un indice boursier n'a pas de plafond infranchissable. Ayons à l'esprit l'inflation, une réalité que l'on pensait avoir durablement sous contrôle ou, à tout le moins, pour laquelle nous pensions disposer d'un antidote efficace, à savoir un resserrement de la politique monétaire mené par une banque centrale indépendante et focalisée sur ce seul objectif. On l'observe, la persistance de l'inflation, en cette année 2026 où, aux effets dans la durée de l'invasion à large échelle de l'Ukraine par la Russie et des freins à la globalisation des flux économiques, se sont ajoutés ceux de la vive remontée des tensions au Moyen Orient et peut-être aussi ceux des dérèglements environnementaux.

L'inflation reste têtue, et cela se marque dans les indices boursiers. A court terme, l'inflation peut tirer les indices vers le bas. C'est le cas quand cette inflation est consécutive à un choc d'offre, qui perturbe l'économie et donc la rentabilité des entreprises. C'est aussi le cas quand l'inflation conduit à des taux d'intérêt plus haut, ce qui réduit la valeur actualisée à aujourd'hui des bénéfices futurs des entreprises. Mais, dans la durée, il en va autrement. Si les prix doublent, on peut penser qu'en moyenne – bien sûr, derrière cette moyenne, se cache une grande dispersion – les coûts des entreprises vont doubler. Mais les coûts des uns sont les recettes des autres ! Si le secteur de la chimie voit les coûts énergétiques augmenter, le chiffre d'affaires du secteur de l'énergie augmente ! On peut avoir des

effets de composition, liés au fait que toutes les activités économiques ne sont pas présentes dans les indices boursiers avec un poids correspondant à leur importance dans le PIB, mais, de manière générale, on peut raisonnablement soutenir que l'inflation fait monter les coûts et les recettes et donc les bénéfices des entreprises cotées. Or, comme dans la durée, les cours de bourses reflètent un multiple des bénéfices – c'est ce que dit le fameux indicateur « *cours/bénéfices* » ou « *price-earnings ratio* ». Pour un même niveau de valorisation, que ce soit 10, 15 ou 20 fois les bénéfices des douze mois à venir, l'inflation va donc avoir tendance à gonfler les cours et donc les indices boursiers. Il n'y a pas de plafond au niveau des prix, et donc il n'y a pas de plafond au niveau des indices boursiers.

Ceci peut sembler être un rappel ou une précision inutile, mais bien entendu ce dont il est question ici ce sont les indices d'actions. Les obligations, elles, sauf à être du type « indexées sur l'inflation » – et chez Orcadia, nous affectionnons, structurellement, les obligations indexées qui, sensiblement moins risquées, permettent d'allouer le budget risque là où il est plus profitable – ne sont pas un actif dit réel, et donc l'inflation ne fait pas monter leurs cours.

Valorisation

De ce qui précède, il faut retenir que ce qui doit amener à se demander s'il est opportun de vendre des actions n'est pas en soi la hausse des indices mais l'élévation des ratios de valorisation. Le niveau des indices, s'il frappe par les records que la presse met en avant, n'est pas un indicateur pertinent. Pour le dire encore autrement, ce n'est pas parce que les indices boursiers montent que les actions sont plus chères. Est en revanche pertinente la mise en relation entre le niveau de ces indices et la rentabilité des entreprises cotées qu'ils englobent. Et ici, c'est un tout autre message qui ressort alors. En fait, sur l'année 2026, un indice tel que le S&P500 aux Etats-Unis a progressé de 12% (en date du 31/8) ... mais les bénéfices attendus pour les 12 mois à venir ont été revus à la hausse, sur la même période, à concurrence de 30%. De ce fait, on peut soutenir que les actions concernées sont moins chères aujourd'hui qu'au début 2026. Et on pourrait pousser le bouchon jusqu'à soutenir que ceux qui se disent « *contrarian* », ce qui signifie « *anti-moutonnier* », loin de vendre des actions du fait de la hausse des cours devraient en acheter en raison de la baisse du niveau de valorisation.

Ajoutons toutefois un bémol : le niveau de valorisation a beau avoir reculé, il est aujourd'hui plus élevé que sa moyenne de long terme. Ceci invite à une certaine retenue, même si la comparaison avec la moyenne est, elle aussi, à prendre avec prudence. Les poids sectoriels dans les indices sont différents, et cela justifie des valorisations plus hautes. Il en va de même avec le niveau des taux d'intérêt réels qui, plus bas, autorise des valorisations plus élevées pour une même prime de risque. Enfin, on peut penser que la prime de risque aujourd'hui

pourrait être structurellement moindre du fait de l'attitude davantage « pro-marché » des autorités publiques.

