

La Lettre Financière

Revue, opinions et perspectives des marchés

SOMMAIRE

Vision globale
Page 1

Devises
Page 7

Obligations
Page 10

Actions
Page 15

**Investissements
alternatifs**
Page 20



Vision globale

Analyse de régime

Un bouleversement majeur est en cours dans les sphères économique, politique et financière. L'administration américaine va accélérer avant les élections de mi-mandat. L'imprévisibilité est aggravée par les décisions à venir de la Cour suprême. De nombreuses répercussions vont remodeler les incitations, les institutions et les comportements d'une manière qui n'est que partiellement visible à l'heure actuelle.

Le changement de régime et les disruptions sont devenus les mantras qui définissent notre époque.

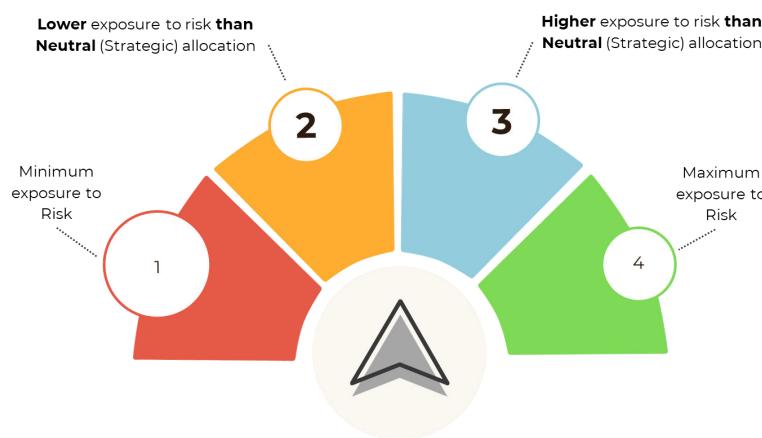
Cadre d'investissement

Dans un premier temps (S126), l'économie mondiale aura une bonne croissance nominale, synchronisée. Faute d'accident financier majeur, les

États-Unis surchaufferont. Les divergences régionales importantes entre les cycles d'inflation s'accentueront. La dette mondiale continuera d'augmenter, la liquidité mondiale sera abondante, accroissant les vulnérabilités à long terme.

Dans un deuxième temps (2e semestre 2026), la liquidité se résorbera. Le risque d'une crise de la dette souveraine ou d'un choc conjoncturel augmentera. Une question clé dans les deux phases sera de savoir si le dollar pourra conserver son statut de monnaie de réserve dominante.

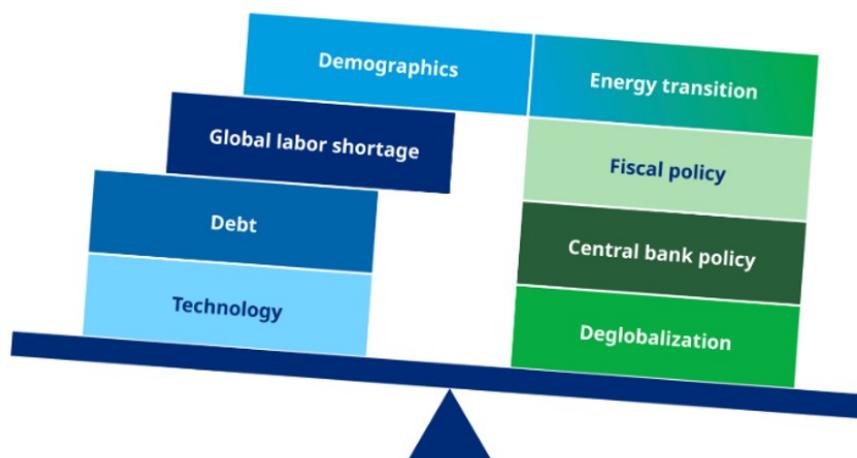
- Rester pleinement investi (allocation neutre par rapport à l'allocation stratégique) à court terme
- Au premier semestre 2026, surpondérer (par rapport à l'allocation stratégique) les actifs alternatifs/réels (matières premières, immobilier, métaux précieux)



Facteurs à long terme

Examen des principaux facteurs de long terme

Graph. Tendances macroéconomiques
Les forces séculaires qui maîtrisaient l'inflation se sont évaporées

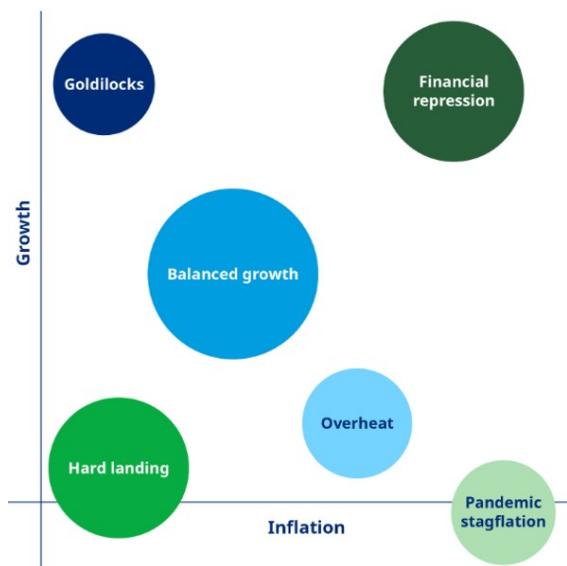


Le monde est plus fragmenté, avec des blocs rivaux qui se disputent le pouvoir et la confiance, affaiblissant ainsi le système mondial. La *fiscal dominance* s'impose, les gouvernements faisant pression pour augmenter les déficits et la dette, tandis que les banques centrales sont contraintes de s'adapter, érodant ainsi l'indépendance monétaire et mettant à l'épreuve le contrôle de l'inflation.

Les progrès technologiques pourraient compenser certaines tensions, mais il n'est pas certain que leurs avantages soient suffisants pour atténuer l'inflation.

- La volatilité de l'inflation et les divergences régionales s'accentueront, car les pays sont confrontés à des contraintes budgétaires, démographiques, énergétiques et géopolitiques différentes.

*Graph. Régimes macroéconomiques.
Instable, toujours*



Les quinze dernières années ont été marquées par des conditions relativement favorables : faible inflation, volatilité modérée et croissance inférieure à la moyenne dans de nombreux pays développés. La répression financière exercée par les banques centrales a joué un rôle clé, (notamment les achats d'actifs à grande échelle) et comprimé les primes de risque. Il en a résulté une augmentation significative de la dette publique.

Les prochaines années s'annoncent très différentes, avec des politiques de relance / une domination budgétaire aux États-Unis, dans l'UE, au Japon voire en Chine. Ce changement s'accompagnera d'une nouvelle vague de répression financière, afin de maintenir les coûts de financement à un niveau bas. L'endettement du secteur privé augmentera en raison de restrictions réelles plus strictes et de revenus plus volatils.

- La répression financière persistera, les décideurs politiques cherchant à éviter une crise de la dette. Cela augmentera le risque de surchauffe et d'atterrissement brutal.

Supercycle de la dette américaine

Perspectives sans précédent

Avant la crise financière mondiale de 2008, le solde budgétaire américain sur cinq ans affichait un excédent d'environ 1 % du PIB. En 2024, cependant, il s'était détérioré pour atteindre un déficit de -8,8 % du PIB, la dette publique nette dépassant le niveau annuel du PIB.

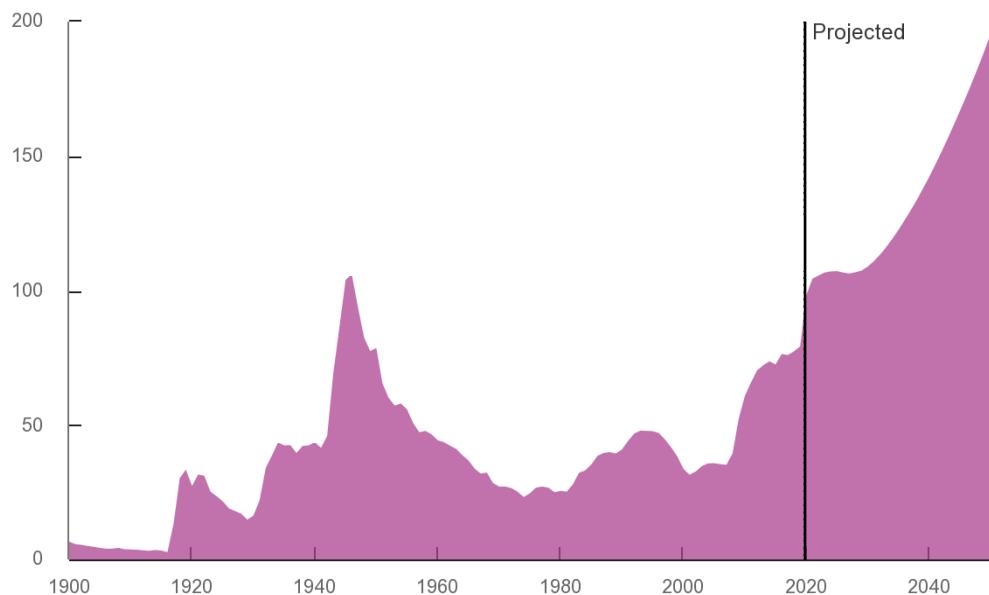
Graph. Dette publique américaine en % du PIB et prix réel de l'or



À partir de 2008, l'or avait «pré-annoncé» la détérioration des indicateurs budgétaires, laissant présager un creusement du déficit et une augmentation du ratio dette/PIB.

