

# La Lettre Mensuelle



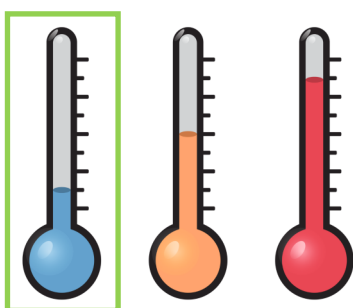
**POINT DE SITUATION  
TACTIQUE**

MARS 2026

# Panorama global

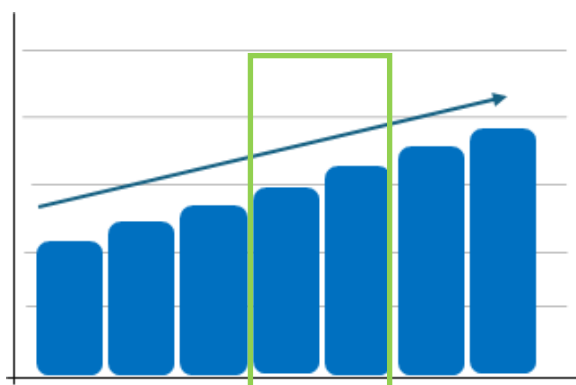
## Conditions-cadres mondiales

**Inflation dans les 6 prochains mois**



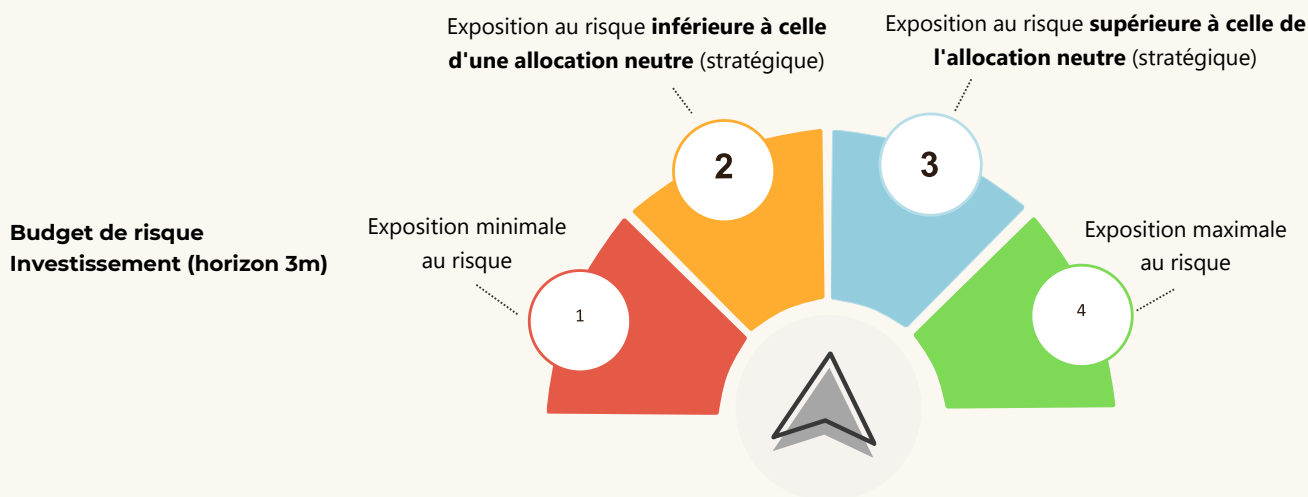
Position : en ligne avec les objectifs des banques centrales (hors Japon)  
Tendance : décélération

