

La Lettre Mensuelle



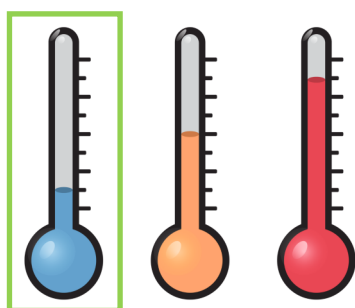
POINT DE SITUATION
TACTIQUE

FÉVRIER 2026

Panorama global

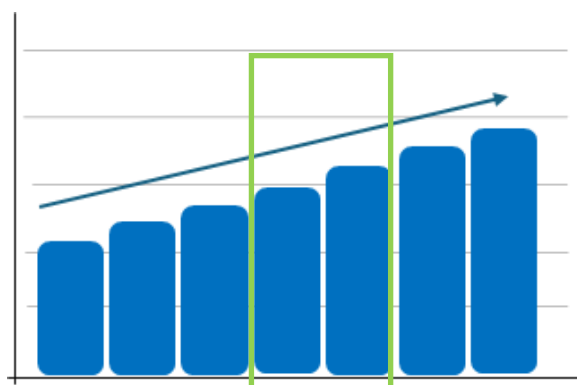
Conditions-cadres mondiales

Inflation dans les 6 prochains mois



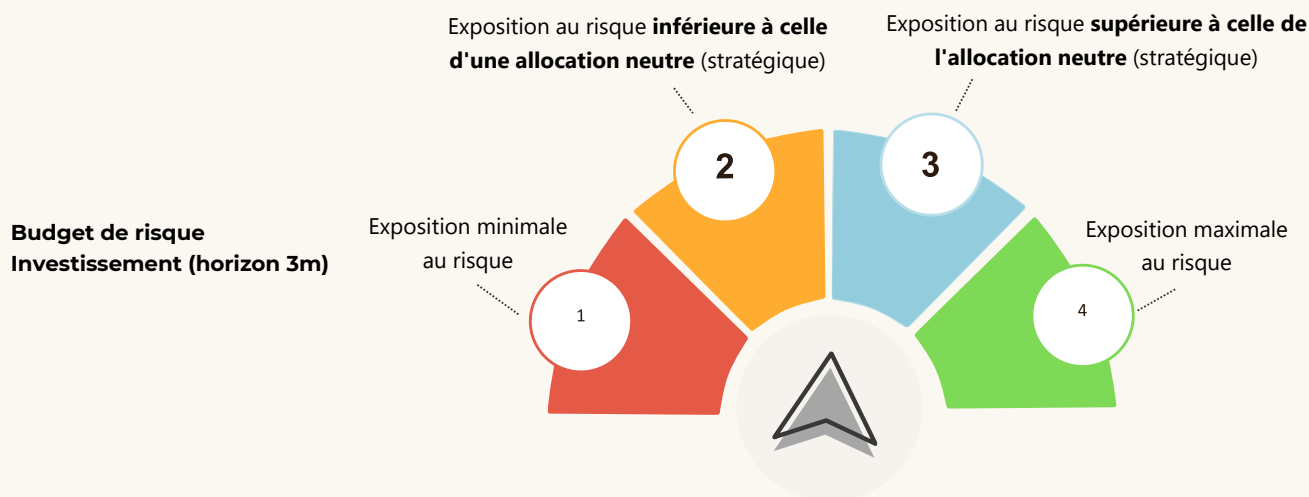
Position : en ligne avec les objectifs des banques centrales (hors Japon)
Tendance : décélération

Croissance économique dans les 6 prochains mois



Position : inférieure au potentiel à long terme
Tendance : stable

Vision global



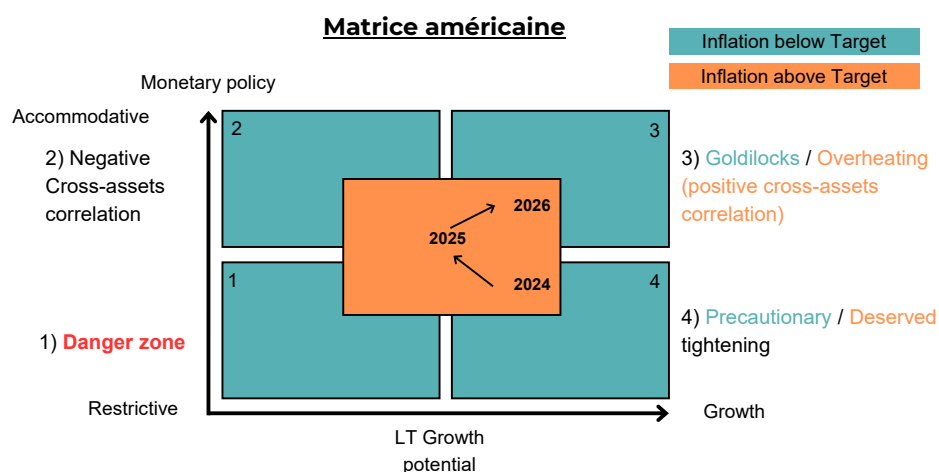
Contexte mondial

Macro - Perspectives cycliques

Les États-Unis sont le moteur de la reflation mondiale. La Cour suprême ne remettra pas cela en cause. L'administration Trump distribue des cadeaux (agriculteurs, immobilier résidentiel, cartes de crédit) avant les élections.

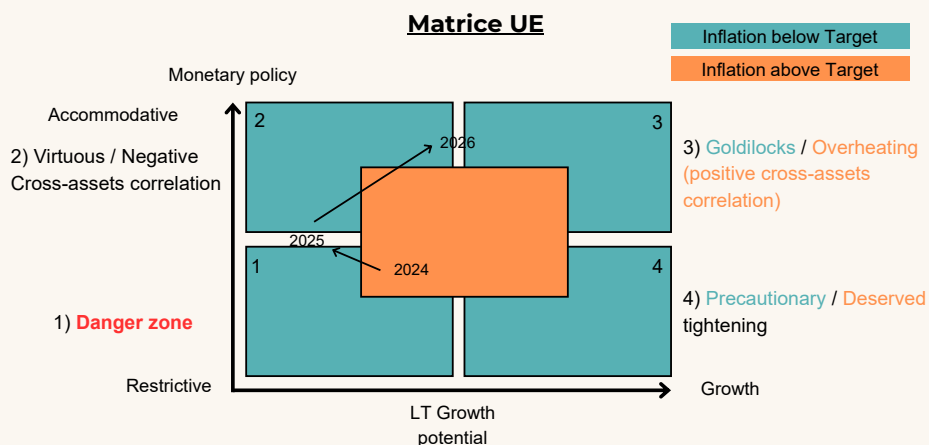
Pendant ce temps, le Japon et la Chine accélèrent. Dans l'UE et aux États-Unis, l'inflation restera modérée à court terme en raison des faibles prix du pétrole, de l'impact différé du « shelter » et de l'effet de base des droits de douane de 2025. Le Japon et la Chine ont des raisons différentes de s'inquiéter de l'évolution des prix.

- Croissance mondiale nominale forte avec des composantes régionales variables
- Une brève accalmie dans la hausse des prix



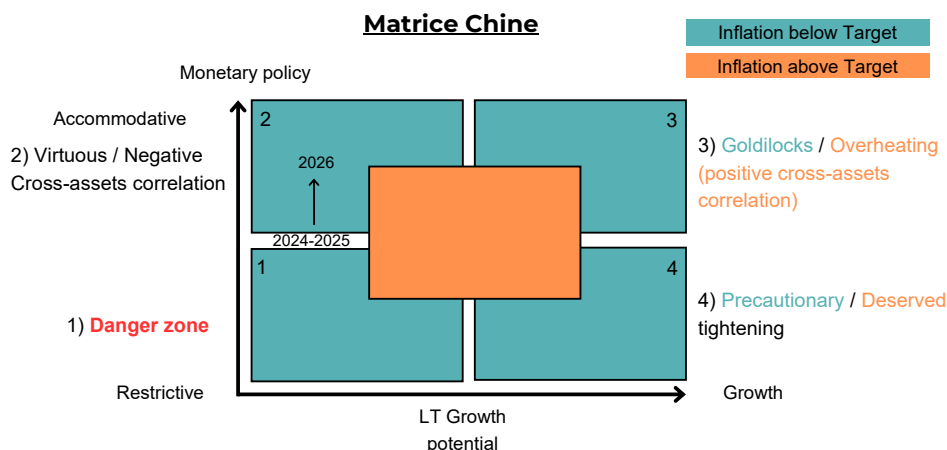
Les États-Unis connaîtront une croissance nominale supérieure à 5 % au premier semestre 2026, et encore plus au second semestre.