- L'or signale à nouveau des inquiétudes quant à une nouvelle spirale ascendante de la dette américaine.

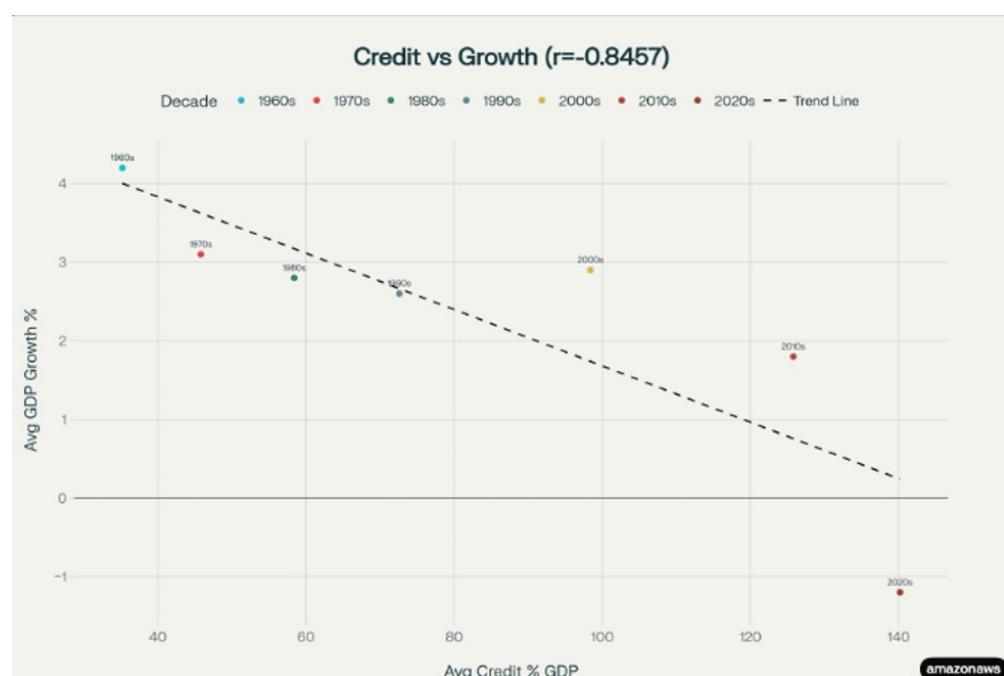
Graph. Projections du CBO



Le CBO prévoit que la dette fédérale atteindra pas moins de 200 % du PIB d'ici 2053.

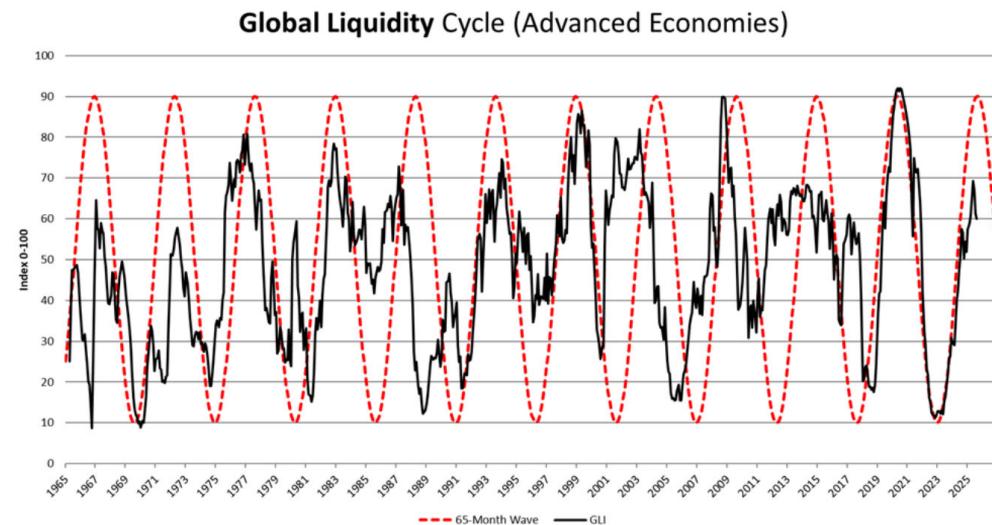
Les prochaines années verront le rétablissement des primes de risque et le retour à des taux réels positifs. Il faut s'attendre à une reprise conséquente du crédit privé, tirée par les banques traditionnelles aux États-Unis, au Japon et dans l'Union européenne, même si la Chine fera figure d'exception notable.

Graph. La normalisation des courbes mondiales de taux favorise la hausse du crédit bancaire



Néanmoins, l'impact supplémentaire de ces nouveaux prêts bancaires sur la croissance réelle devrait être faible, voire marginal.

*Graph. Cycle très tardif
Source : Crossborder capital*

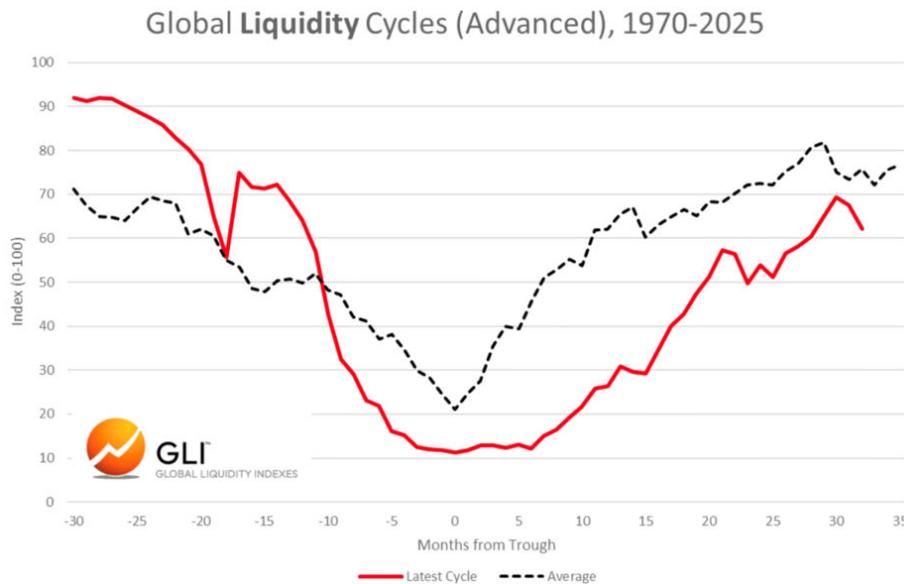


Super cycle de liquidité (global)

Les cycles mondiaux présentent des schémas comparables au fil du temps. Ils se manifestent généralement par des vagues de cinq à six ans. Ces cycles atteignent rarement des niveaux extrêmes – supérieurs à 80 ou inférieurs à 20 – avant de s'inverser. L'épuisement s'installe avant que le système n'atteigne ses limites théoriques.

Le pic cyclique précédent avait été atteint vers 2020, après plusieurs années d'abondance de liquidités. Le ralentissement qui avait suivi s'était poursuivi jusqu'à un creux en 2023, marquant la transition vers une nouvelle phase ascendante.

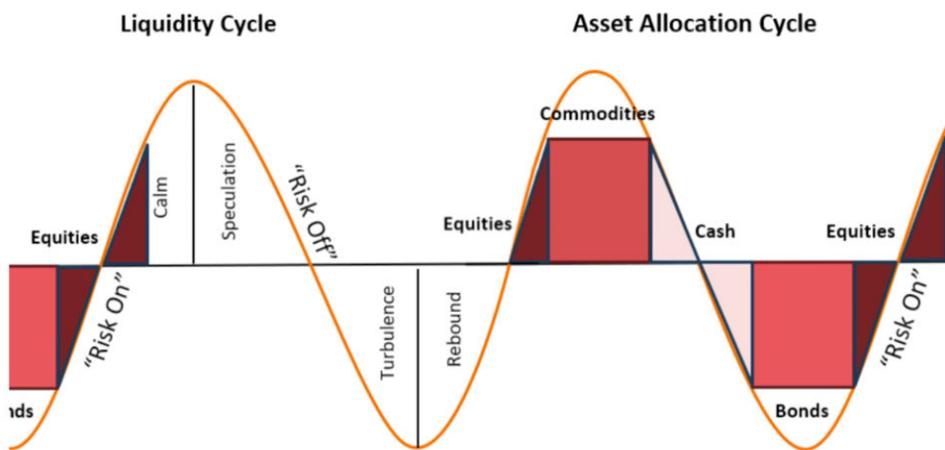
Graph. Cette fois-ci, est-ce différent ?



Le

cycle mondial de liquidité actuel est similaire en durée et en ampleur aux précédents. Sa reprise dure maintenant depuis environ trente-cinq mois, comme les cycles précédents. Depuis le creux, l'indice a regagné 60 points, passant d'environ 10 à un pic probable d'environ 70. Ce rebond typique suggère que la phase actuelle d'expansion est mature. Depuis ce niveau, les gains deviennent difficiles, mais les risques d'inversion de tendance augmentent.