**Croissance économique dans les 6 prochains mois**



Position : inférieur au potentiel à long terme  
Tendance : stable

## Vision global

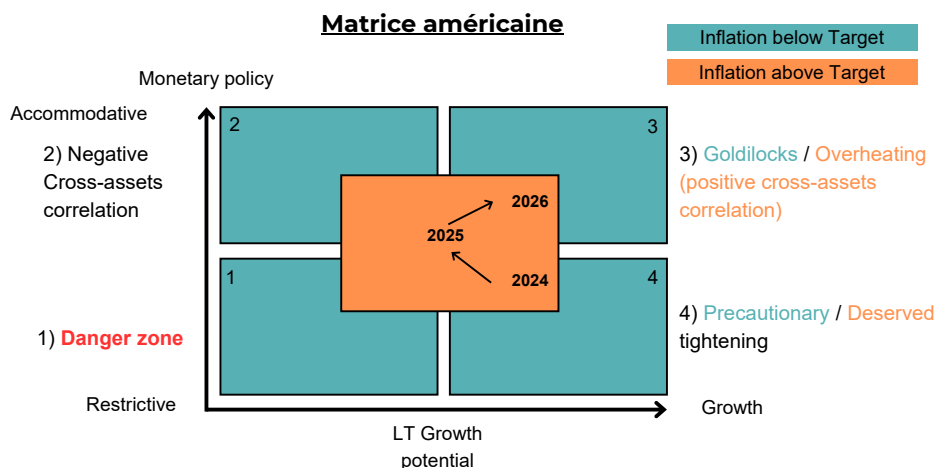


### Perspectives macroéconomiques et conjoncturelles

La décision de la Cour suprême américaine est un événement macro marginal : léger soutien à la croissance, légère baisse de l'inflation, amélioration modérée du pouvoir d'achat. Le plus grand « cadeau » revient à la Chine, à plusieurs pays émergents d'Asie, à l'UE et à une partie de l'Amérique latine.

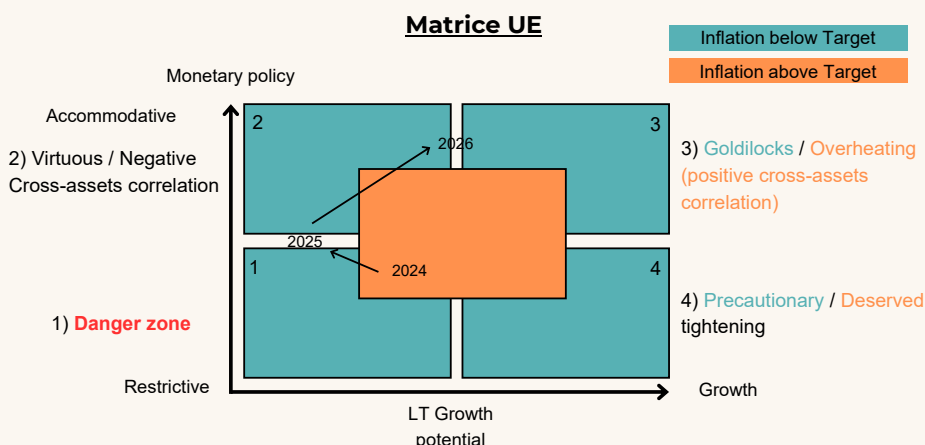
Les États-Unis seront le moteur de la reflation mondiale. Après ses élections, le Japon reste attaché à l'« Abenomics », mais avec plus de courage en matière de relance budgétaire et d'investissements stratégiques.

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



Les États-Unis connaîtront une croissance nominale solide de plus de 5 % en 2026.

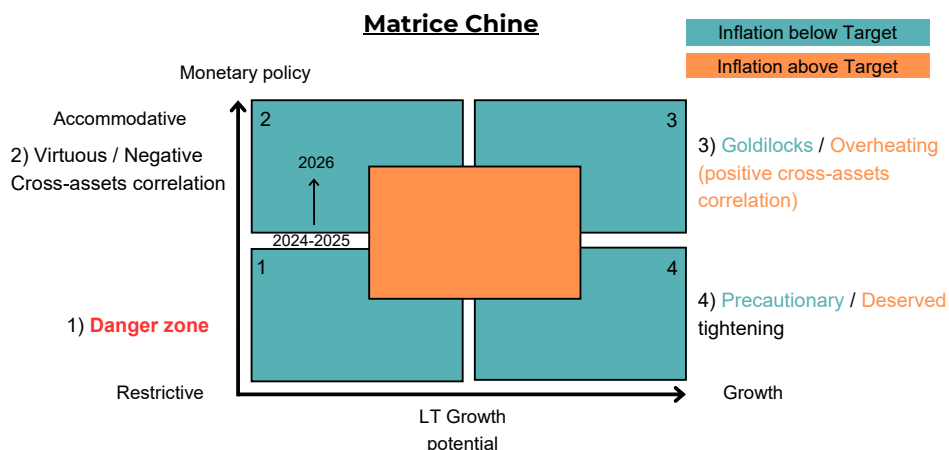
- Une croissance nominale élevée associée à une Fed neutre à accommodante
- Probabilité non négligeable d'une « surchauffe » du marché de l'investissement à partir du second semestre



