

Le 3ème trimestre se termine avec un environnement assez incertain : l'or rivalise avec ses plus hauts niveaux historiques (même ajustés à l'inflation), signe de défiance des investisseurs dans le système actuel et notamment dans la capacité des gouvernements du G7 de régler leurs problèmes de dette (qu'il faudra bien régler un jour !). L'or progresse de manière exponentielle, soutenu par l'achat des banques centrales (on entend que la banque centrale de Pologne a acheté massivement cette année), mais l'argent est aussi en bulle, cette fois manipulé par les investisseurs institutionnels et les privés. Il est difficile de donner un niveau intrinsèque de valorisation de l'or, mais le graphique 1 en page 2 montre le nombre d'heures de travail (au taux horaire moyen aux USA) qu'il est nécessaire d'effectuer pour acheter une once d'or.

La bourse remonte gentiment et aux Etats-Unis c'est le segment croissance qui tire l'indice (toujours les sept magnifiques) alors qu'en Europe et au Japon le segment « value » est plutôt porteur, notamment avec les valeurs financières. Aux Etats-Unis cette année la contribution à la performance du S&P 500 peut être décomposée comme suit : croissance des ventes 5,2% / expansion des marges 2,4% / expansion des multiples : 4,4% (le marché devient encore plus cher) et enfin rendement du dividende 1%. Il faut s'attendre donc pour 2026 à une croissance sans la part de l'expansion de multiples étant donné les niveaux actuels.

Ironiquement, le S&P 500 se négocie actuellement à un rendement de *Free Cash Flow* de seulement 2,4 %, ce qui le place à plus de deux écarts-types en dessous de sa moyenne de 4,5% (voir graphique 1 à la page 2). Cela représente l'un des niveaux de valorisation les plus élevés de la dernière décennie. Je sais que nous répétons que le marché est cher et qu'il continue de monter mais historiquement, le rendement du flux de trésorerie disponible a fortement fluctué en fonction des conditions macroéconomiques et du sentiment du marché 3 : il s'établissait à près de 5,5 % début 2016 suite aux inquiétudes liées à la croissance mondiale, à 4,8 % fin 2018 dans le contexte du cycle de resserrement de la Fed, 7,0 % en mars 2020 lors du krach lié à la COVID, 5,8 % en octobre 2022 au plus bas du marché baissier, et désormais seulement 2,4 % fin 2025, alors que l'optimisme autour de l'IA et de la désinflation pousse les valorisations à des niveaux extrêmes. Les périodes de rendements élevés des flux de trésorerie disponibles, telles que 2016, 2020 et 2022, ont historiquement précédé de solides rendements à deux chiffres, reflétant des points d'entrée robustes et des marges de sécurité élevées. En revanche, le rendement actuel implique un multiple de flux de trésorerie disponible supérieur à 40, ce qui signifie que les investisseurs paient des prix historiquement élevés pour chaque dollar de flux de trésorerie disponible. Cet environnement suppose une croissance continue des bénéfices, des marges stables et des conditions macroéconomiques favorables, ce qui laisse peu de place à l'erreur. En bref, le marché est évalué à la perfection : le potentiel de hausse semble limité, les risques de baisse sont asymétriques et la marge de sécurité pour le déploiement de nouveaux capitaux est exceptionnellement faible.

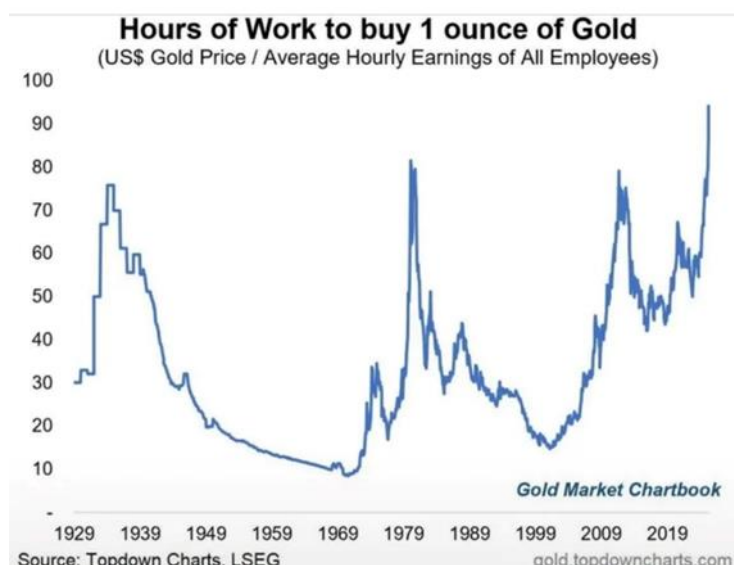
La situation de la liquidité est à contrôler de près étant donné que la corrélation entre le S&P500 et M2 est assez forte. Le graphique 3 en page 3 montre l'évolution de l'activité de « REPO » de la Fed (injection de liquidité au travers d'achats de bons du Trésor avec promesse de revente par les banques) et le niveau est désormais proche de 0.

En conclusion, il faut s'armer de patience et se laisser porter par les valeurs solides mais ne pas se laisser prendre dans une bulle qui finira par se dégonfler. Les valeurs de la tech publieront des chiffres probablement bons, les investissements dans des capacités d'intelligence artificielle vont faire baisser les coûts variables (probablement des pertes d'emploi) mais avec des gigantesques investissements en capex (qui vont fortement faire baisser les free cash flows tout en gardant les bénéfices intacts).