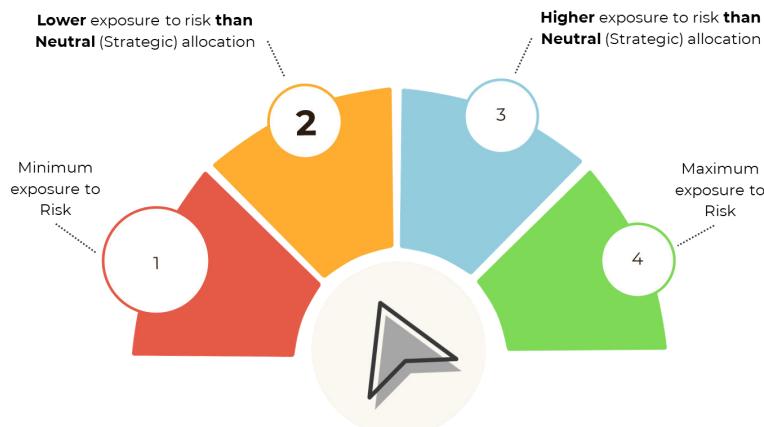
Graph. Perspective de marchés plus volatils en 2026



Dans les schémas stylisés qui s'inspirent du passé, le ralentissement de la liquidité mondiale par rapport à son pic cyclique coïncide généralement avec des phases spéculatives sur les marchés, avec des actifs risqués qui ont tendance à surperformer massivement.

Par la suite, sa contraction s'accompagne de turbulences, pendant lesquelles les actifs réels (et les liquidités) deviennent les principaux moteurs.

Devises



La domination du dollar est-elle menacée ?

Depuis la Seconde Guerre mondiale, l'USD joue un rôle central dans la finance mondiale. Il représente actuellement 88% des transactions mondiaux, 58% des réserves de change mondiaux et 54% du commerce mondiaux. En tant que monnaie de réserve mondiale par défaut, les banques centrales du monde entier détiennent des réserves en USD pour gérer leurs taux de change, régler les transactions commerciales, rembourser la dette extérieure et se prémunir contre les chocs financiers. Ce statut du dollar n'est cependant pas garanti et s'est érodé ces dernières années.

Le rôle de l'USD comme monnaie de référence a été officialisé avec la mise en place du système de Bretton Woods en 1944, lorsque d'autres pays se sont arrimés au dollar, et le dollar à l'or. Aujourd'hui encore, bien après l'abandon de l'étalement-or en 1971, de nombreux pays continuent d'arrimer leurs monnaies au dollar pour sa stabilité. Sa force est renforcée par plusieurs facteurs, tels que la taille de l'économie US, la stabilité et la transparence du gouvernement et des institutions économiques, et une banque centrale indépendante qui concilie le plein emploi et la stabilité des prix. L'USD est la monnaie dominante du commerce international, et les actifs libellés en USD sont considérés comme une réserve de valeur. Les pays empruntent aussi en USD pour atténuer les inquiétudes des investisseurs quant aux risques liés aux devises locales et obtenir des financements à des conditions avantageuses.

Pendant des décennies, les pays disposaient de peu d'alternatives aux réserves en USD. Cette situation est en train d'évoluer. Les devises non traditionnelles, comme l'AUD, sont bien plus liquides et échangeables qu'auparavant. Elles représentent une part croissante des réserves mondiales. L'or fait également son retour et occupe une place prépondérante dans les réserves des banques centrales. Les monnaies numériques de banque centrale (MNBC) pourraient également constituer une alternative pour les transactions financières internationales à long terme.

Le statut de monnaie de réserve du dollar confère aux États-Unis un privilège considérable :

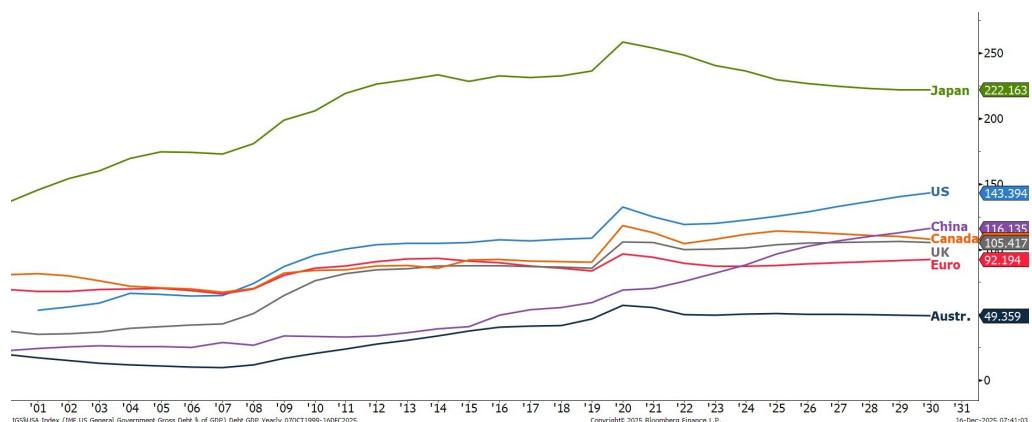
- La forte demande et la confiance accordées au dollar diminuent le coût de la dette publique et augmentent la capacité d'emprunt globale.
- Les investisseurs internationaux, détenant des USD, sont plus enclins à investir sur le marché US et à privilégier sa stabilité. Les États-Unis sont le premier bénéficiaire des investissements directs étrangers.
- Un dollar fort réduit le coût des biens importés, améliorant le niveau de vie des Américains. Cela confère aux États-Unis un puissant levier pour imposer des sanctions de grande portée à d'autres pays.

...mais n'est pas sans inconvénients.

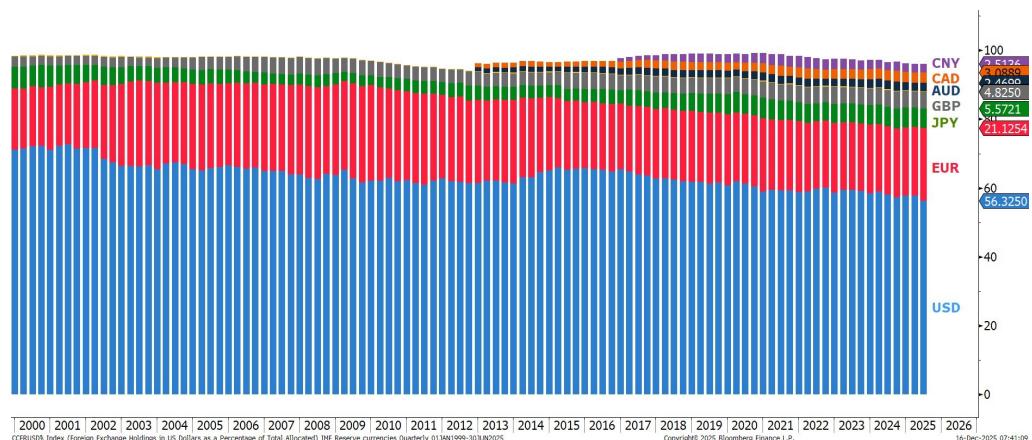
- La forte demande étrangère d'actifs libellés en USD renforce la devise et renchérit les exportations US tout en diminuant le coût des importations, contribuant ainsi à creuser le déficit commercial. De plus, la demande d'actifs en USD est financée par d'importantes importations des États-Unis. Les déficits commerciaux sont liés au statut de monnaie de réserve du dollar.
- L'accès facile à des emprunts bon marché a contribué aux niveaux actuels d'endettement, vertigineux, en incitant le gouvernement US à emprunter à des niveaux élevés, ignorant les avertissements appelant à des réformes.
- Les investisseurs étrangers détiennent 9 trillions de dollars de bons du Trésor, jouant un rôle important dans le financement des déficits. Certains craignent que les intérêts versés sur cette dette ne détournent les recettes fiscales US vers l'étranger plutôt que de les dépenser aux États-Unis.

En définitive, l'USD demeure dominant dans l'économie mondiale. Il existe peu, voire aucune, alternative immédiate qui puisse égaler sa stabilité et sa liquidité éprouvées, largement soutenues par la profondeur et la confiance du marché dans les bons du Trésor. Malgré cela, la part du dollar dans les réserves mondiales a progressivement diminué, passant de 71% en 1999 à 58%, son niveau le plus bas depuis des années. La part des bons du Trésor américain détenus par des investisseurs étrangers a également baissé, passant de près de 50% dans les années 2010 à 30% aujourd'hui. Plus récemment, l'USD s'est affaibli en raison de la montée des barrières commerciales et de l'incertitude économique. La corrélation habituelle entre les taux US et l'USD s'est également distendue, ce qui soulève des inquiétudes quant à son statut traditionnel de valeur refuge.