- Une forte croissance nominale associée à une Fed neutre à accommodante
- Probabilité significative d'une « surchauffe » du contexte d'investissement à partir du S2



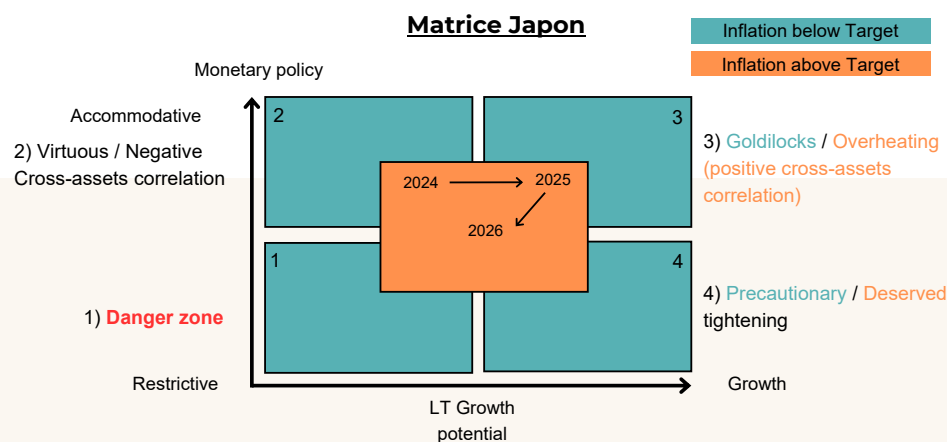
La croissance nominale de l'UE s'accélérera modérément en 2026, dépassant les 3 %. L'inflation dans l'UE restera inférieure ou proche de l'objectif de la banque centrale.

- BCE accommodante
- Contexte d'investissement dans l'UE : favorable, voire scénario « Goldilocks ».



L'activité chinoise devrait rester bien en deçà de son potentiel à long terme.

- La croissance nominale du PIB chinois pour 2026 est estimée à environ 5%.
- La PBoC se montre de plus en plus accommodante
- Sortie de la zone d'investissement dangereuse pour un paysage plus clément/favorable



La croissance nominale du Japon, supérieure à 3%, sera essentiellement tirée par une inflation persistante

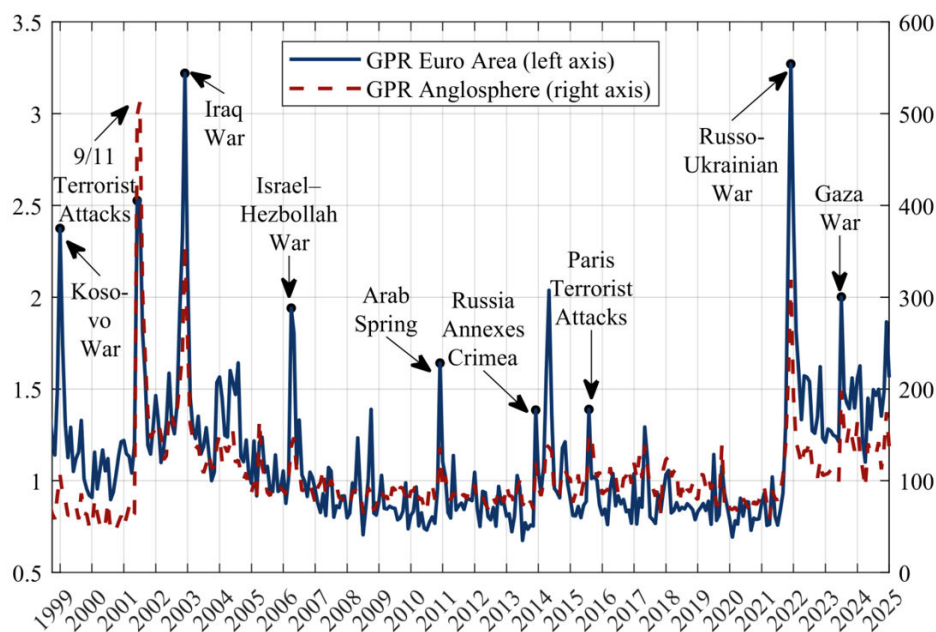
- En retard sur la courbe, la BoJ normalise à contrecœur
- Le contexte d'investissement restera agité et complexe

Géopolitique

Après le Venezuela, puis le Groenland et l'Iran, Trump continue de perturber le fragile équilibre des relations internationales. Sur le plan intérieur américain, 2026 sera sans aucun doute une année charnière avec les décisions de la Cour suprême, l'affaire Epstein et les élections de mi-mandat.

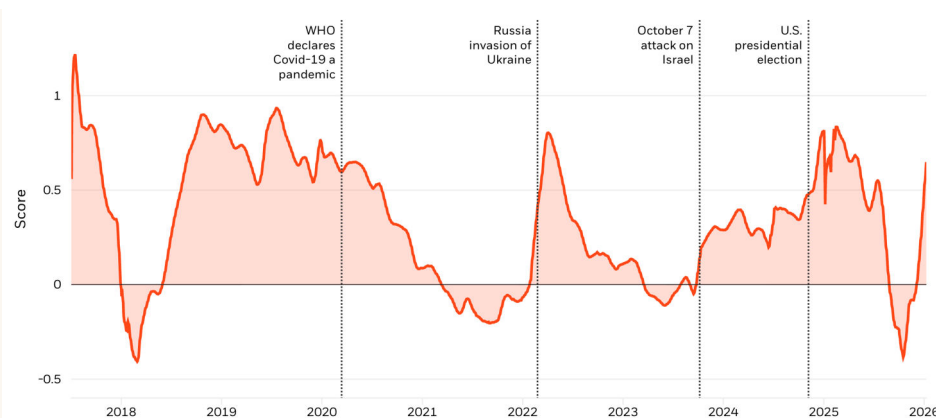
- La rencontre entre Trump et Xi en Chine en avril prochain s'annonce cruciale
- La politique américaine revient sur le devant de la scène avec force

Graphe. Indice GPR.



Récemment, les craintes se sont concentrées sur l'UE. Les niveaux relativement bas des indices GPR reflètent peu l'accélération des événements, tels (Venezuela, Groenland). Cela n'est pas surprenant en soi, compte tenu de leur méthodologie de construction. Néanmoins, cela reflète également une relative lassitude de l'opinion publique ou une complaisance des marchés financiers.

Global indicator



Graphe. BlackRock BGRI.

Le GPRI, plus réactif et volatil, reconnaît une réalité différente. Il constate la fin de la léthargie de 2025.

Il saisit notamment le risque d'une fracture institutionnelle possible aux États-Unis, qui a indéniablement refait surface (plus rapidement et plus fortement que prévu).

Liquidité mondiale

Malgré les fluctuations aux États-Unis, la production mondiale de liquidités est restée bien orientée. Mais des changements majeurs sont en cours au niveau du leadership pour les prochains trimestres, compte tenu des différents environnements macroéconomiques et politiques.

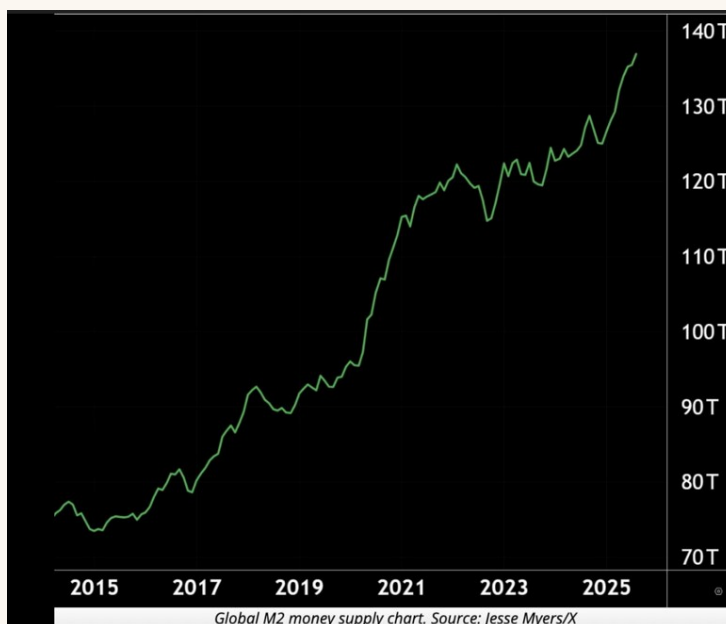
L'inévitable atterrissage en douceur de la liquidité mondiale au cours des prochains trimestres mettra progressivement à l'épreuve l'appétit pour le risque des investisseurs. En principe (...), une contraction réelle - préjudiciable aux marchés - n'est pas attendue avant 2027. Néanmoins, les chances d'un scénario aussi favorable ont récemment diminué.