Les trois questions de la rentrée

Le regard sur Wall Street ne doit pas s'arrêter à ce fait majeur qu'est la progression des bourses. Il doit être complété d'un second constat : l'augmentation des bénéfices tant observés qu'attendus à court terme, une progression portée par la technologie et l'énergie mais partagée par l'ensemble des secteurs d'activité.

Investir demande de se positionner par rapport à une multitude de questions. Trois ressortent particulièrement en cette fin d'été 2026.

La première est évidemment celle de l'IA. Les énormes dépenses d'investissement, les immenses besoins énergétiques, les interdépendances entre acteurs du secteur, le recours massif à l'endettement, les doutes sur la capacité à monétiser – comprenez à faire payer le consommateur « cher et vilain » – et les interrogations sur les gains de productivité donnent à l'intelligence artificielle un profil de risque particulier. A ce jour, la progression des bénéfices est plus que tangible – ce qui écarte les comparaisons avec la « bulle technologique » d'il y a 25 ans – mais la prudence est de mise quant à la soutenabilité à moyen terme de la croissance des bénéfices. Il y aura de grands vainqueurs, mais aussi des perdants, et il n'est pas dit que les vainqueurs garderont le « pricing power » qu'on leur prête actuellement.

La deuxième question est celle du contexte économico-politique. Les tensions géopolitiques et les menaces, notamment énergétiques, n'ont pas vraiment fait plier la conjoncture internationale. Aux Etats-Unis, les entreprises investissent et les consommateurs consomment, portés par la technologie pour les premiers, les plus-values boursières pour les seconds. Les questions de type politique, pourtant lourdes, semblent ne pas affecter la conjoncture. En même temps, le marché du travail y est dans une situation d'entre-deux, « ni recrutement, ni licenciement », avec un taux de chômage bas mais un pouvoir d'achat des salaires qui stagne. « De quel côté la balle va tomber » est une question qui s'impose, mais on

semble s'accommoder de l'incertitude. Les indicateurs avancés dont disposent les conjoncturistes sont apaisants.

La troisième question, enfin, est celle des taux d'intérêt. Pas tant ceux à court terme, de la politique monétaire, qui ont occupé les esprits depuis le retour de D. Trump à la Maison Blanche et les pressions exercées en la matière, que ceux à long terme, qui affectent le coût de financement des pouvoirs publics comme des investissements immobiliers des ménages, sans parler des investissements des entreprises. Les taux longs sont remontés, et ont recouvré des niveaux plus vus depuis belle lurette, en Europe, aux Etats-Unis ou au Japon. Pourquoi ont-ils ainsi augmenté ? Si on se concentre sur les Etats-Unis, qui donnent le la, cela ne semble pas être d'abord la peur d'une faillite étatique ou une forte révision à la hausse des attentes d'inflation. L'explication à préférer, à côté des inconnues sur la conduite des affaires par la FED et par la Maison Blanche, est une demande d'obligations souveraines américaine moins soutenue, alors que les besoins de financement du Trésor sont bien là. Les raisons sont tant internes, avec les programmes d'investissement concurrents des entreprises technologiques, qu'externes, avec une baisse d'intérêt ou de moyens en provenance du Japon, de la Chine et du Moyen-Orient. A ce stade, la hausse des taux est supportable pour le Trésor américain, surtout dans un contexte où l'inflation en érode le coût et allège le poids réel de la dette, et il n'y a pas le choix, il faudra que cela reste supportable, et le « quoi qu'il en coûte » trouvera ici, s'il le faut, une nouvelle matérialisation.

Conclusion

Au total, la hausse des marchés a beau être spectaculaire, elle l'est moins que celle des bénéfices des entreprises qui y sont cotées, et il n'y a pas de signes avant-coureurs d'un infléchissement du fait de la conjoncture ou de l'action politique. Les investisseurs varient grandement quant à leur tolérance au risque, mais, à ce jour, le croisement des données économiques, au sens large, et des valorisations financières ne conduit pas à baisser la voilure.