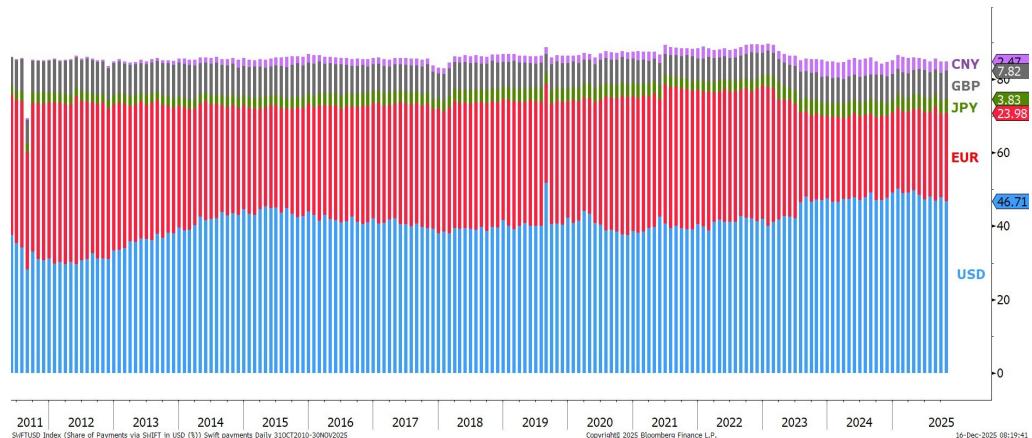
Graph. L'endettement US augmentera plus rapidement qu'ailleurs



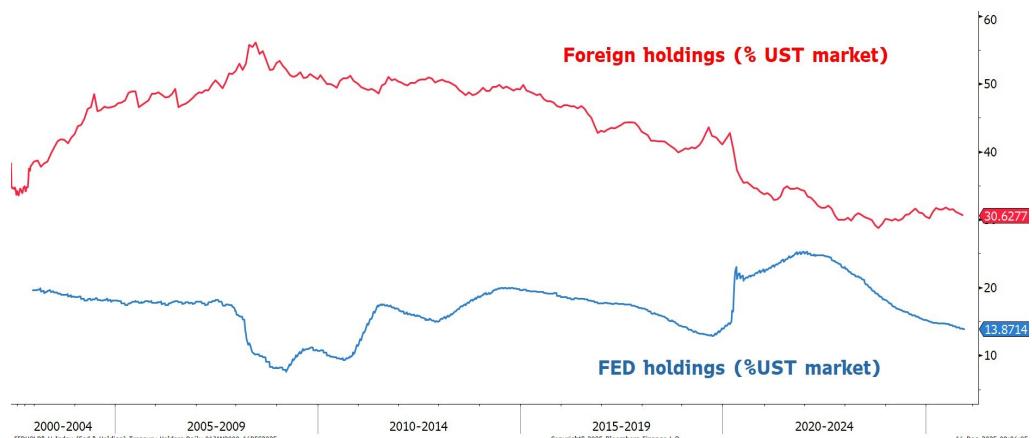
Graph. La part des réserves de change détenues en USD est en baisse



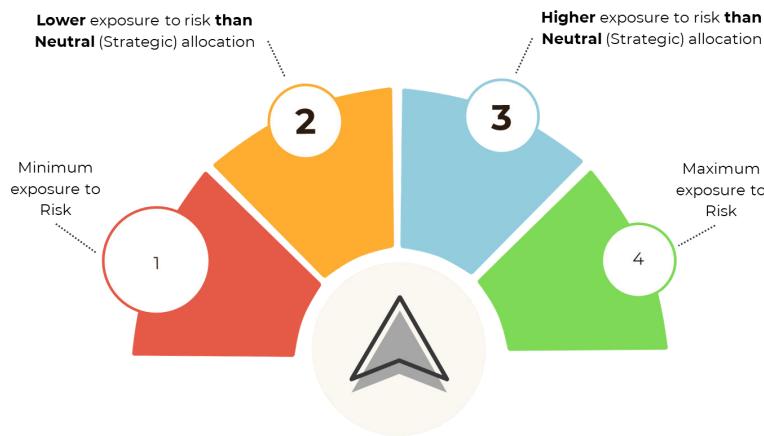
Graph. Les paiements SWIFT sont encore majoritairement effectués en USD



Graph. Le refinancement américain dépend toujours des investisseurs étrangers



Obligations



Scénarios extrêmes

Nous examinons ici 2 scénarios, tous deux fondés sur l'hypothèse que la Fed n'interrompt pas ses baisses de taux à 3,0%, mais va à 2,0%. Deux scénarios sont possibles. Le 1er est justifié et serait positif pour le marché obligataire, car la Fed conserverait sa crédibilité. Le 2ème, en revanche, est dépourvu de justifications claires et serait négatif pour les obligations du Trésor à 10 ans, car la Fed perdrait en crédibilité.

Le 1er scénario envisage un ralentissement de l'économie, entraînant de fortes corrections dans la techno et l'immobilier. Ce ralentissement éroderait la confiance et freinerait les dépenses, plongeant l'économie en récession et nécessitant des baisses de taux de la Fed à 2%. Dans ce contexte non inflationniste, le taux US à 10 ans se rapprocherait rapidement des 3,0%. Le 2ème scénario envisage une Fed, influencée par l'administration Trump, qui adopterait une politique extrêmement accommodante et procéderait à des baisses de taux plus importantes que nécessaire pour stimuler l'économie avant les élections de mi-mandat. Si la hausse des recettes fiscales représente un avantage, le principal inconvénient réside dans le risque d'une hausse de l'inflation. La Fed prendrait alors des mesures inappropriées, ce qui nuirait à sa crédibilité. Bien que les porteurs obligataires apprécient les baisses de taux, elles ne seraient pas appropriées. Le risque est ici réel que la situation se dégrade durablement sur le long terme, avec un taux US à 10 ans atteignant 5% et le 30 ans frôlant les 6%. Cette situation pourrait nécessiter un contrôle de la courbe des taux, engageant ainsi la politique monétaire sur une trajectoire très inquiétante.

Des déficits budgétaires élevés et persistants constituent la pierre angulaire de la politique monétaire.

Pour les investisseurs en obligations d'État, le contexte budgétaire est une

préoccupation majeure susceptible d'engendrer une forte volatilité des marchés. Les obligations d'État peuvent néanmoins atténuer les risques d'un ralentissement de la croissance, notamment lorsque les taux réels sont positifs, comme récemment. Cependant, les investisseurs doivent rester réactifs. La corrélation entre obligations et actifs risqués peut passer de négative à positive, et réduire l'efficacité de la couverture offerte.

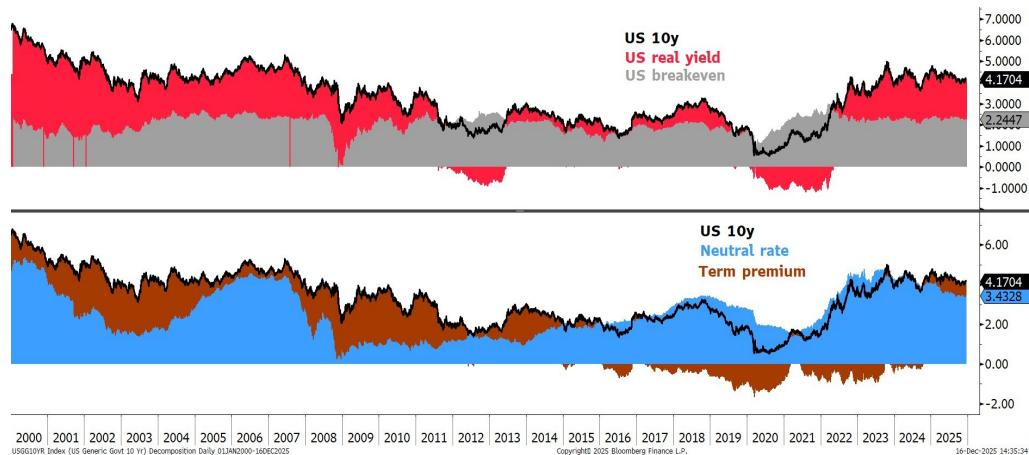
Les taux courts sont plus sensibles à la politique des banques centrales et ont généralement présenté de fortes propriétés contracycliques, agissant comme une protection en période de ralentissement économique. Ainsi, les banquiers centraux peuvent maintenir des taux directeurs bas pour soutenir la croissance. Le Trésor US cherche à concentrer ses émissions sur le court terme. Pourtant, nous n'avons pas constaté d'impact significatif sur les taux d'intérêt versés par le Trésor après l'assouplissement de 150pbs de la politique monétaire de la Fed.

À l'inverse, les taux longs sont plus sensibles aux préoccupations budgétaires et aux anticipations d'inflation, ce qui fait grimper la prime de terme. Il n'existe pas de chiffre magique comme le déficit ou le niveau d'endettement. Ce qui importe davantage, ce sont les conditions globales. Malgré les assouplissements de la Fed, la prime de terme pourrait exercer une pression haussière sur les taux longs. Le taux US à 10 ans peut être décomposé en taux neutre et prime de terme, ou entre anticipations d'inflation et taux réel. Compte tenu des périodes d'inflation relativement élevée, le taux neutre et les anticipations d'inflation semblent proches de leurs normes historiques. Seuls les taux réels longs sont déplacés à la hausse.

À long terme, les dysfonctionnements politiques, le mécontentement économique, l'augmentation des dépenses publiques, le volume élevé des émissions obligataires et les risques inflationnistes associés poussent les taux longs. Cette pression haussière devrait persister en 2026. Deux autres risques influent sur la capacité du gouvernement à rembourser ses dettes: la demande des investisseurs mondiaux, qui s'est bien maintenue en 2025 mais pourrait basculer rapidement; et l'indépendance de la Fed. Les menaces pesant sur cette dernière pourraient exercer une pression à haussière sur les taux longs érodant la confiance en la capacité de la Fed à lutter contre l'inflation.