Graphie. Liquidité de la Fed (transfrontalière).



Fin 2025, des facteurs techniques ont drainé la liquidité des gestionnaires d'actifs et des spéculateurs. Ce déficit a été comblé début 2026 par diverses mesures techniques et l'assouplissement de la réglementation bancaire. La fin prochaine du cycle d'assouplissement des taux directeurs américains et l'arrivée d'un nouveau président de la Fed rendent la tendance à court terme – S2 26 – plus incertaine.

Graphie. M2 Mondial.



Outre la faiblesse du dollar, l'augmentation de la liquidité globale est due à l'assouplissement progressif des conditions monétaires, à l'accélération du crédit bancaire et du secteur bancaire parallèle, ainsi qu'aux flux importants des investisseurs vers les actifs risqués. Le bloc dollar et le Japon ont adopté une politique expansionniste, la zone euro s'est montrée

prudente mais accommodante via le crédit, et la Chine a fait preuve de sélectivité. Attention aux changements !

Allocation tactique - perspective à 3 mois

« Il y a des décennies où rien ne se passe, et il y a des semaines où des décennies se passent. »

Ces dernières semaines, plusieurs chocs simultanés se sont produits. L'effondrement du yen et du marché des obligations d'État japonaises, des cryptoactifs, la publication du dossier Epstein, le Venezuela, etc. Puis l'éclatement de la mini-bulle des métaux précieux.

La Chine a également confirmé officiellement son désancrage de la zone USD et sa volonté d'élever le yuan au rang de monnaie de réserve internationale. La prochaine étape sera d'abandonner le « dirty peg » au profit d'un ancrage probablement flexible aux métaux précieux.

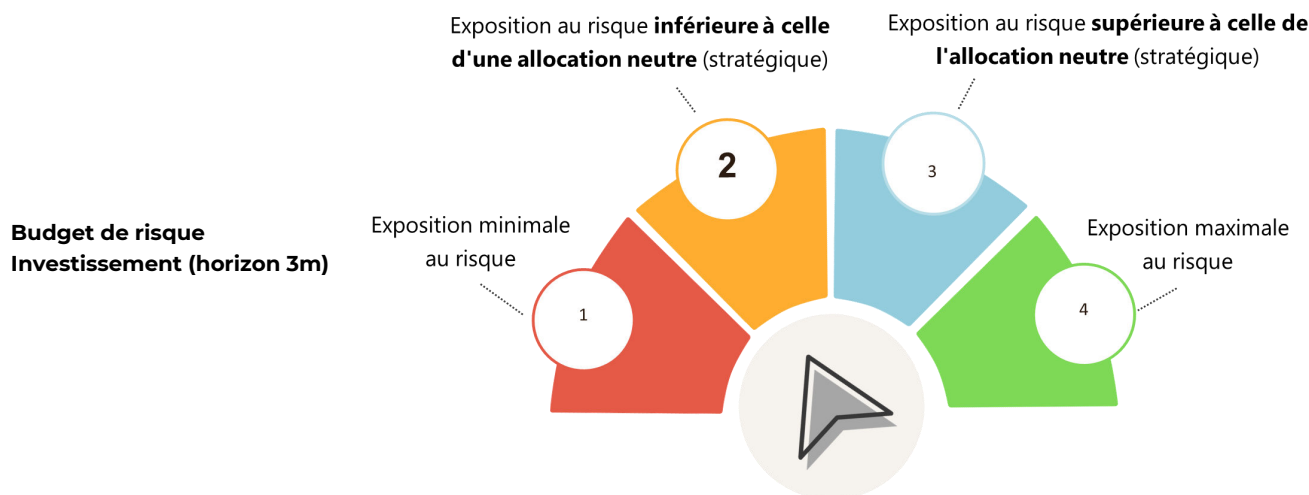
Tous ces facteurs sont étroitement liés, même si leur causalité exacte est difficile à cerner. Néanmoins, leurs répercussions sont mondiales et leur impact final impossible à évaluer pour l'instant.

Les décideurs mondiaux sont vigilants et déterminés à combler les lacunes à l'aide de leurs armes de prédilection : ingénierie financière, injections de liquidités et manœuvres réglementaires/comptables favorables.

Malgré une volatilité croissante, les marchés financiers resteront relativement porteurs à court terme, grâce à l'abondance des liquidités, à l'amélioration des perspectives économiques et à des taux d'intérêt américains à long terme relativement raisonnables. Cette situation prévaudra tant que les liquidités ne se contracteront pas, que l'inflation ne reprendra pas et que les institutions américaines resteront stables. À cet égard, la fin de l'année risque d'être nettement plus périlleuse.

- *Nous restons confiants et pleinement investis pour les trois prochains mois.*

Devises



Nouvelle année, même scénario.

Les marchés des changes ont été particulièrement volatils ces dernières semaines, sous l'effet d'une série de catalyseurs politiques et géopolitiques. Pourtant, le dollar a continué de s'affaiblir pendant la phase d'escalade, la phase de désescalade qui a suivi, et même après. Ce phénomène est manifeste dans le récent découplage entre le dollar et les taux courts, ainsi qu'avec la hausse des taux réels US à 10 ans, généralement associée à un dollar plus fort.

L'administration actuelle, comme l'illustrent les dernières déclarations de Trump, croit peut-être qu'une monnaie plus faible est positive pour la compétitivité des exportations US, mais elle ne doit pas négliger la compression des marges résultant de la hausse des coûts d'importation et de l'impact sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Cependant, l'approche imprévisible de Trump en matière de politique monétaire, notamment ses efforts pour faire pression sur la Fed même après la nomination de Kevin Warsh, sape la confiance dans le billet vert et amplifie la tendance. Ceci confirme que presque toute forme d'escalade géopolitique d'origine US tend à fragiliser le dollar et à accélérer sa dépréciation.

Un autre thème qui gagne du terrain est que les devises aux dynamiques budgétaires fragiles (USD, GBP, JPY) ont tendance à sous-performer lorsque la pente de la courbe des taux se raidit, comme l'illustre le Japon. Le positionnement explique en partie la réaction plus modérée de l'EUR/USD, Les investisseurs restant longs. Bien que ce positionnement massif puisse, marginalement, engendrer des risques asymétriques à court terme en faveur du dollar, ce n'est pas notre stratégie principale. Warsh va-t-il rassurer les investisseurs étrangers ?

Graphe. Des taux réels plus élevés ne sont plus synonymes d'un dollar plus fort.



Graphe. Le positionnement long sur l'EUR/USD est élevé, mais pas extrême.



Techniquement parlant, l'indice du dollar vient de franchir à la baisse un support majeur pour la première fois en 15 ans. Le marché n'est pas préparé à cela. Il faut garder à l'esprit que les cycles du dollar sont longs et amples. Le dernier cycle baissier du dollar a débuté en 2002 et s'est terminé en 2008, le dollar perdant plus de 40 % de sa valeur.

Graphe. Les cycles du dollar américain sont longs.



Les devises émergentes sont les grandes gagnantes.

Nous anticipons toujours une surperformance des devises émergentes ces prochains trimestres, notamment grâce au fort portage. La volatilité demeure faible. Les flux entrants vers les actifs émergents s'accroissent et soutiennent la demande de devises locales. De plus, les marchés ont fait preuve de résilience : le redressement rapide de l'appétit pour le risque

après les tensions géopolitiques liées au Venezuela et au Groenland souligne l'importance accordée aux fondamentaux et la tendance du marché à ignorer les perturbations géopolitiques passagères.

Graphique. Les devises émergentes ont encore un potentiel d'appréciation.