Etienne de Callatay – etienne.decaltatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

L'énergie suscite à nouveau des inquiétudes

Au cours de l'été, nous avons observé une **nette hausse du prix de l'énergie**. D'abord relativement progressive, elle s'est accélérée depuis la rentrée. L'explication la plus évidente est bien entendu la **recrudescence des tensions dans le Golfe**. Après qu'un nombre croissant de pétroliers, même s'il reste inférieur à celui d'avant la guerre, a à nouveau transité pendant un certain temps par le détroit d'Ormuz, ce nombre a récemment fortement diminué. À cela s'ajoute le fait que, depuis peu, **les rebelles houthis au Yémen** se livrent à nouveau à des attaques de drones et de missiles contre des navires et des installations en Arabie saoudite. Cela menace également de **bloquer la « voie de sortie » via la mer Rouge**, ce qui réduirait davantage encore le nombre de barils disponibles sur le marché mondial. Le transport via le canal de Suez ne constitue pas une véritable solution, car il faudrait alors faire le tour complet de l'Afrique pour approvisionner l'Asie. De plus, ce canal est trop peu profond pour les superpétroliers à pleine charge.

D'autres explications sont le fait que **la Chine**, après avoir été peu active sur le marché pétrolier pendant un certain temps (en puisant dans ses réserves), **a augmenté ses volumes d'achat**, ainsi que le fait que **les réserves stratégiques aux États-Unis** (actuellement quelque 285 millions de barils) **sont à leur plus bas niveau depuis 40 ans** et se rapprochent rapidement du seuil critique d'environ 250 millions de barils. Continuer à puiser dans ces réserves au rythme actuel pourrait menacer l'intégrité structurelle des cavernes de sel dans lesquelles le pétrole est stocké.

Un problème supplémentaire est la **forte hausse des marges de raffinage**, en particulier pour le diesel. **L'explication est double : la réduction de la capacité de raffinage dans le Golfe et la guerre en Ukraine**. En raison des nombreuses attaques de drones contre les raffineries, la Russie n'est plus le premier exportateur de diesel au monde, mais doit au contraire en importer.

Les prix du gaz en Europe augmentent également rapidement. En ayant trop tardé à reconstituer les stocks, qui représentent 25 à 30 % de la consommation hivernale, ceux-ci ne sont remplis qu'à environ 65 %, ce qui est historiquement bas.



Source : Bloomberg – Prix au gros du gaz naturel (TTF Amsterdam)

... avec des potentiels conséquences économiques

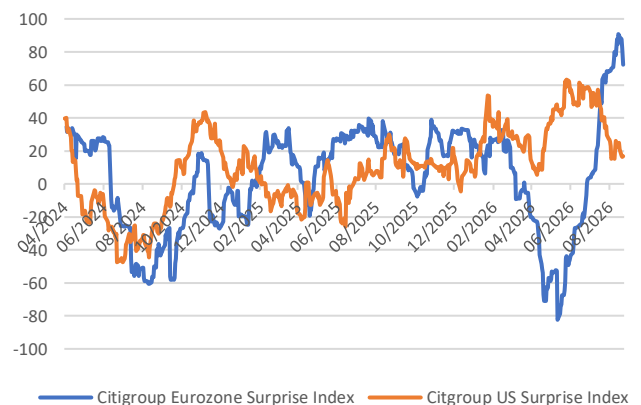
Les **conséquences** de cette hausse des prix de l'énergie sont triples. Un premier effet est un **effet de substitution**. Ce qui est

consacré à l'énergie ne peut pas être dépensé pour autre chose. Et puisque nous importons la majeure partie de notre énergie, cela pèsera sur la croissance locale. Un deuxième effet est une **pression sur les prix**. En d'autres termes : une inflation croissante. Non seulement en raison de l'augmentation directe des prix (à la pompe), mais également parce que l'énergie est indispensable dans la plupart des processus de production. Enfin, il y a un **effet psychologique**. L'explosion des prix du gaz et de l'électricité d'il y a quelques années est encore fraîche dans les mémoires. Les consommateurs pourraient bien commencer à épargner davantage de manière préventive, ce qui pèserait sur la croissance économique.

Voilà pour les mauvaises nouvelles.

L'économie continue à bien tourner...

Les **chiffres macroéconomiques** publiés au cours de l'été ont été étonnamment bons et **souvent meilleurs que prévu**. Cela ressort clairement de l'Economic Surprise Index. Aux États-Unis, celui-ci reste nettement au-dessus de zéro, ce qui signifie que, globalement, les chiffres publiés ont été quelque peu meilleurs que prévu, tandis qu'en Europe, il se redresse très fortement après les publications décevantes du printemps.