La hausse des taux longs reflète les risques liés à la politique monétaire et au stock de dettes, soit une prime de terme plus élevée.

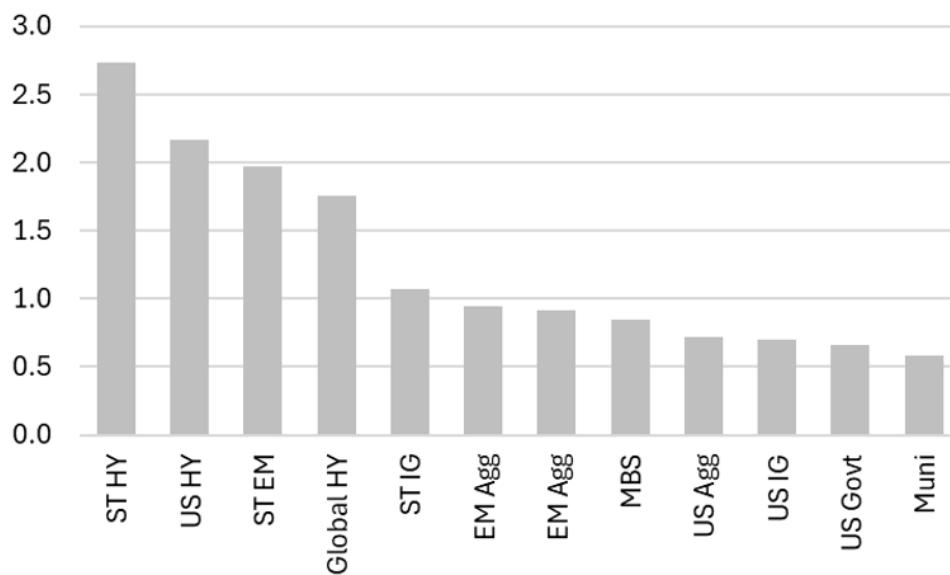
Des baisses crédibles des taux de la Fed pourraient ramener le taux US à 10 ans vers 3%, tandis que des baisses injustifiées pourraient le faire pousser vers les 5%.



Maturité du cycle de crédit

À mesure que le cycle de crédit arrive à maturité, les investisseurs sont attentifs aux signes de tension. Les récentes faillites (First Brands Group, Tricolor Holdings) et les pertes inattendues sur prêts bancaires ont renforcé l'examen du risque de crédit. En l'absence de données publiques, le crédit privé est – et restera – sensible aux aléas de la presse. Néanmoins, nous considérons ces événements comme isolés et non systémiques, notamment en raison du rôle de la fraude dans les récentes faillites.

Graph. Le cycle de crédit est sain aujourd'hui, mais le levier devrait augmenter

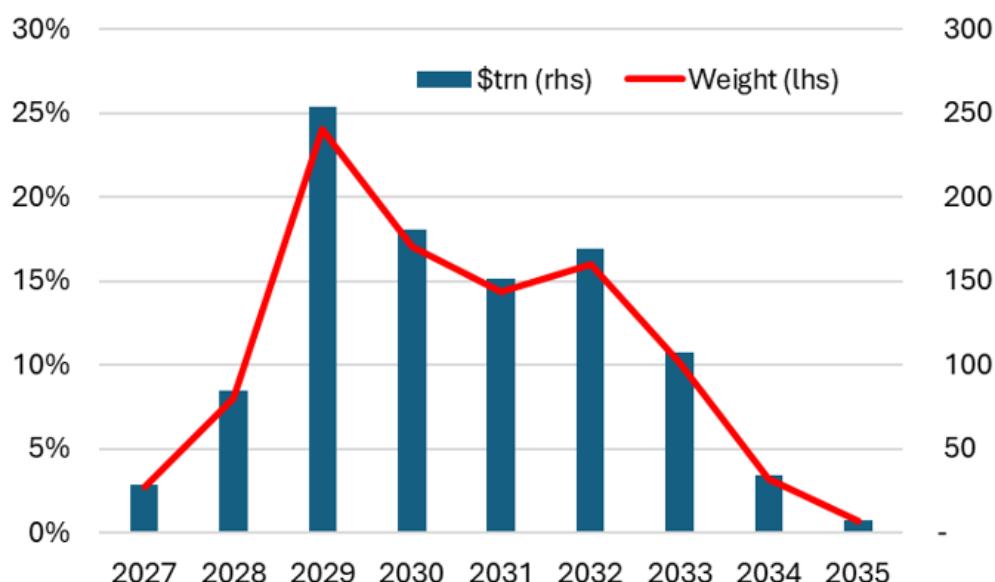


Les spreads sont serrés, ce qui engendre un risque de prix important pour les obligations. Cependant, la reprise des baisses de taux de la Fed et l'amélioration de la qualité du crédit nous permettent de ne pas nous inquiéter de la qualité fondamentale du crédit.

La Fed maintenant une politique monétaire accommodante, les risques de hausse des taux longs persistent. Nous privilégions une sous-pondération en termes de duration. Le segment court du HY offre un meilleur rendement ajusté au risque. La qualité du HY US s'est améliorée grâce à l'évolution des

Graph. Le mur des maturités s'est éloigné

structures de financement des entreprises. De manière conjoncturelle, les ratios de levier et de couverture sont sains, ce qui favorise des spreads serrés. De plus, plus de 50% du marché HY bénéficie désormais d'une notation BB ou supérieure. Cette qualité se traduit concrètement par un allongement des échéances. Les émetteurs HY ont su repousser avec succès leurs échéances.



Conserver un positionnement court sur le HY pour atténuer la volatilité des taux.

La dette des pays émergents : une solution pour réduire le risque de portefeuille.

Contrairement aux pays développés, les pays émergents n'ont pas subi de plein fouet la volatilité consécutive à la politique tarifaire du président Trump en avril dernier. Ils affichent des niveaux d'endettement inférieurs à ceux des pays développés et une orthodoxie monétaire et budgétaire différente.

Par ailleurs, leurs notations moyennes contrastent avec les niveaux d'endettement et les déficits publics sans précédent des pays du G7. Confiantes en leur solvabilité et saluant leurs efforts de réduction de la dette, les agences de notation ont relevé davantage de notes d'émetteurs émergents qu'elles n'en ont abaissé ces 2 dernières années.

La dette émergente demeure un axe d'investissement attractif. Premièrement, les perspectives de croissance y sont supérieures à celles des pays développés. Ces dernières décennies, la mondialisation a modifié l'équilibre des pouvoirs économiques entre pays développés et émergents. Deuxièmement, la dette à court terme des émergents offre un profil risque/rendement attractif et durable. Au cours des 18 dernières années, elle a affiché une performance annualisée comparable à celle du HY US (5,4% contre 5,0%), avec une volatilité plus faible (8,6% contre 9,5%) et une perte maximale près de

trois fois moindre (-12,2% contre -34,8%). Enfin, le spread des obligations EM IG, bien qu'en baisse, reste supérieur à celui des US.

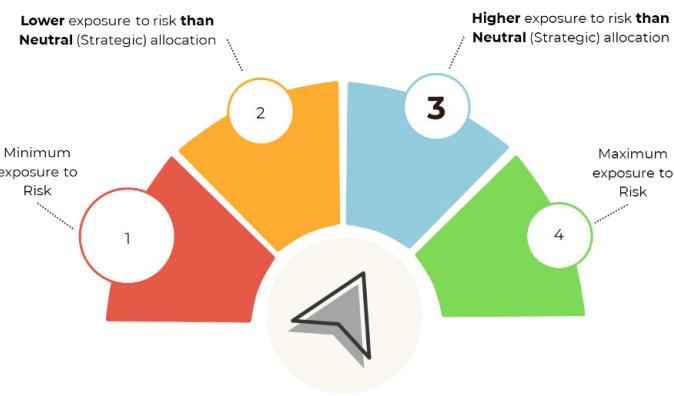
Graph. Prime persistante sur le crédit IG EM



L'exposition à la dette courte des émergents réduit le risque. Ces données contredisent l'idée reçue selon laquelle les investisseurs sur les émergents seraient exposés à une volatilité accrue et à des risques politiques et géopolitiques plus élevés.

Actions

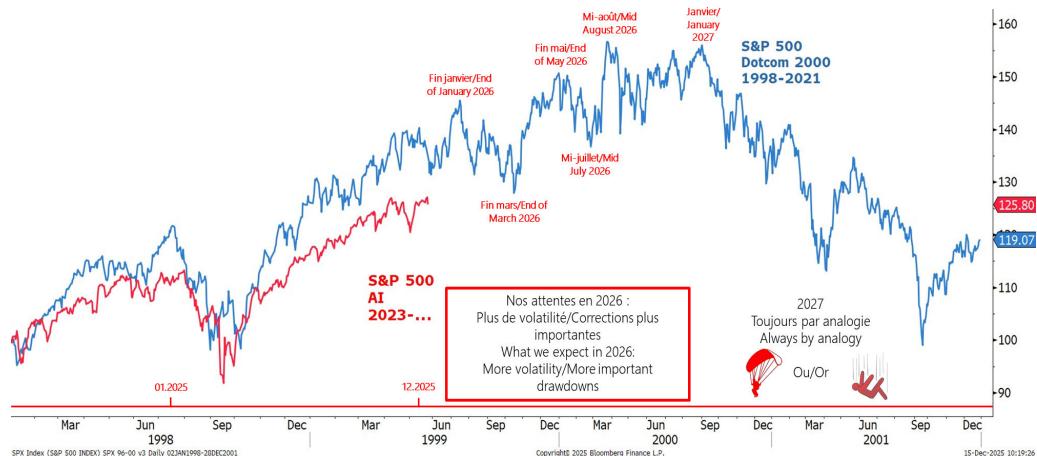
2026, suivra-t-elle les trois belles années boursières précédentes ?