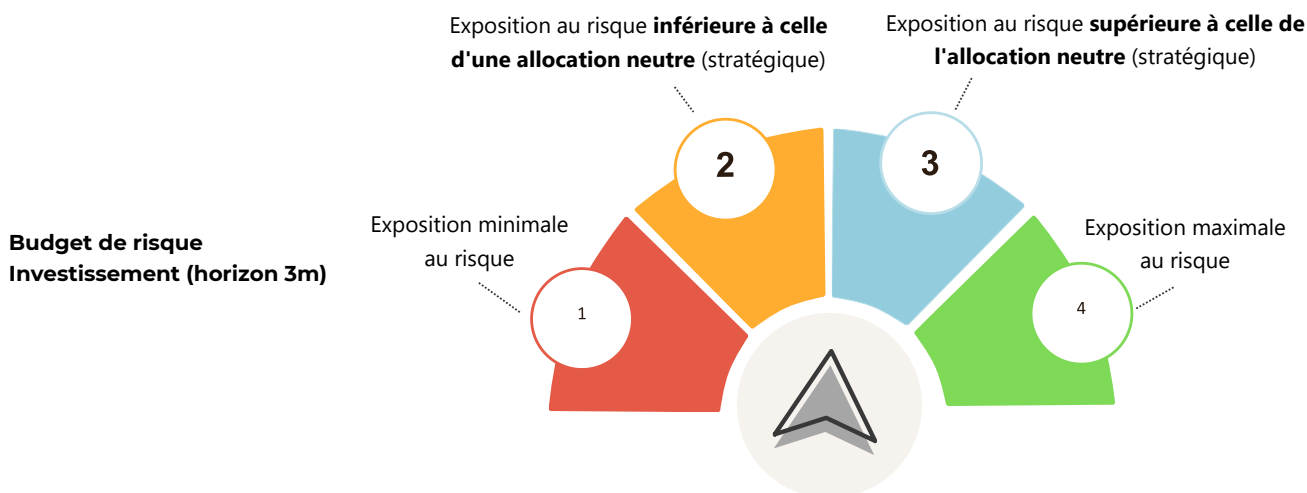


Xi souhaite donner au yuan un rôle plus central.

Ces dernières années ont mis en lumière certaines failles d'un système monétaire mondial dominé par le dollar. Malgré les nombreuses critiques formulées à l'encontre de la gestion par les États-Unis, déloger ce dernier exigerait de la Chine d'importants investissements/sacrifices. Elle devrait disposer d'une monnaie forte, largement utilisée dans le commerce international, les investissements et sur les marchés de changes, et jouissant du statut de monnaie de réserve mondiale. Cela implique un assouplissement de son contrôle strict sur les flux de capitaux entrants et sortants. Ce désir naît d'une volonté farouche de diversifier ses investissements hors du dollar, mais sans disposer d'actifs de qualité suffisante pour cette diversification.

- La part du yuan dans les réserves des pays émergents augmentera sans aucun doute du fait des impératifs de diversification et des tensions géopolitiques. Cela soutiendra le yuan.

Obligations



Un cocktail risqué se dessine.

Les perspectives d'une meilleure croissance économique US, conjuguées à une inflation intérieure persistante et à des conditions monétaires accommodantes, sont de mauvais augure pour les performances obligataires. Si la confiance des consommateurs a reculé à son plus bas niveau depuis 2014, la croissance US a généralement surpris positivement. L'attention se porte ailleurs.

La nomination de Kevin Warsh pour remplacer Powell à la tête de la Fed est une surprise partielle. Si l'on souhaitait une personne accommodante et raisonnable, Waller, qui s'était prononcé pour une baisse des taux lors de la dernière réunion, aurait été un meilleur choix. Si l'on souhaitait un profil nouveau, Rieder aurait apporté un regard neuf à la Fed. En règle générale, le président influence le consensus, lorsqu'il existe un équilibre entre les membres du comité. Par le passé, c'était plus facile car le président était un ancien membre du comité ou un centriste. Volcker, Draghi et Kuroda ont fait exception, ayant réussi à exercer une influence unilatérale significative sur la politique monétaire dès leur prise de fonction. Il s'agissait de cas rares. Par conséquent, l'influence de Warsh sera limitée, sauf en cas de nouveaux changements au sein du Conseil. C'est pourquoi le cas de Lisa Cook est si important. Si Waller et Bowman votent en se basant sur les données, que Barr et Jefferson restent neutres, et que Cook et Powell restent au Conseil des gouverneurs, cela limitera la capacité de Warsh à mettre en œuvre de nombreuses baisses de taux.

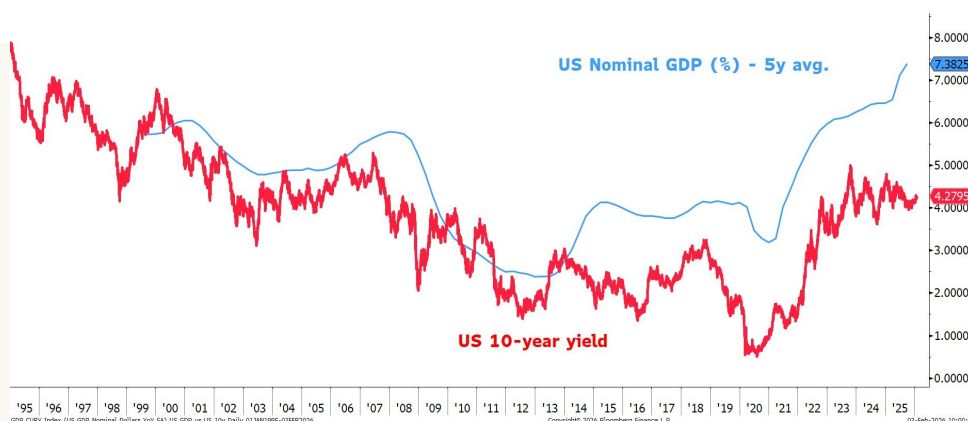
Au cours des 15 dernières années, Warsh s'est beaucoup exprimé sur la politique de la Fed. Il a mentionné des inquiétudes quant à la taille et à la composition du bilan de la Fed. Il a également remis en question le

recours à la communication prospective – qu’il juge excessive et source de confusion – ainsi que ce qu’il considère comme l’incapacité de la Fed à ancrer l’élaboration et la communication de sa politique monétaire sur des règles moins soumises à l’appréciation discrétionnaire de chaque réunion. Plus récemment, Warsh a plaidé en faveur d’un nouvel accord entre le Trésor et la Fed qui pourrait, à terme, fournir un cadre de collaboration entre les deux institutions – et potentiellement avec les agences de logement – afin de réduire la taille de son bilan. Ce point est important car la Fed accroît à nouveau son bilan par le biais d’achats de T-bills dans le cadre de la gestion des réserves. Un nouveau cadre pourrait également prévoir une modification progressive de la composition du bilan de la Fed, avec une réduction significative de la durée, comme avant la crise financière mondiale.

Sous la direction de Warsh, les gagnants seront les entreprises dotées de bilans solides, d’un important flux de trésorerie disponible, d’un pouvoir de fixation des prix et d’un faible endettement.

- En l’absence de faillite institutionnelle, il sera difficile pour Warsh d’opérer des changements radicaux et profonds dans sa politique monétaire.
- Des taux réels durablement élevés mettent rapidement en évidence les faiblesses des modèles économiques, accélérant ainsi la destruction créatrice.

Grphe. Les taux longs sont trop bas...



Grphe. ...en raison de conditions financières trop favorables.



Leçons du Brexit.

Outre le retour d'une politique tarifaire active, les changements fondamentaux aux États-Unis sont considérables. Leurs effets complets ne se feront probablement sentir que dans quelque temps. Le vote sur le Brexit en 2016 présente des similitudes frappantes avec la nouvelle économie US. Après ce vote, les investisseurs pensaient que l'impact serait mineur. Près de 10 ans plus tard, le Royaume-Uni peine à croître et sa politique budgétaire est tributaire d'un marché obligataire frileux. Il est peu probable que les États-Unis reproduisent ce schéma, mais... Le Brexit a fait croître les droits de douane jusqu'à 20%. Le taux tarifaire moyen des États-Unis s'élevait à 17,5% en octobre. Le Brexit était censé réduire l'immigration, mais la réalité a été tout autre. Cela a amputé la croissance potentielle de la production de 0,2pp par an. Aux États-Unis, la population immigrée est en déclin et la population non immigrée croît au rythme le plus faible depuis les années 1950. Les États-Unis et le Royaume-Uni affichent tous deux une dette publique supérieure à 100% du PIB et des déficits budgétaires de 5 à 6%. Aucun des 2 pays n'a encore trouvé de terrain d'entente politique pour s'attaquer à des trajectoires budgétaires insoutenables. Depuis 2020, la prime de terme US a fortement augmenté en raison de la situation budgétaire et d'une inflation persistante.