Source : Bloomberg – Surprise index

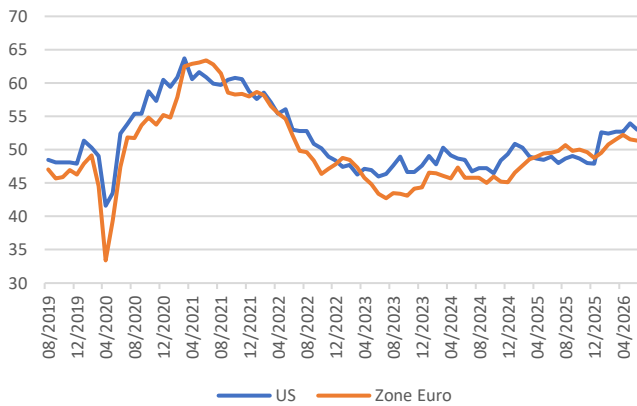
... sans que l'inflation progresse rapidement

Nous constatons également – à nouveau tant aux États-Unis qu'en Europe – que **l'inflation a certes augmenté, mais moins que prévu**. L'inflation sous-jacente aux États-Unis est repartie à la baisse, même si elle reste supérieure aux objectifs de la Fed. En Europe également, l'inflation sous-jacente a de nouveau évolué dans la bonne direction. À 2,4 %, elle ne se situe que légèrement au-dessus de l'objectif de 2 % de la BCE.

Au niveau du marché du travail américain, les chiffres sont plutôt bons. Le **taux de chômage** oscille autour de 4 % et les demandes initiales **d'allocations de chômage** (initial claims), à un niveau légèrement supérieur à 200 000, restent **historiquement faibles**. Les **créations d'emplois** ne sont certes pas massives, mais demeurent **clairement positives**, ce qui est nettement meilleur qu'il y a un an, lorsque la moyenne sur trois mois était légèrement négative. Une nouvelle **moins favorable** – pour les consommateurs, mais pas tellement pour les entreprises – est que **l'évolution des salaires reste en retrait par rapport à l'inflation**.

Les sociétés restent positives...

Tant aux États-Unis qu'en Europe, nous observons **une nette amélioration des indicateurs PMI avancés, tant dans l'industrie que dans les services**. Le chiffre de l'industrie européenne, qui s'est clairement amélioré malgré les articles souvent plus alarmants publiés dans la presse, est particulièrement encourageant.



Source : Bloomberg – PMI industrie

... et le consommateur américain continue de dépenser

Le consommateur américain affirme être **pessimiste** dans les enquêtes (la confiance des consommateurs se situe à son plus bas niveau depuis plusieurs années), **mais cela ne se traduit pas dans son comportement** : la croissance des dépenses de consommation (*personal consumption expenditure*) est restée à un solide 2 % au cours du dernier trimestre et les « *final sales to private domestic purchasers* », qui combinent consommation et investissements des entreprises, ont même progressé de 3,9 %. Ni l'un ni l'autre ne constitue un indicateur d'une économie souffrant de la guerre avec l'Iran, bien au contraire. Il convient toutefois de noter que le **taux d'épargne** se situe à un niveau **historiquement bas** et que l'on peut donc se demander combien de temps ce rythme peut être maintenu si le marché actions venait à subir des pressions et que l'effet de richesse (qui conduit à dépenser davantage parce que l'on se sent plus riche) venait à s'en trouver affecté.

La croissance en zone euro accélère

Dans la zone euro également, la **croissance économique s'est révélée meilleure que prévu** : le chiffre publié de 0,5 % au deuxième trimestre était nettement supérieur aux attentes des économistes et également sensiblement meilleur que la croissance nulle du premier trimestre. La croissance allemande s'est établie à 0,3 % et les économistes y tablent désormais sur une croissance de 1,2 % pour l'année. Rien d'exceptionnel en soi, mais nettement mieux que les prévisions du début de l'année (0,7 %) et le niveau le plus élevé depuis la crise énergétique de 2022.

Les taux augmentent...

Au cours de l'été, nous avons observé **une nette hausse des taux d'intérêt dans les pays dits avancés**, avec l'évolution des taux longs au Japon comme principal élément distinctif. **Le taux allemand à dix ans atteint 3,5 %**, un niveau que nous n'avions plus observé depuis des années.



Source : Bloomberg – Taux longs (10 ans) allemands

Comment l'expliquer ? Est-ce la **crainte de finances publiques** insoutenables ? Cet élément joue probablement un rôle, mais **n'est certainement pas la cause principale**. Les écarts de taux entre les pays européens se sont à peine creusés pour les élèves les moins performants et le taux long allemand a augmenté plus rapidement au cours de l'été que celui des États-Unis, alors que le niveau d'endettement et les déficits sont nettement plus élevés outre-Atlantique. **Les anticipations d'inflation constituent probablement une meilleure explication**. L'inflation implicite (la différence entre le taux nominal et le taux réel) a clairement augmenté dans la zone euro. Cela plaide en faveur d'une légère réduction de l'allocation aux obligations indexées sur l'inflation au profit d'obligations nominales de même maturité. Néanmoins, compte tenu de l'incertitude actuelle, nous conserverions une allocation significative à ce type d'obligations.