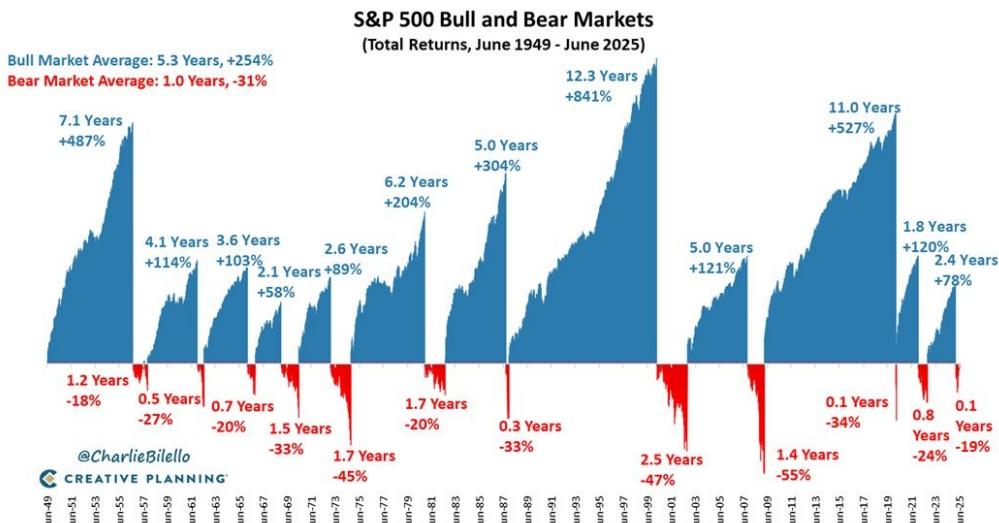
Après les +22% en 2023, les +17% en 2024 et pour le moment les +19% en 2025, est-ce que 2026 sera-t-elle aussi performante ?

Si l'on compare la période actuelle du boom IA et la bulle Dotcom 2000, le S&P 500 garde un potentiel de hausse de 18% (8'000) jusqu'à fin 2026/début 2027. C'est après que les choses se gâteraient.

Graph. Comparaison S&P 500 Boom IA et Bulle Dotcom 2000



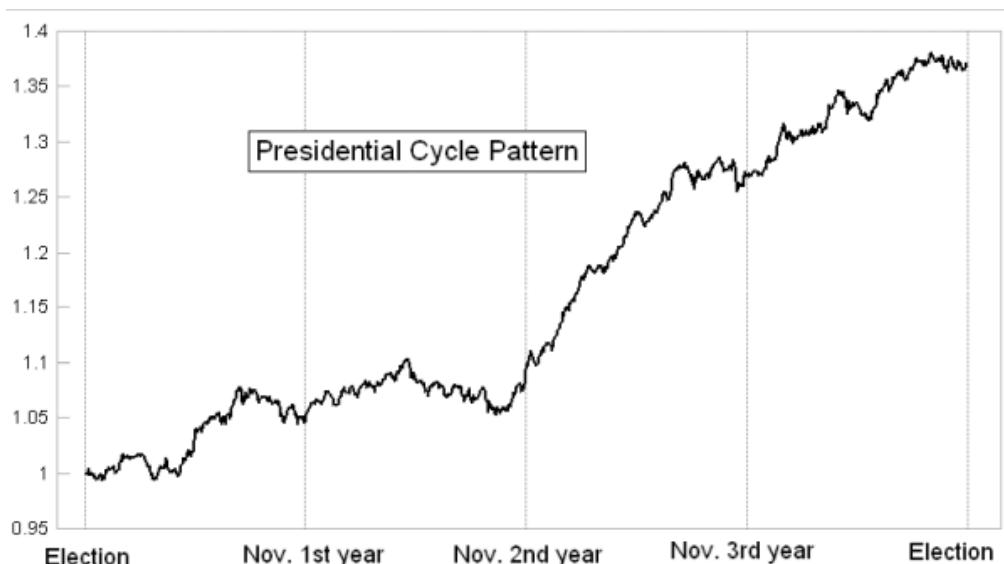
Le bull market actuel est jeune avec une durée de 3.2 ans et une progression de 85% pour le S&P 500, alors que la moyenne est à 5.3 ans et 250%. Le PER moyen d'un bull market (S&P 500) est à 19x, alors que l'actuel est à 23x, mais sans les 7 Magnifiques, il se situe à 19.3x. En conclusion, pas d'exubérance, y compris parmi les 7 Magnifiques.



Les autres points favorables pour les actions en 2026 seront :

- Des plans fiscaux importants aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne.
- Une politique monétaire accommodante de la Fed grâce à son nouveau patron au service de l'administration américaine.
- Une baisse des Fed Funds dans un environnement de croissance économique qui favorise en général la progression des indices boursiers.
- Après une année 2025 record, 2026 sera marquée par des méga-IPOs : SpaceX avec une valorisation attendue de \$1'500 milliards, OpenAI \$500 milliards (probablement plus), ByteDance \$500 milliards, Anthropic \$350 milliards. Le point négatif : il va falloir avoir les liquidités pour absorber ces IPOs.

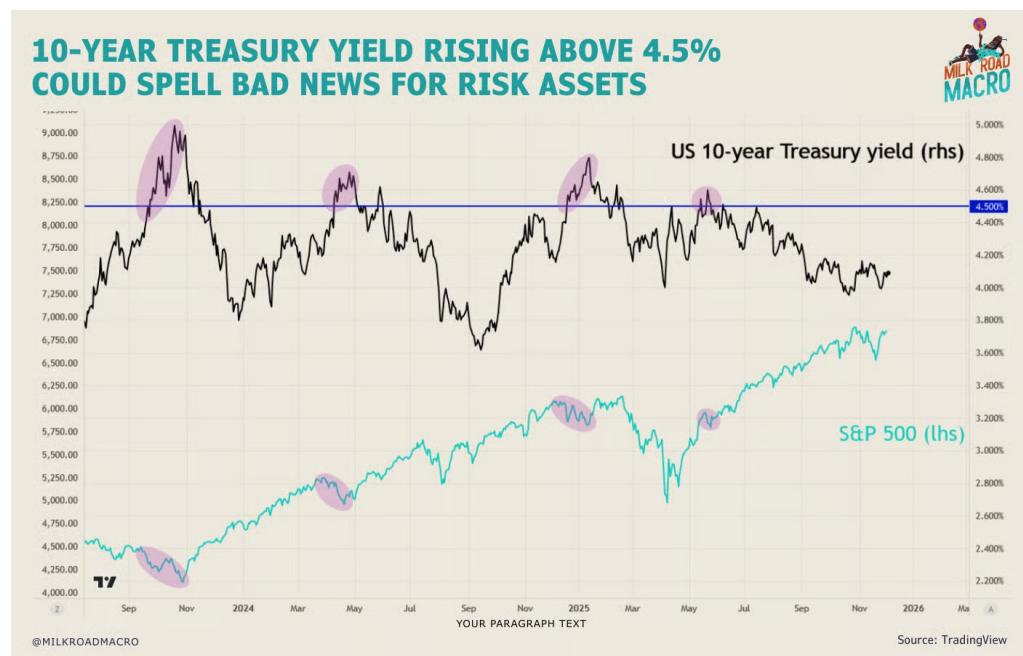
Mais les risques existent. D'abord, la 2ème année d'un cycle présidentiel US, qui est une année d'élection du Congrès, les *midterms*, sous-performe les autres années : en moyenne +7% l'année 1, +3% l'année 2, +15% l'année 3 et +8% l'année 4.



Si Trump poursuivait sur la même lancée que les récentes élections perdues à New York, Miami (après 30 ans de domination républicaine), New Jersey, Virginie, Californie, et frôlant l'humiliation au Tennessee, les Républicains risqueraient de perdre les deux chambres. A 40% de taux d'approbation, Trump est le plus impopulaire des présidents américains, comme pour sa mandature 2017-2021. Etant particulièrement absent des problèmes domestiques, sa base MAGA est en train de le lâcher, à l'instar de Marjorie Green. Donc, probable cacophonie politique aux Etats-Unis en 2026 et aggravation de l'autoritarisme de Trump.

Un autre risque est la hausse globale des taux longs, qu'on observe actuellement. Une baisse drastique des Fed Funds pourrait provoquer une forte hausse du 10 ans US à cause d'un risque inflationniste et de la prime US demandée par les investisseurs obligataires pourrait être plus élevée avec le plan fiscal OBBBA et son risque d'aggravation des déficits budgétaires.

Le retour du 10 ans US au-dessus de 4.5% s'est souvent traduit par des corrections boursières.