La croissance US a été supérieure à la moyenne de l'OCDE depuis 2010. Cependant, cette surperformance n'est pas innée. Du fait de son statut de monnaie de réserve, les États-Unis subissent moins de pression immédiate. Historiquement, la hausse des prix de l'or était associée à une baisse des taux US. La hausse du prix de l'or reflète, selon nous, les inquiétudes liées au niveau d'endettement et à la fragilisation des monnaies fiduciaires.

- Les similitudes entre les conséquences du Brexit et les US sont significatives.

Une période prolongée de taux d'intérêt stables de la BCE.

Si la présidente Lagarde a déclaré en début d'année que l'incertitude était de retour, elle a également qualifié les évolutions récentes de prévisibles. La croissance européenne s'est accélérée en fin d'année, faisant preuve d'une résilience remarquable malgré un contexte d'incertitude important. Bien que les données PMI récentes n'aient pas été spectaculaires, elles indiquent une croissance continue. L'inflation globale est revenue à son objectif, mais la BCE reste quelque peu préoccupée par la rigidité de l'inflation des services. La BCE a souligné que des écarts temporaires par rapport à l'objectif d'inflation n'entraînent pas de réaction de politique monétaire.

Bien que les marchés anticipent une légère baisse des taux cette année, la BCE devrait maintenir ses taux à leurs niveaux actuels. Nous n'anticipons pas de hausse avant 2027. Les taux européens devraient rester stables.

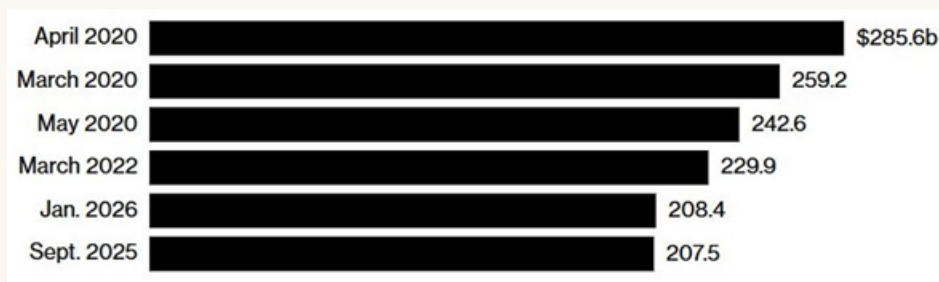
Crédit. Garder son calme et engranger le carry.

L'appétit des investisseurs pour les émetteurs IG reste fort malgré des semaines volatiles. Leurs spreads ont chuté à leur plus bas niveau depuis le début du siècle. Les investisseurs privilégient les obligations d'entreprises aux bons du Trésor. Le spread des obligations IG US s'établit à 73pbs, son niveau le plus bas depuis juin 1998. La demande demeure robuste, même les niveaux sont historiquement bas. Si certaines entreprises US ont brièvement reporté leurs projets de levée de fonds, le marché obligataire a rapidement repris son cours normal.

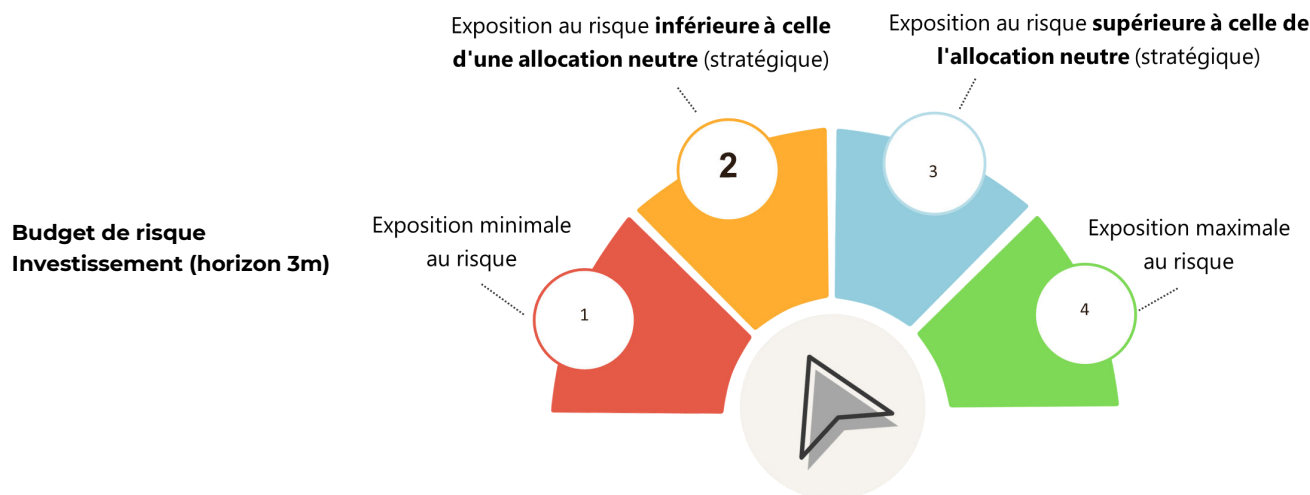
En janvier, les émissions d'obligations IG US ont battu des records, dépassant les 200 milliards. Cette forte hausse fait suite à une année 2025 historique. La forte demande est alimentée par le développement de l'intelligence artificielle. Ces ventes record sont soutenues par une forte demande, les taux US restant élevés par rapport aux niveaux d'après la crise financière. Le rendement global demeure attractif malgré des spreads extrêmement faibles. Les investisseurs recherchent du rendement. Ils sont particulièrement attractifs pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui recherchent bloquer des taux à long terme. Le resserrement des spreads reflète également la conviction que la dette publique américaine devient un placement plus risqué en raison de la politique erratique de l'administration Trump.

Les spreads de crédit sont serrés, mais la qualité de l'État sur lequel ils sont indexés s'est dégradée. Les fondamentaux des entreprises restent très solides, tandis que du côté de l'État, les dépenses publiques ne cessent d'augmenter.

Graphe. Les émissions obligataires de janvier sont les 5èmes plus importantes de l'histoire..



Actions



Saisonnalité défavorable en février dans un puissant *bull market*.

Le monde semble devenir fou : Venezuela (kidnapping de Maduro), Groenland (attaque contre les alliés historiques), Iran (armada US massive), Cuba, ICE, WEF à Davos, Fed, Epstein, OTAN, menaces permanentes de Trump sur des droits de douane supplémentaires comme 100% des taxes sur les produits canadiens en cas d'accords commerciaux avec la Chine, Conseil de la paix pour remplacer l'ONU, Ukraine, Gaza Riviera, accords de libre-échange UE-Amérique latine, UE-Inde, explosion à la hausse des prix des métaux précieux et chute dramatique, chute des cryptos,

La liste est longue et sans fin. La faute à Trump qui applique à la lettre la stratégie de Steve Bannon, « Inonder la zone » consistant à capter l'attention des médias, à désorienter ses adversaires et à détourner l'attention du public des informations indésirables en diffusant rapidement une grande quantité d'informations d'actualité aux médias.

A court terme, la saisonnalité en février est défavorable pour les bourses, d'autant plus que l'on est dans une hausse de 10 mois consécutifs, une série plutôt rare. Donc une prudence, mais contrariée par des indicateurs favorables de momentum (MACD, RSI, Bollinger) et de sentiment des investisseurs qui ne sont pas dans des zones d'excès.

Les fondamentaux qui influencent les bourses sont favorables : une économie résiliente, une croissance des profits des sociétés en 2026, des plans fiscaux (US, Japon, Allemagne), des politiques pro-business dans les Amériques, une inflation stable et une Fed qui devrait baisser son taux de référence cet été avec l'arrivée du nouveau président Kevin Warsh.

Les récentes données économiques américaines étaient bonnes avec des *soft data* manufacturiers dépassant les 50 (>50 = expansion de l'économie) et même largement pour l'ISM Nouvelles Commandes (New Orders) passant de 47.7 à 57.1 en janvier. En 2025, la progression du PIB de l'Union européenne a été de 1.5% malgré les droits de douane de Trump et les problèmes politiques français, avec une amélioration des investissements en Allemagne. Les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne ont d'importants plans budgétaires.