... et renouent avec leur passé

Aux **États-Unis**, le **taux réel atteint environ 2,5 %**, contre 1 % dans la zone euro. Une **explication possible est que la confiance dans les États-Unis en tant que débiteur a reculé**. La grande différence de taux réel entre les États-Unis et l'Europe rend toutefois peu probable qu'il s'agisse de la seule raison. Une autre explication, et **probablement plus plausible, est que la croissance attendue aux États-Unis pour les prochaines années est élevée**. La théorie économique nous enseigne en effet que le taux réel normal se situe à proximité de la croissance économique réelle. Il est également important de noter que **l'anomalie ne réside pas dans les taux d'intérêt actuels, mais dans la période 2008-2022**. Le soussigné se souvient encore très bien qu'au début de sa carrière, des taux d'intérêt de 6 % aux États-Unis étaient considérés comme normaux, et les lecteurs un peu plus âgés se souviennent sans doute encore de taux plus élevés.

Tant que les taux d'intérêt n'augmentent pas brutalement – le problème étant selon nous davantage la vitesse de la hausse que son niveau –, il n'y a, à notre avis, aucune raison de supposer que **les niveaux actuels de taux d'intérêt devraient constituer un frein économique majeur**.



Source : Bloomberg – Taux longs (10 ans) américains

Source : Bloomberg – Evolution des bénéfices (12 mois forward)

Une allocation neutre en actions...

La combinaison de perspectives économiques favorables et d'excellents résultats d'entreprises plaide en faveur d'une nette surpondération des actions.

La hausse des taux d'intérêt incite toutefois à la modération. Des taux plus élevés peuvent en effet entraîner (a) un effet de ralentissement sur l'économie, (b) une diminution de la valeur actuelle des bénéfices futurs actualisés, qui, pour les entreprises technologiques, peuvent se situer relativement loin dans le futur, et (c) une concurrence accrue des obligations (pourquoi acheter des actions si les obligations offrent un rendement intéressant ?). **L'optimisme** que nous observons chez les investisseurs **professionnels plaide également pour une certaine prudence.** Dans le passé, celui-ci constituait souvent un indicateur que le meilleur était derrière nous.

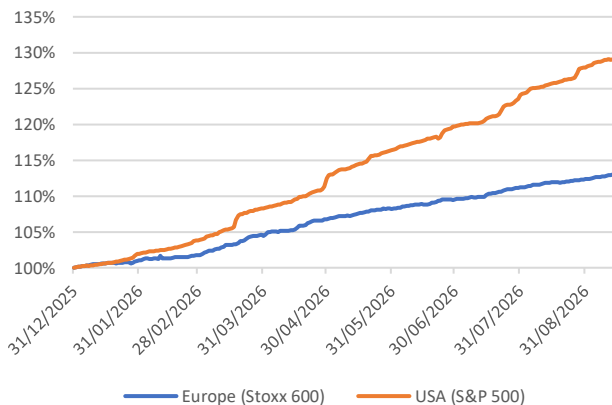
... en couvrant les risques asymétriques

Il reste les **risques asymétriques**, tels que la volatilité de Trump et l'évolution des prix de l'énergie. Nous l'avons déjà évoqué dans la Spotlight de juin : ceux-ci **peuvent être couverts** – pour les investisseurs disposant de connaissances et d'une expérience suffisante – **au moyen d'options de vente** (put options). Bien que leur attrait ait quelque peu diminué en raison de la hausse de la volatilité, cette solution asymétrique mérite toujours d'être envisagée.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Des résultats de sociétés franchement merveilleux

Touchons du bois, car l'année n'est pas encore terminée, mais pour l'instant, 2026 semble s'annoncer comme une bonne année boursière, même si elle ne sera pas exceptionnelle. Et ce malgré la guerre et les prix de l'énergie qui l'accompagnent. L'explication principale réside dans **l'évolution des bénéfices des entreprises, qui ont progressé à un rythme croissant au cours des derniers trimestres, tant en Europe qu'aux États-Unis.** À tel point que, malgré une hausse de plus de 10 % depuis le début de l'année, le S&P 500 est devenu clairement moins cher.



Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.