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

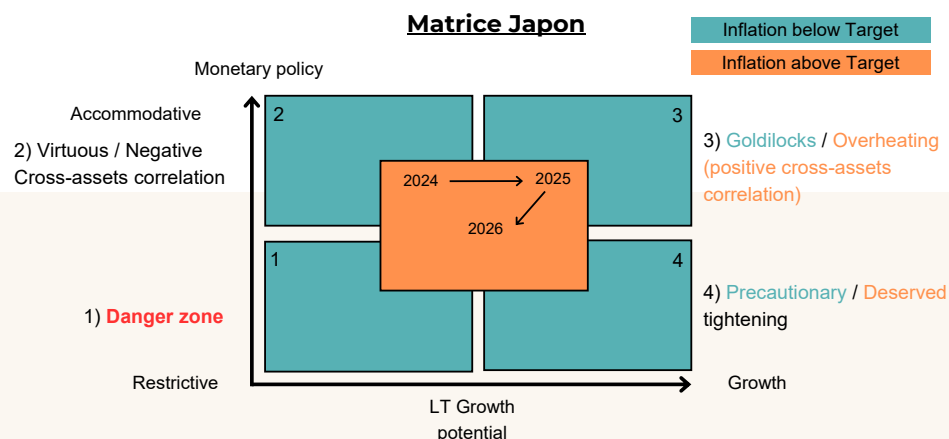
- BCE accommodante
- Paysage d'investissement de l'UE : favorable à un scénario « Goldilocks ».



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 paysage de l'investissement restera mouvementé et complexe.

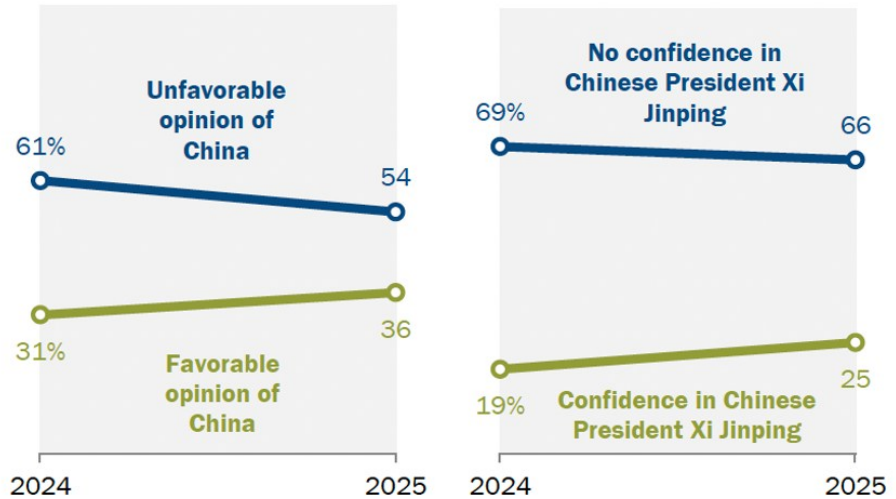
## Géopolitique

L'année dernière, l'embargo provisoire de la Chine sur les terres rares avait démontré les vulnérabilités des États-Unis (aimants pour la défense, etc.). De même, en matière de commerce mondial, le pouvoir de l'administration Trump de contraindre ses « partenaires » a été sérieusement affaibli par la dernière décision de la Cour suprême.