On aime ou on n'aime pas Trump, mais il met une pression maximale avant des négociations (commerce, Groenland, Venezuela et peut-être Iran) pour arriver au final à un résultat qui lui convient, sans déclencher une guerre ni peser sur la croissance économique globale. Il revient toujours un peu en arrière (droits de douane, menaces militaires); il semble être conscient des lignes rouges. N'oublions pas que Trump et son cercle proche (négociateurs, administration américaine) sont des milliardaires et des hommes d'affaires. Trump veut gérer le monde comme dans les affaires. Son Conseil de la paix, en lieu et place de l'ONU, veut régler les problèmes du monde (commerce, géopolitique) grâce à l'arbitrage privé et non plus selon le droit international. Il est vrai que l'ONU ne règle pas les problèmes du monde avec son Conseil de sécurité obsolète, dominé par 5 membres permanents avec leurs droits de veto, une organisation datant de 1945 et ne correspondant plus (depuis longtemps) aux rapports des forces géopolitiques et commerciaux actuels. D'ailleurs, Trump l'a dit : « Sa seule limite est sa moralité et son esprit. Pas le droit international. » Il veut stopper la guerre d'Ukraine et vider Gaza des Palestiniens pour reconstruire et faire des affaires immobilières.

On entre dans un monde pro-croissance, pro-business, d'où notre optimisme sur la poursuite d'un *mega bull market*. A court terme, cette agressivité américaine a un coût : baisse de 30% des touristes canadiens et européens vers les Etats-Unis, sous-performance des actions américaines, réduction des actifs américains auprès des investisseurs européens et canadiens avec le trade « Sell America », pour les Occidentaux, perte de confiance envers les Etats-Unis et préférence de l'or par rapport au dollar.

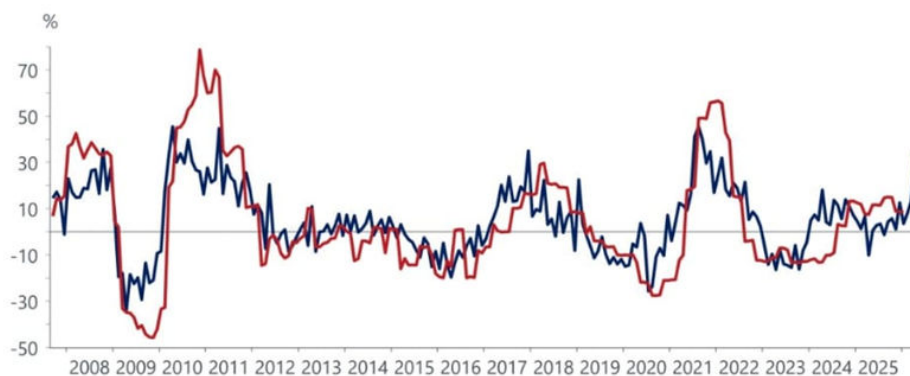
Le « Sell America trade » n'est pas seulement un mouvement anti-Trump, c'est aussi la préférence nationale dans un monde nouveau dans les relations internationales et commerciales. La belle phrase du général de Gaulle prend tout son sens aujourd'hui : « Les Etats n'ont pas d'amis, ils n'ont que des intérêts ».

Après un démarrage poussif, les résultats des sociétés du S&P 500 du 4T25 sont bons avec une progression des profits de 11.9% contre +8.3% estimé début janvier. Pour 2026, ils sont attendus en hausse de 15%. En Europe, les profits du Stoxx 600 au 4T25 sont supérieurs aux estimations. Pour 2026, les analystes escomptent une amélioration graduelle pour finir avec un +14% au 4T26 et +7% en 2026.

Nous surpondérons la zone émergente. L'Amérique latine profite du boom des matières premières et des élections de partis de droite pro-business et pro-réformes. Si Trump réussit la transition politique au Venezuela, cela pourrait amener une source supplémentaire de croissance et de stabilité sur le continent. Il y a aussi l'accord de libre-échange conclu entre l'Amérique latine et l'UE. L'Asie profite des avancées technologiques, de l'IA, de la forte demande pour les semiconducteurs et de la demande pour les équipements militaires. L'Inde et l'UE ont conclu un accord de libre-échange et Trump vient d'abaisser les droits de douane pour l'Inde de 50% à 18% en raison de l'arrêt des importations indiennes de pétrole russe.

Korean exports and EM EPS growth

— MSCI EM historical EPS y/y — Korea exports y/y, 6-months advanced



Graphique. L'économie coréenne est considérée comme un proxy de l'économie mondiale en raison de la part importante de ses exportations. La hausse des exportations coréennes (ligne bleue) préfigure l'expansion des profits des sociétés du MSCI Emergents (ligne rouge).

En termes sectoriels, nous favorisons toujours l'industrie, la défense, les mines et métaux, l'énergie, la production d'électricité et la technologie.

Trump voudrait passer le budget de la défense de \$950 milliards à \$1'500 milliards. Pour cela, il faudrait produire beaucoup plus d'équipements militaires quitte à interdire la distribution de dividendes et les rachats d'actions pour les sociétés de la défense afin de garder leur potentiel financier pour produire.

Pour réduire la dépendance envers la Chine, Trump veut dépenser \$12 milliards, initiative « Project Vault », pour constituer des stocks en métaux critiques et terres rares pour les entreprises américaines, en particulier pour le secteur automobile et de la technologie. D'ailleurs, les Etats-Unis ont opté pour des prises de participations dans diverses sociétés minières américaines. Les terres rares sont l'une des obsessions de Donald Trump pour des questions de sécurité nationale; le Groenland en fait les frais.

Ces achats et financements illustrent la nouvelle politique industrielle de Donald Trump, celle d'un capitalisme d'Etat assumé qui vise à piloter les secteurs stratégiques autrement que par des subventions ou des réglementations. En août, l'Etat avait acquis 10% du capital d'Intel. Trump est un propriétaire immobilier; il doit donc posséder des biens immobiliers,

des terrains et des entreprises. C'est comme pour le Groenland : il ne veut pas être locataire, il veut un acte de propriété.

Le secteur financier est favorisé par la pente de la courbe des taux, un environnement macro et micro favorable et une dérégulation du secteur bancaire aux Etats-Unis.

La reconstruction de l'Ukraine. L'opportunité de la décennie ? Après 4 années de guerre, un plan de paix semble se dessiner. Les Ukrainiens négocient leur sécurité avec les Américains et les Américains y voient des opportunités d'affaires concentrées dans la reconstruction des bâtiments, les infrastructures routières, maritimes, aéroportuaires, énergétiques et la défense. L'Ukraine est devenu un modèle dans l'innovation technologique de la défense.

Les opportunités vont se présenter pour les entreprises américaines, mais aussi européennes. L'Autriche a toujours eu une relation privilégiée avec l'Europe de l'Est. Toutefois, on ne connaît pas le contenu du plan de paix et quelle sera la part du « gâteau » pour les entreprises américaines. La reconstruction est estimée à \$600 milliards sur les 10 prochaines années. Selon des rumeurs, les Américains pourraient prendre en dollars jusqu'à 50% du marché de la reconstruction.

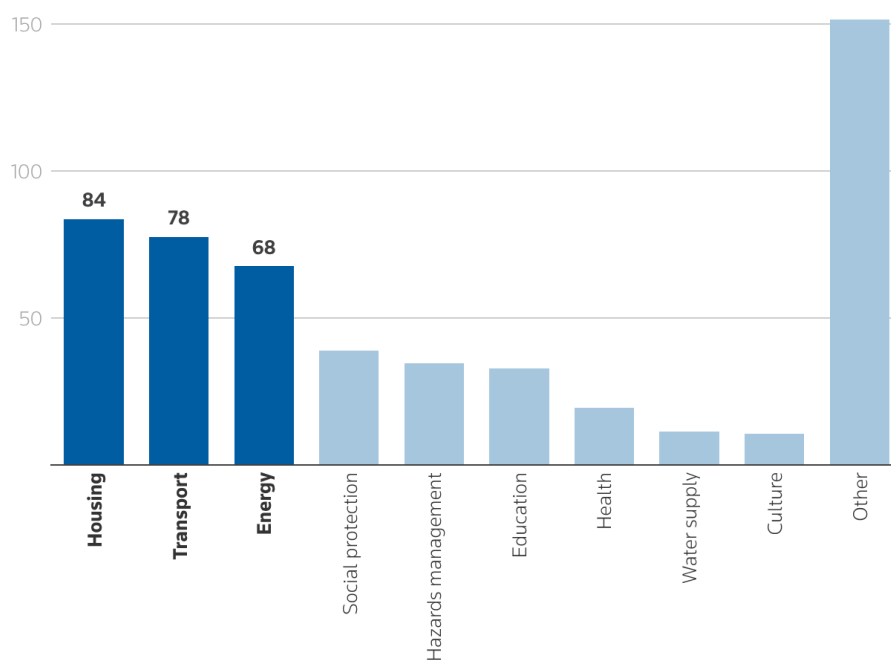
L'Ukraine va chercher à reconstruire un système énergétique résilient à de futures attaques potentielles russes.