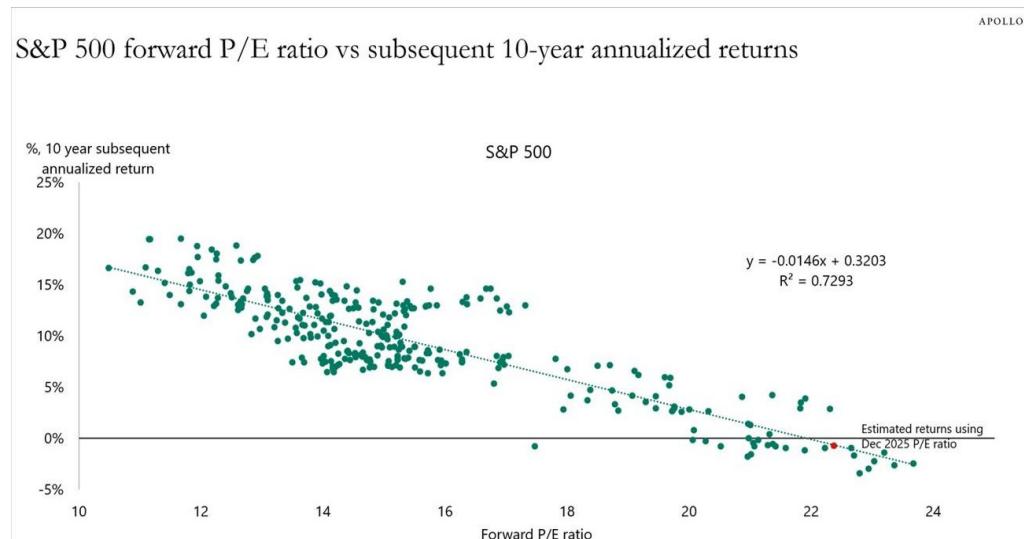
Le fin du carry trade yen est aussi un risque. Ces opérations de swap ont favorisé l'achat d'actions américaines et de la technologie en particulier. Une hausse des taux japonais et un yen qui repartirait à la hausse pourraient être la source d'une correction des actions globales, comme observé en été 2024 lorsque les indices boursiers corrigeaient de 10%, alors que le yen s'appréciait de 10%.

La prime de risque - Equity Risk Premium (ERP) - montre des actions moins attrayantes, mais ce ratio de long terme n'est peut-être plus aussi pertinent avec la dégradation des comptes publics (dettes, déficits budgétaires) et la solidité financière des sociétés. L'ERP compare le rendement des profits/dividendes avec les taux d'intérêt souverains. La confiance financière est plutôt du côté des sociétés cotées que des Etats.

Par ce même constat, certains analystes considèrent que la qualité financière des sociétés, en particulier les grandes valeurs de la technologie américaine, méritent des ratios de valorisation plus élevés que par le passé.

Wall Street craint une bulle IA, alors que nous croyons à un boom IA avec des valorisations élevées, mais adéquates, et de loin inférieures à celles observées en 2000. Le marché craint que les investissements massifs dans l'infrastructure IA conduisent à des surcapacités et que le retour sur investissement ne soit pas au rendez-vous. Les craintes reposent aussi sur OpenAI, société très endettée, qui prévoit de dépenser \$1'400 milliards dans l'infrastructure IA et les semiconducteurs, mais qui, selon son business plan, n'escampe pas générer du cash net avant 2030. L'environnement IA de participations croisées et de commandes croisées inquiète les investisseurs, considérant que la faillite/les problèmes d'une société de la technologie entraînerait l'ensemble de cette mosaïque. Selon son plan financier, OpenAI escompte une perte de \$115 milliards cumulée d'ici 2029 avant de générer des profits. Pour le moment, OpenAI n'a pas de problème à collecter des fonds, ayant Microsoft et Softbank, Thrive Capital (Peter Thiel) et le fonds souverain d'Abu Dhabi comme actionnaires. La gigantesque génération de cash par les 4 Hyperscalers (Microsoft, Alphabet, Meta et Amazon) nous permet de rester serein et nous croyons à une exubérance « raisonnable ».

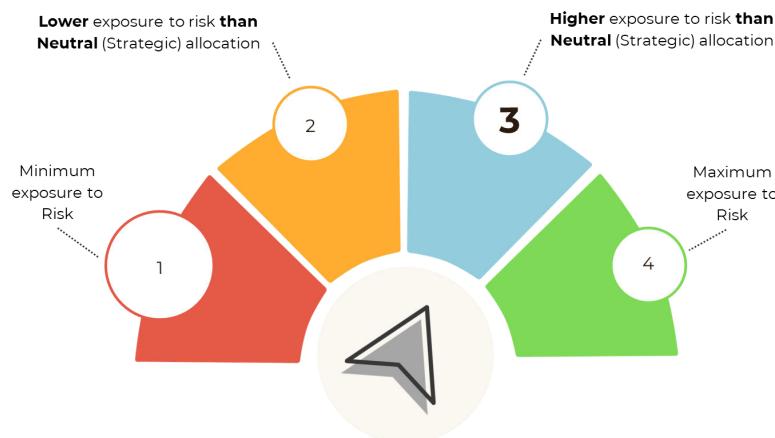
Les PE ratios relativement élevés réduisent à long terme les rendements annualisés sur les 10 prochaines années.



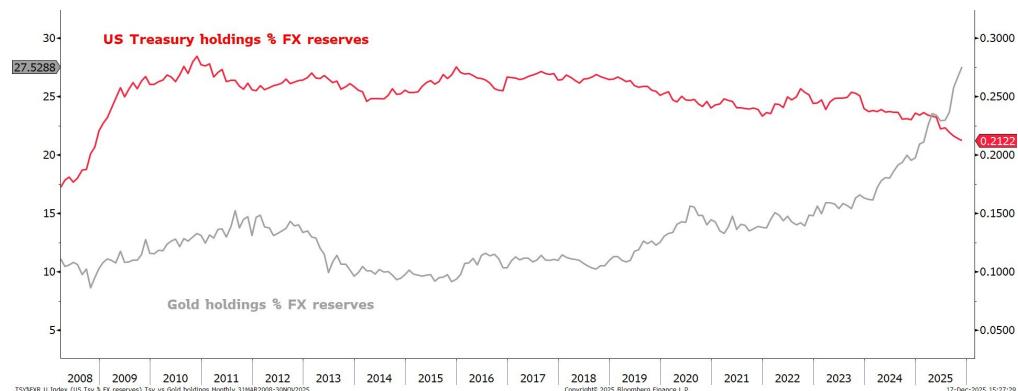
En conclusion, 2026 devrait être positive. On attend une performance probablement inférieure à celles des 3 dernières années, avec plus de volatilité. La diversification et une gestion plus tactique des portefeuilles seront nécessaires pour gérer les *drawdowns* attendus plus importants (voir le 1er graphique).

Investissements alternatifs

Environnement favorable pour les métaux précieux et industriels. Les prix du pétrole sous pression. Bug chez les cryptos.

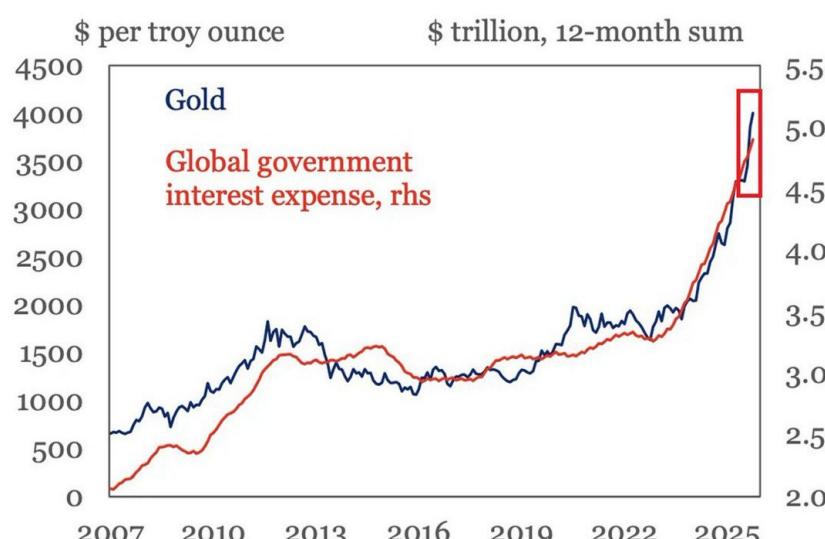


Un boulevard se profile pour les métaux précieux : dédollarisation, dettes et géopolitique. Les banques centrales, émergentes en particulier, continuent d'acheter de l'or au détriment des obligations au Trésor US. C'est la déglobalisation et le renforcement du Sud Global.