Le Canada rassemble habilement et activement les « puissances moyennes ». Leur ascension progressive représente un défi supplémentaire important pour Trump et son projet d'hégémonie continentale (doctrine Monroe 2.0).

Sur le plan intérieur, le soutien indéfectible du Parti républicain à Trump commence à vaciller à l'approche des élections de mi-mandat. Surveillez le facteur pétrolier, qui pourrait faire son retour dans les mois à venir.

- ⇒ Les États-Unis perdent du terrain face à la Chine.
- ⇒ Les puissances moyennes gagnent en importance.
- ⇒ La politique américaine revient sur le devant de la scène avec force.



Graphe. Centre de recherche PEW.

Note: Percentages are medians based on 25 countries surveyed in both 2024 and 2025.  
 Source: Spring 2025 Global Attitudes Survey.  
 "International Views of China Turn Slightly More Positive"

L'opinion sur la Chine s'est améliorée depuis le début du deuxième mandat de Trump.

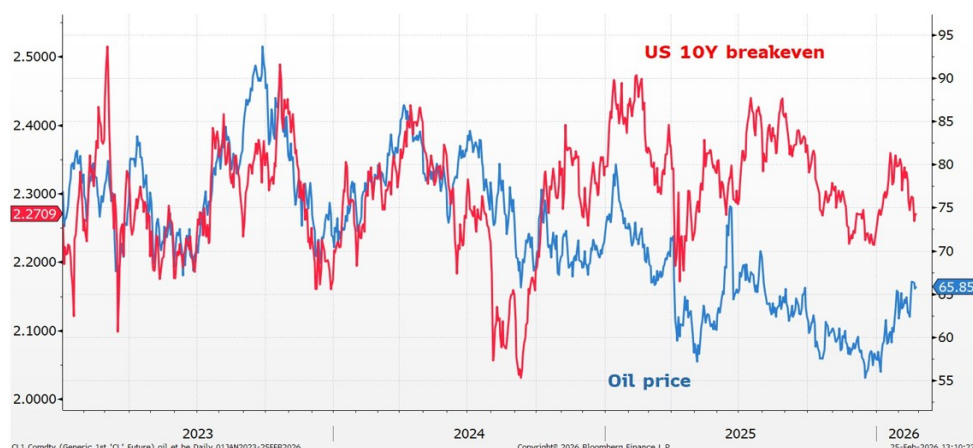
### Established and rising middle powers, 2024

| Established Middle Powers | Rising Middle Powers |
|---------------------------|----------------------|
| Australia                 | UAE                  |
| Brazil                    | Poland               |
| Canada                    | Türkiye              |
| Spain                     | Mexico               |
| Netherlands               | Indonesia            |
| South Korea               | Israel               |
| Saudi Arabia              | Ukraine              |
| Belgium                   |                      |
| Sweden                    |                      |

Graphe. La fragmentation s'accroît.

Les puissances moyennes, qu'elles soient issues des pays émergents (Sud global) ou des pays dits riches, progressent. Cela se ressent dans de nombreux domaines tels que l'économie, la défense et le soft power / l'influence (politique).

Grphe. Liquidité de la Fed (transfrontalière).



Jusqu'au début de l'année 2025, les fluctuations du prix du pétrole dictaient les anticipations inflationnistes aux États-Unis. Cette relation s'est affaiblie ces derniers mois, et un fossé inhabituel est apparu. Ces dernières semaines, les marchés obligataires ont même ignoré le rebond des prix du pétrole. Pour combien de temps ?

### Liquidité mondiale

Suite à la décision de la Cour suprême américaine sur les droits de douane et à la victoire de Takaichi au Japon en février, peu de changements notables sont attendus au 2e et 3e trimestre 2026. Néanmoins, l'arrivée du nouveau président de la Fed doit être suivie de près. L'UE reste la plus restrictive des grandes régions. La nouvelle inconnue est la Chine et la question de savoir si elle bénéficiera réellement de la baisse des droits de douane. Si l'impact négatif de la « guerre commerciale 2.0 » est moins grave que prévu, Pékin aura plus de marge de manœuvre pour être moins accommodante (moins de baisses des taux et des réserves obligatoires).