En anticipation à la reconstruction de l'Ukraine, les prix des actions des valeurs concernés sont déjà montées en bourse en 2025. Les sociétés les plus souvent citées sont :

- Autriche : Raiffeisen International (banque), Erste Bank, Vienna Insurance, Uniqa Insurance, Strabag (construction), Wienerberg (matériaux de construction), Porr (ingénierie civil).
- Allemagne : Heidelberg Materials (ciment), Ferrexpo (fer, acier), Siemens Energy (infrastructure énergétique), Rheinmetall (défense).
- Suisse : ABB (énergie et automation), Holcim (ciment), Sika (matériaux de construction).
- France : Saint-Gobain (matériaux de construction), Schneider (produits électriques), Vinci (construction, énergie), Dassault Aviation (défense).
- Espagne : Ferrovial (transport ferroviaire) avec sa filiale Budimex en Pologne, Acciona (énergie renouvelable)
- Autres : CRH (ciment), ArcelorMittal (acier).
- US : Johnson Controls (solutions pour le bâtiment), Carrier Global, Palantir.

Estimated Ukraine reconstruction needs by category

U.S. dollars (bln)



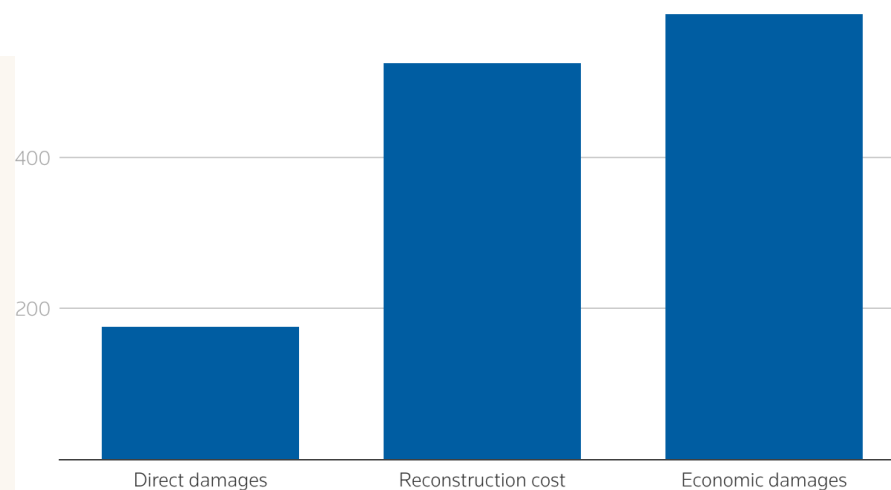
Graphique. Coût de la reconstruction ukrainienne.

As of year-end 2024

World Bank

Estimated damages to Ukraine since 2022 due to the Russian invasion

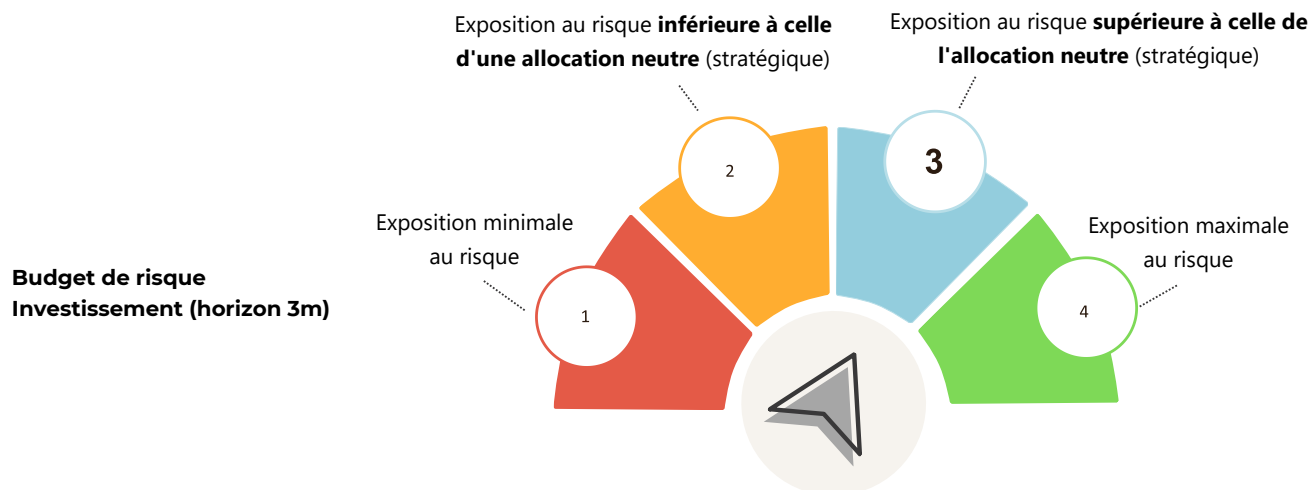
U.S. dollars (bln)



As of year-end 2024

World Bank

Investissements alternatifs



La phase corrective de court terme de l'or et de l'argent ne remet pas en question les perspectives haussières de long terme.

Les investisseurs ont été choqués par la forte correction (intra-day) des prix de l'or et de l'argent en 3 jours (du 29 janvier au 2 février) : -21% pour l'or et -42% pour l'argent. La pire baisse intra-journalière depuis 1980. Mais nous ne sommes pas étonnés. Nous avons donné un préavis de tempête le 27 janvier, signalant une exagération haussière à court terme et une situation technique très surachetée.

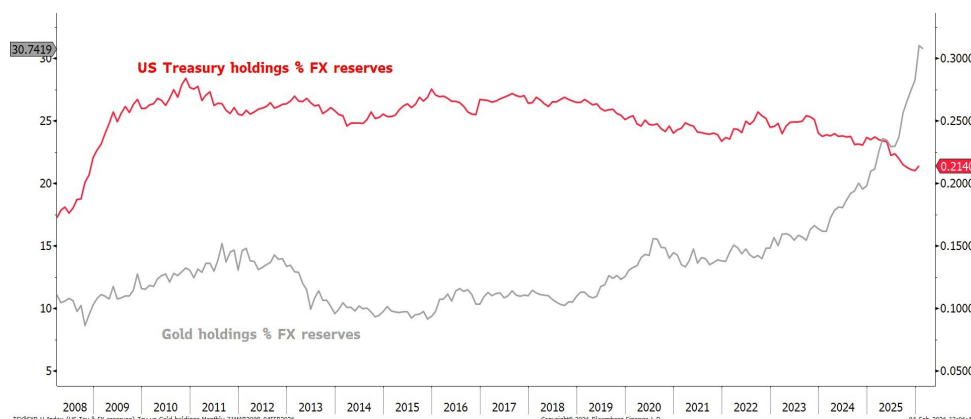
Pour une correction ou un rallye, il faut toujours un facteur déclencheur - trigger - et cela a été la nomination du futur nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, qui a soulagé les marchés financiers vis-à-vis de l'indépendance de la Fed.

Le court terme reste incertain, avec de la volatilité, car il est encore nécessaire de sortir de la zone technique surachetée.

Mais à moyen-long terme, les métaux précieux, l'or en particulier en raison de son caractère d'actif financier quasi exclusif, alors que l'argent a une composante industrielle importante, sont attractifs. Le risque est la soumission de la politique monétaire à la politique économique de l'administration américaine. Qui serait très mauvaise pour le dollar à long terme. Donc bon pour l'or.

La dédollarisation est un processus important structurel parmi les banques centrales, émergentes en particulier, qui ont réduit leurs obligations du Trésor US pour acheter de l'or.

Graphe. Globalement, l'or surplante les obligations du Trésor US dans les réserves des banques centrales. Ce sont essentiellement les banques centrales des pays émergents qui augmentent la part de l'or.