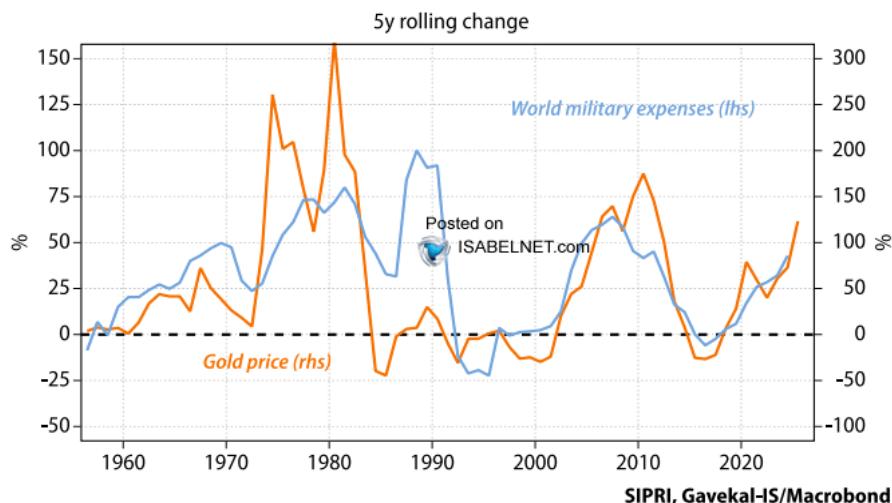
La hausse des paiements des intérêts de la dette des pays favorise l'or.

Graph.
Source Bloomberg, IIF



Les risques géopolitiques croissants propulsent les dépenses militaires globales. Et le prix de l'or suit.

Gold price changes correlate with fluctuations in military spending



Depuis 10 ans, le prix du cuivre a quasiment triplé, avec 3 phases correctives. Mais depuis 2022, la hausse est plus consistante.

Graph. Prix du cuivre



Cette tendance va s'accélérer avec une demande en hausse venant de la transition énergétique, l'IA, l'expansion des réseaux électriques, en particulier aux Etats-Unis, et la défense.

Une partie des tensions sur les prix du cuivre est liée aux taxes douanières concernant les importations de cuivre raffiné. Comme les prix sont plus élevés aux Etats-Unis, les traders ont intérêt à privilégier les Etats-Unis au détriment du reste du monde. Hors des Etats-Unis, les stocks se réduisent.

L'offre souffre des problèmes dans les mines au Chili (accident), en République démocratique du Congo (inondation) et en Indonésie à Glasberg, la 2ème plus grande mine du monde. Les déficits de production augmenteront en 2026.

L'aluminium, un substitut au cuivre. L'aluminium n'est pas en reste, et a aussi atteint des plus hauts de trois ans à près de 2.900 dollars la tonne. L'aluminium est considéré comme une alternative moins onéreuse au cuivre,

dont les cours ont explosé cette année. Ce métal reste la principale alternative au cuivre pour la conductivité électrique. La politique douanière de Donald Trump a aussi contribué à une progression des cours de l'aluminium. Le président Trump a imposé des droits de douane de 25% sur l'aluminium en février, puis les a doublés en juin. La Chine a atteint ses limites en matière de capacité de production d'aluminium, tandis que les perturbations de l'approvisionnement vont accentuer la pression sur l'offre.

Les prix du pétrole reculent en raison d'une hausse de production de l'OPEP afin de regagner des parts de marché. La production américaine se trouve sur des records à 13.85 millions de barils/jour.

Les prix de l'énergie réagissent peu aux pressions militaires de Donald Trump sur le Venezuela. En 2025, le Venezuela avait exporté 750'000 barils/jour dont la moitié destinée à la Chine.

Cryptomonnaies. Les investisseurs se posent la bonne question de savoir si les cryptomonnaies feront leur retour en 2026 après une année 2025 compliquée. Depuis le début de l'été, le bitcoin n'a ni suivi le Nasdaq, ni l'or et ni les liquidités globales. C'est inhabituel.

Graph. Cours du BTC (ligne rouge) avec l'or, le Nasdaq et les liquidités globales



L'arrivée des ETFs investis en cryptos a provoqué un décalage entre les investisseurs via ETFs et les détenteurs on-chain. Les implications sont majeures. Les flux d'ETF reflètent les décisions d'allocation d'actifs des gestionnaires de fortune, en réponse aux conditions macroéconomiques, aux rachats clients et aux ajustements de portefeuille. L'accumulation on-chain, elle, traduit des prises de position fondées sur la conviction, de la part d'acteurs à horizon long terme. Lorsque ces dynamiques divergent aussi fortement qu'en novembre, cela précède souvent un point d'inflexion : soit une poursuite de la dégradation si la conviction on-chain cède, soit un rebond si les flux ETF se stabilisent alors que l'offre reste contrainte.

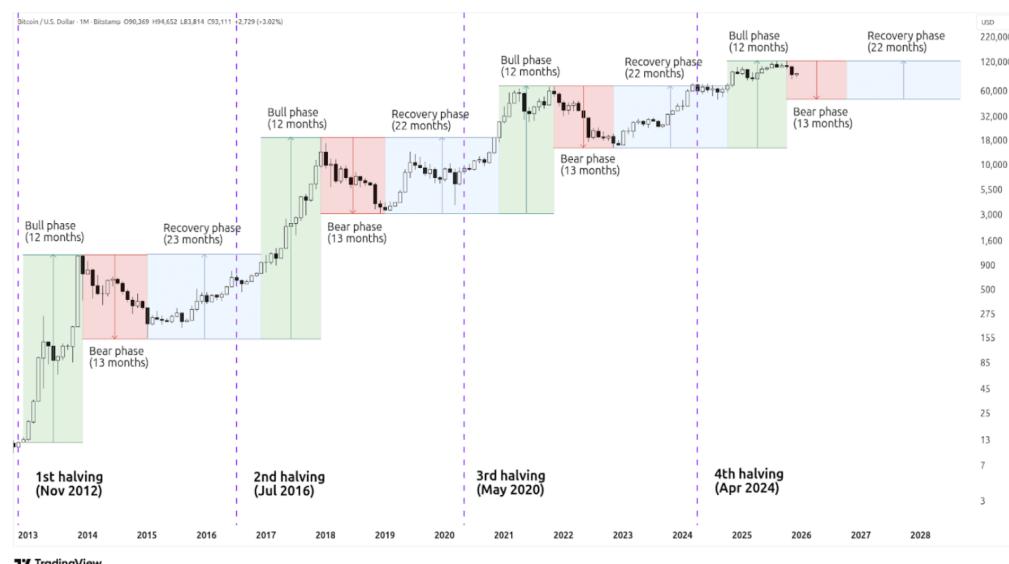
Le récit du « digital gold » pour le bitcoin mérite d'être réexaminé, alors que l'or s'est apprécié de 65% en 2025 et que le BTC a chuté de 7%.

Le crash de novembre 2025, était-il un accident ? Il a laissé des traces. Les recommandations d'achat ne fonctionnent plus. Un rallye est rapidement suivi d'une correction. Les « Finfluencers » rabâchent que le BTC est une protection contre une baisse du dollar et que les banques centrales vont en acheter. La réalité est autre : la BIS, le FMI et les principales banques centrales disent sans cesse que les cryptos sont des instruments spéculatifs, volatils et n'ont pas leur place dans leurs réserves.

Les traders parlent d'un « hiver cryptos » et voient la fatigue des investisseurs. L'explication du recours aux cryptomonnaies comme protection – inflation, déficits, dépréciation du dollar – semblait raisonnable jusqu'à ce que les investisseurs constatent que les corrélations ne sont pas suffisamment stables aux moments où ils en ont le plus besoin. La chute de novembre est survenue dans un contexte général d'aversion au risque et de tensions sur le financement – précisément au moment où une « protection » devrait être utile. Au lieu de cela, le bitcoin s'est comporté comme un actif à risque élevé. Même les commentateurs favorables aux cryptomonnaies ont reconnu que cette baisse reflétait le désintérêt des investisseurs pour le risque et une capitulation à court terme.

Le BTC est l'actif avec le plus d'effet de levier, donc quand la volatilité augmente et que la liquidité baisse, le BTC corrige plus fortement. Il y a aussi la crainte que le cycle des 4 ans soit terminé. En 2025, on aurait dû avoir une forte hausse du BTC, avant d'avoir en 2026 une phase baissière. Une partie des investisseurs craignent donc la poursuite du *bear market* BTC en 2026.

Graph. Le cycle des 4 ans du BTC



La Lettre Financière

Clause de non-responsabilité - Ce document et les informations qu'il contient ou y fait référence (le "document") sont fournis à titre informatif uniquement. Il ne constitue pas une sollicitation, une offre ou une recommandation d'achat ou de vente de titres, de placements collectifs ou de tout autre instrument financier, afin d'effectuer une transaction, de mettre en œuvre une stratégie particulière ou de conclure un acte juridique. Ce document ne fournit aucun conseil d'investissement, juridique, comptable ou fiscal. Il a été préparé sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur individuel et ne signifie donc pas que les produits, titres ou services discutés conviennent à tous les investisseurs. Son destinataire doit prendre ses décisions par lui-même quant à savoir si les produits, titres ou services évoqués dans ce document sont appropriés à ces besoins sur la base de son propre jugement et des conseils qu'il a jugés nécessaires. Tout destinataire doit s'assurer de manière indépendante qu'il comprend les produits, titres ou services mentionnés dans le présent document et les risques liés à l'exécution de ces transactions. Aucune responsabilité de Selvi & Cie SA ou de ses représentants ou sociétés affiliées ne saurait être engagée pour quelque perte que ce soit résultant de l'utilisation de ce document ou de son contenu ou découlant de toute autre manière de ce document. Selvi & Cie SA ne représente ni ne garantit l'exhaustivité ou l'exactitude de ce document ni ne s'engage à mettre à jour les informations contenues dans ce document.