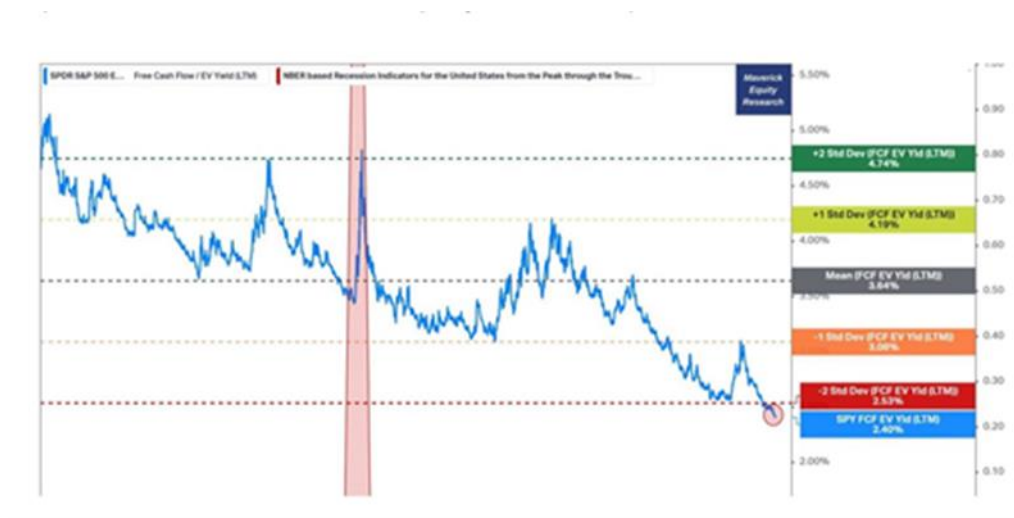
ALLOCATION EQUILIBREE

		Currency	Yield	Beta	Alpha	Weight	Perf 2025*
Short term investments	8%						
Cash deposits & Docus (EUR)		EUR	3,0%	0	0%	4%	0,78%
Cash deposits (USD)		USD	4,0%	0	0%	4%	1,67%
Fixed Income	35%						
MFM CONVERT BONDS OPPORTUNITIES		EUR	6,0%	0,5	1%	5%	11,19%
CORUM BUTLER LONG SHORT CREDIT		EUR	6,0%	0,3	3%	4%	1,90%
QUAERO BOND OPPORTUNITY X EUR		EUR	4,5%	0,5	1%	6%	2,35%
LEMANIK SICAV SPIRIN EUR-B		EUR	5,0%	0,7	0%	5%	2,16%
QUASAR EM HIGH YIELD FUND B		USD	8,0%	0,7	0%	5%	1,15%
ARCANO EUROPEAN INCOME FUND		USD	7,0%	0,5	0%	5%	4,05%
R-CO VALOR BOND OPPORTUNITY		EUR	5,0%	0,5	1%	5%	3,30%
Equities	33%						
MEMNON EUROPEAN FUND		EUR	4,0%	0,7	8%	4%	10,59%
QUAERO LUX-INFRA SECURITIES		EUR	3,0%	0,7	1%	4%	-5,35%
MEMNON OPPORTUNITY FUND (MIDCAPS)		EUR	4,0%	0,7	1%	4%	6,80%
REYMOND JAMES BEST PICKS		USD	2,0%	1	1%	4%	9,54%
KIRAO MULTICAPS ALPHA-C EUR		EUR	2,0%	0,35	6%	3%	-7,37%
MAINFIRST GLOBAL DIVIDEND STARS		EUR	3,0%	0,8	0%	3%	0,63%
R-CO VALOR EQUITY FUND		EUR	2,0%	0,8	1%	2%	10,29%
FOURTON SILKKITIE ASIA		EUR	3,0%	0,8	6%	4%	6,36%
ORBIS SICAV-GLBL EQ FD-INVSH		EUR	2,0%	0,8	1%	5%	9,27%
Asset Allocation	12%						
ACCI DMP - DIVERSIFIED B2		EUR	3,0%	0,6	1%	6%	10,18%
SEXTANT GRAND LARGE-A		EUR	3,0%	0,6	2%	6%	1,69%
Alternative Investments	12%						
DCM SYSTEMATIC FUND		USD	0,0%	0,3	3%	4%	11,11%
RAM LUX SYS-LNG/SH EUR EQ-B		EUR	2,0%	0,2	3%	4%	8,00%
INVENOMIC US EQUITY LONG/SHORT		USD	3,0%	1	3%	4%	4,65%
Correlation to the Equity markets (Beta)	56,55%		EUR exposure	74%	(90% after hedging)		
Expected Annual Return (EUR)	7,91%		USD exposure	26%	(10% after hedging)		
Performance EUR balanced account 2025	4,65%						
Performance CHF balanced account 2025	4,31%		* Performance 2025 as of 31.08.2025				

GRAPHIQUE 1 (Heures nécessaires de travail pour acheter une once d'or 1929 -2025)



GRAPHIQUE 2 (Rendement du FCF – S&P500 2018 - 2025)



GRAPHIQUE 3 (Activité de « REPO » de la Fed 2003- 2025)