Le choc de l'or pourrait venir de Chine. Pékin accélère ses ventes de dettes américaines et renforce ses achats d'or pour soutenir un yuan adossé à l'or, visant un nouveau statut monétaire mondial. La stratégie monétaire de Chine s'oriente vers une transformation profonde de l'équilibre financier mondial. En renforçant massivement ses réserves d'or tout en allégeant son exposition à la dette américaine, Pékin prépare le terrain à une nouvelle architecture monétaire centrée sur un yuan adossé à l'or. Cette évolution marque un tournant discret mais structurant pour les marchés internationaux. Pour cela, la PBoC va devoir poursuivre ses achats d'or.

Selon l'institut World Gold, la PBoC détient 2'306 tonnes d'or, soit 8.6% de ses réserves étrangères, un pourcentage faible comparé à la moyenne mondiale de 22%. L'économie chinoise, mesurée en PIB nominal, représente 64 % de celle des États-Unis. Appliquer ce ratio aux réserves américaines (8 133,5 tonnes) signifierait que les réserves d'or de la Chine devraient atteindre 5 205 tonnes, soit plus du double de la quantité actuelle. Si la Chine devient la première économie mondiale dans les prochaines décennies, ses réserves d'or devraient dépasser 8 000 tonnes. Mais le processus d'achat d'or par la PBoC est lent.

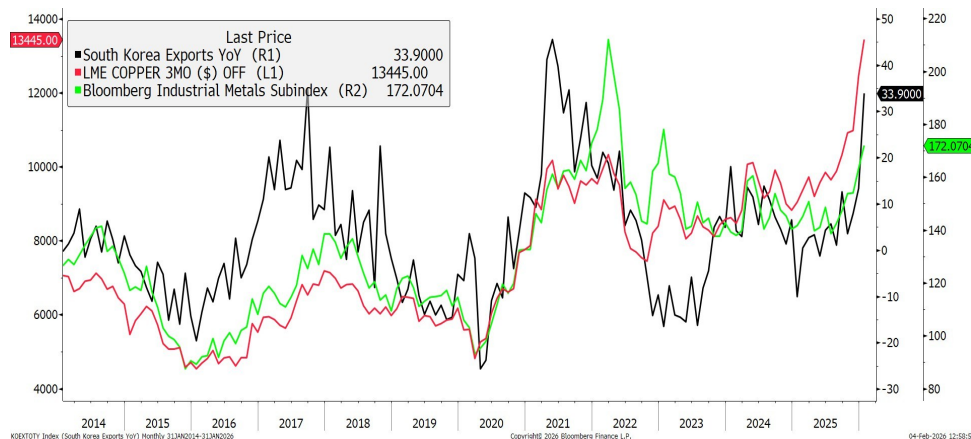
A court terme, on reste patient pour profiter d'opportunités d'achat dans les prochaines semaines. Mais notre positionnement tactique baissier est à risque, car les défis du monde sont nombreux et dangereux, dont les tensions actuelles entre les États-Unis et l'Iran. Nous sommes haussiers fondamentalement et plus prudents tactiquement.

Métaux industriels, terres rares et sécurité nationale.

Les métaux industriels et les terres rares sont au centre du jeu géopolitique global. Trump s'en donne les moyens en prenant des participations dans des sociétés minières, en lançant l'initiative « Project Vault » consistant à créer un stock national en métaux industriels et terres rares au service des sociétés américaines dans la défense, l'automobile et la technologie, et en s'intéressant de près à certains pays comme la Groenland et l'Ukraine, riches en métaux critiques et terres rares.

La demande va croître avec la bonne santé de l'économie globale, l'IA, la défense, l'électrification et la rénovation des réseaux électriques. Nous surpondérons le secteur Mines & Métaux dans une économie globale résiliente.

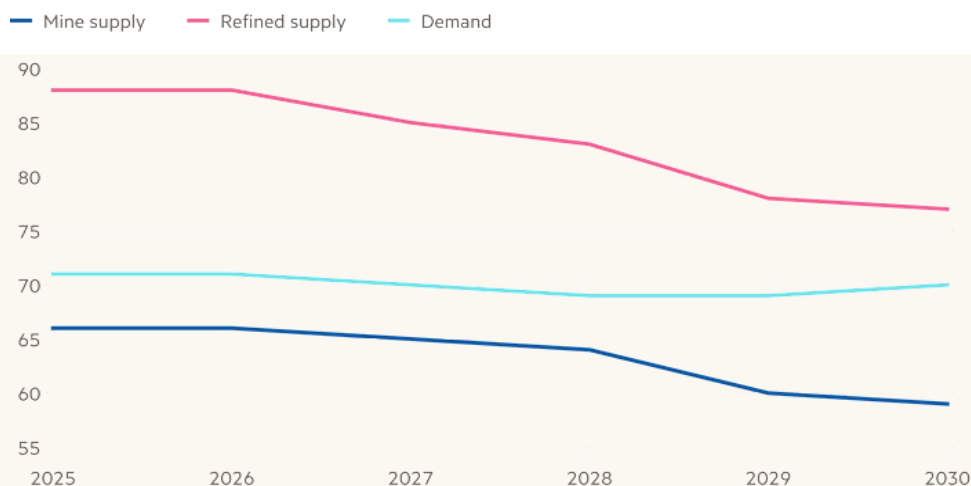
Grphe. Les prix des métaux industriels suivent la hausse des exportations coréennes, proxy de la santé de l'économie globale.



La Chine domine largement l'exploitation et le raffinage des terres rares, mais les projets se multiplient aux Etats-Unis, en Europe, en Afrique et en Australie. La position dominante chinoise va s'éroder.

China's control of the rare earths market may erode

Beijing's control, % of global supply/demand



Source: Project Blue

Le boom des matières premières sera complet avec la hausse des prix du pétrole.

Il y a quelques semaines, nous avons passé le secteur de l'énergie en surpondérer. Si Trump réussit la transition politique au Venezuela, les compagnies pétrolières américaines devraient en bénéficier; les équipementiers Schlumberger et Halliburton aussi. Le Venezuela aux « ordres » de Trump est plutôt un facteur de baisse des prix pétroliers.

Notre recommandation d'achat se base sur les tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et l'Iran et l'importance de cette région dans les flux

de production et commerciaux. Une guerre se traduirait par une forte hausse des prix du pétrole, au-delà des \$150 le baril. On privilégierait les compagnies pétrolières américaines.

Dans un marché où l'offre est bien supérieure à la demande, un accord entre Trump et les mollahs se traduirait par une chute des cours du brut, mais nous privilégions pour le moment une approche défensive.

La chute des cryptos.

Les perspectives haussières de 2025 avec des objectifs au-delà des \$200'000 pour le bitcoin sont bien lointaines avec une chute de 50% en 4 mois.

Depuis juin 2025, les cryptos n'ont pas suivi l'or, ni le Nasdaq ni la hausse des liquidités globales. Elles n'ont pas rempli leur rôle d'actif de diversification, ni de protection contre un risque économique et monétaire, ni d'un actif-refuge face à la géopolitique (Groenland, Venezuela, Iran).

Les investisseurs se posent des questions sur la fonction des cryptos. Le bitcoin, est-il toujours considéré comme de l'or digital ou un actif valable pour des réserves stratégique d'un Etat ? Les cryptomonnaies, seront-elles utilisées comme véritable moyen de paiement ?

La régulation américaine tarde; le *shutdown* automnal de 2025 du gouvernement américain n'est plus une excuse. Le marché a peur des ventes forcées venant de sociétés ayant investi massivement dans le bitcoin, comme Strategy ou Metaplanet.

Pour le moment, les fondamentaux absents sur les cryptos, le marché se reporte donc sur l'analyse technique, qui est mauvaise : le support des \$74'000 a été cassé facilement et le prochain support se situe entre \$52'000-50'000. Le support critique est à \$48'800, avec le scénario catastrophe d'une cassure à la baisse vers les \$16'000.

Tout est très négatif sur les cryptomonnaies. Le marché voit le pire. Le passé montre que c'est dans ces moments qu'on est proche du fond. Point positif, on n'observe pas de sorties massives de l'iShares Bitcoin Trust ETF par les investisseurs individuels.

On reste malgré tout prudent dans l'attente de quelques bonnes nouvelles fondamentales.

La Lettre Mensuelle

POINT DE SITUATION TACTIQUE

FÉVRIER 2026

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.

www.selvi.ch