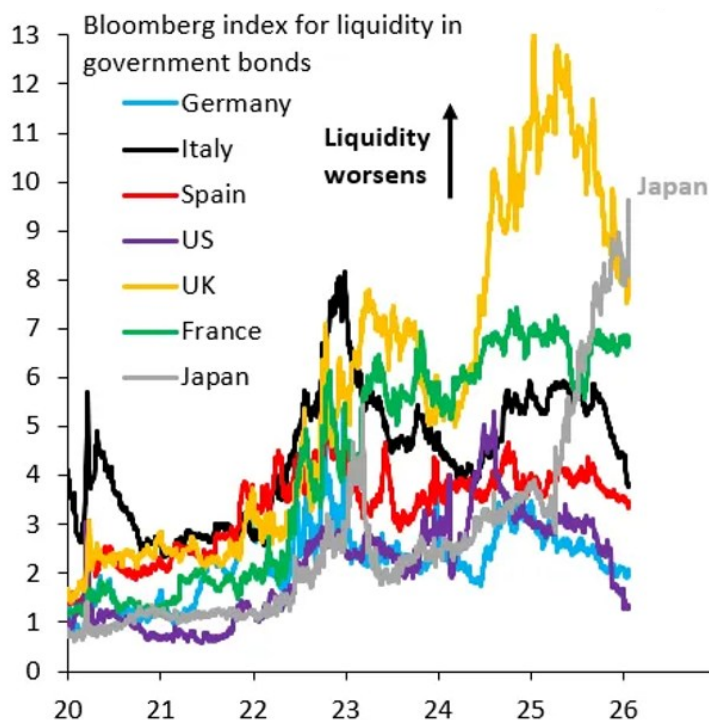
- ⇒ L'idée d'un « atterrissage en douceur de la liquidité » reste d'actualité.
- ⇒ Mais les fat tails / risques extrêmes augmentent.

Grphe. Conditions financières aux États-Unis.



La tendance favorable des conditions financières aux États-Unis confirme que la liquidité intérieure américaine est actuellement abondante.

Le principal risque idiosyncratique pour la liquidité en dollars à partir de fin 2026 n'est pas seulement le niveau des fonds fédéraux, mais aussi un éventuel programme Warsh de réduction accélérée du bilan.



Graphie. Attention à la détérioration de la liquidité des JGB.

Un deuxième risque systémique lié à la liquidité réside dans une normalisation trop rapide de la politique monétaire de la BoJ (yen fort, JGB > 2%), qui pourrait déclencher un dénouement massif du carry trade sur le yen et une forte contraction de la liquidité mondiale.

Le marché des obligations souveraines en JPY est également en pleine révolte. Le déni du gouvernement quant à l'existence d'un problème structurel de la dette pourrait entraîner des pics de volatilité et un rapatriement des capitaux, provoquant une évaporation de la liquidité mondiale.

### Allocation tactique - perspective à 3 mois

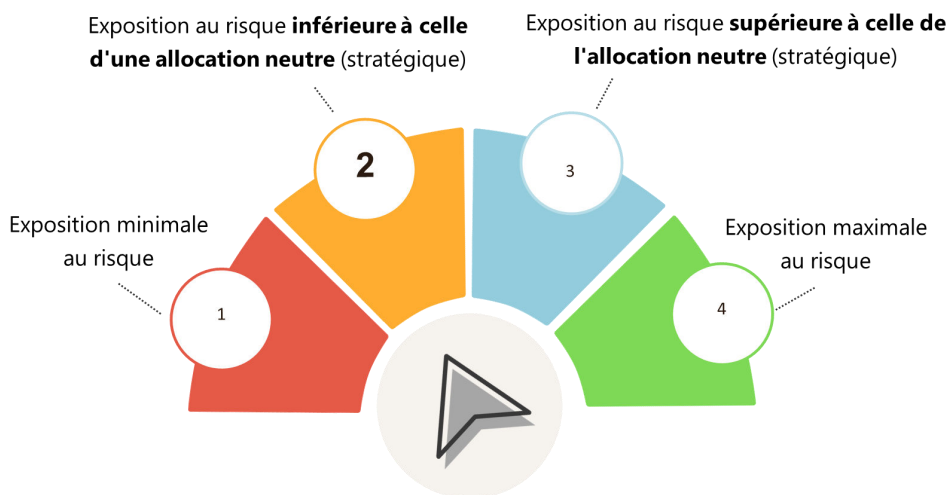
Ces dernières semaines, plusieurs mini-chocs se sont produits simultanément. Si aucun de ces facteurs n'est susceptible de déclencher une récession ou une hausse dangereuse des rendements obligataires, il est évident qu'ils augmentent la probabilité d'une hausse généralisée de la volatilité et d'un manque d'orientation des principaux actifs financiers.

Les turbulences actuelles sur les marchés américains du crédit privé et des CLO ne sont pas non plus systémiques. À ce stade, la probabilité qu'elles provoquent une crise financière grave est faible. Tant que la liquidité ne se contracte pas, que l'inflation ne repart pas à la hausse et que les institutions américaines restent stables, un environnement d'investissement relativement favorable prévaudra.

⇒ Nous restons pleinement investis pour les trois prochains mois.

## Devises

**Budget de risque  
Investissement (horizon 3m)**



Le DXY reste contraint par sa moyenne mobile à 50 jours, un niveau qu'il n'a pas réussi à franchir depuis début janvier 2026. L'incertitude s'accroît à nouveau, le risque de politique monétaire demeure son principal frein. L'USD est tiraillé entre 2 forces : la résilience de l'économie US et la réduction des attentes de baisse de taux de la Fed à court terme qui le soutiennent, tandis que la multiplication des inquiétudes liées à la politique monétaire le tire vers le bas. Le contexte politique est devenu plus défavorable au dollar. La Fed devrait poursuivre ses baisses de taux, et la perspective d'une Fed sous influence introduit une prime de risque de crédibilité. Cette situation survient alors même que la politique budgétaire reste désorganisée. Même la hausse des taux nominaux et la pentification de la courbe des taux n'ont pas apporté de soutien réel au dollar.

Si les anticipations d'inflation longues restent ancrées, les dernières données montrent que les pressions inflationnistes persistent. Cela a incité la Fed à adopter un ton plus prudent, ses membres semblant réticents à une baisse trop rapide des taux. Une telle position restrictive constitue généralement un soutien solide au dollar. Les tensions géopolitiques contribuent également à une volatilité accrue, les marchés suivant l'évolution de la situation entre les États-Unis et l'Iran. Le pétrole a atteint de nouveaux sommets annuels, créant un équilibre délicat pour une présidence défendant la prévention de nouveaux conflits et une forte présence internationale. La politique commerciale n'a pas non plus contribué à clarifier la situation. En temps normal, des droits de douane plus élevés alimenteraient le discours sur l'inflation et soutiendraient le dollar, mais le marché accueille les annonces récentes avec une certaine prudence. Les revirements, l'imprévisibilité et le simple fait que ces mesures mettent du temps à se répercuter sur le système ont atténué l'impact sur le marché des changes.

- Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les indicateurs de valorisation traditionnels paraissent moins fiables.
- Trop de forces concurrentes (politiques, flux et contexte politique) s'exercent simultanément. Si la Fed continue de baisser ses taux et que les différentiels se resserrent, un dollar plus faible serait logique.

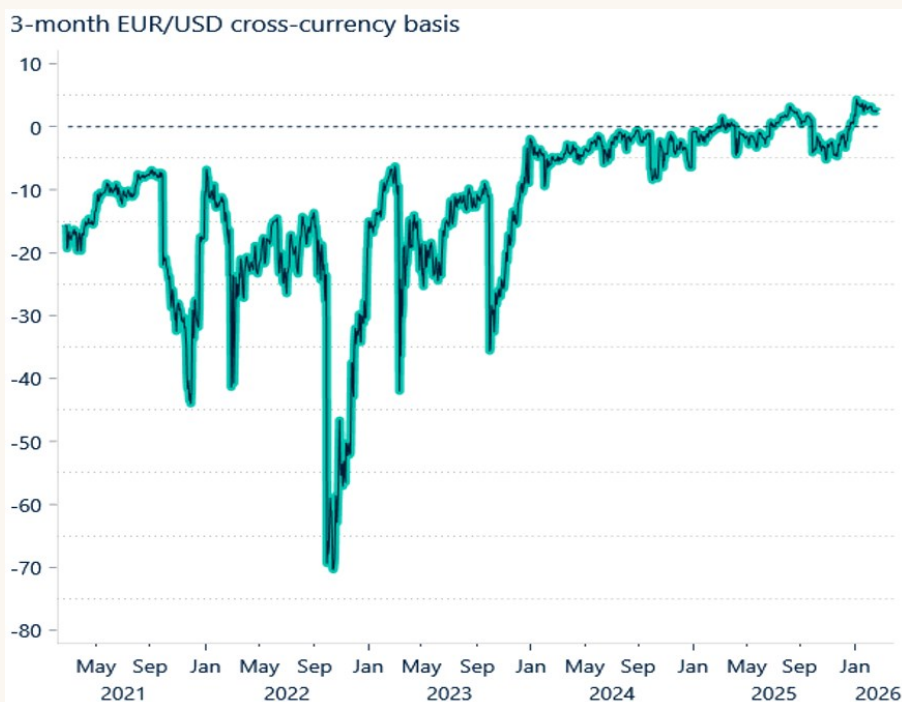
Graphe. Réduction de l'extrême pessimisme sur l'USD. Un bon point pour nous.



### Relations commerciales US-EU plus floues

L'incertitude tarifaire soutient l'EUR. Chaque baisse de l'EUR/USD depuis Liberation Day en avril dernier a été faible et de courte durée. La baisse de l'EUR amorcée fin janvier semble également s'essouffler. Un indicateur de la demande sur le marché des changes montre que l'USD se négocie avec une décote proche de son plus haut niveau par rapport à l'EUR depuis plus de 5 ans, signe d'un appétit moindre pour le billet vert et d'un appétit accru pour la monnaie unique.

Graphe. L'indicateur de la demande d'euros est proche de son plus haut niveau en cinq ans.



Sur le plan macroéconomique, la question est maintenant de savoir si l'Allemagne entre enfin dans la phase de reprise cyclique tant attendue. L'indice IFO a bondi en février à son plus haut niveau depuis l'été dernier ;

les composantes actuelles et anticipées se sont améliorées simultanément, signalant un climat plus favorable. Le message est clair : la reprise est alimentée par le soutien budgétaire, notamment dans les secteurs de la défense et des infrastructures, et se traduit désormais par une amélioration des carnets de commandes et une baisse des stocks. Cette dynamique soutiendra structurellement l'EUR.

- L'EUR fluctue autour de sa moyenne mobile à 50 jours, un support clé.

### Une Banque du Japon dépendante des données économiques

Le yen est de nouveau sous pression, la Première ministre Takaichi étant inquiète face à de nouvelles hausses de taux. Le conseil des gouverneurs de la BoJ a accueilli 2 nouveaux membres, des universitaires aux convictions réflationnistes. L'équilibre global entre politique monétaire restrictive et restrictive devrait légèrement pencher du côté accommodant, mais il est peu probable qu'il évolue significativement. En raison de la faiblesse de la demande et de la nécessité de maintenir une croissance nominale autour de 3% pour assurer la viabilité des finances publiques, la BoJ dispose d'une marge de manœuvre limitée pour relever ses taux cette année. Une hausse de taux dans les prochains mois, alors que l'inflation devrait fortement ralentir, est improbable. Nous anticipons une nouvelle hausse de 25pbps cette année. Un retour à une croissance solide, supérieure au potentiel, et/ou une reprise de la dépréciation durable du yen sont nécessaires pour justifier une politique plus restrictive.

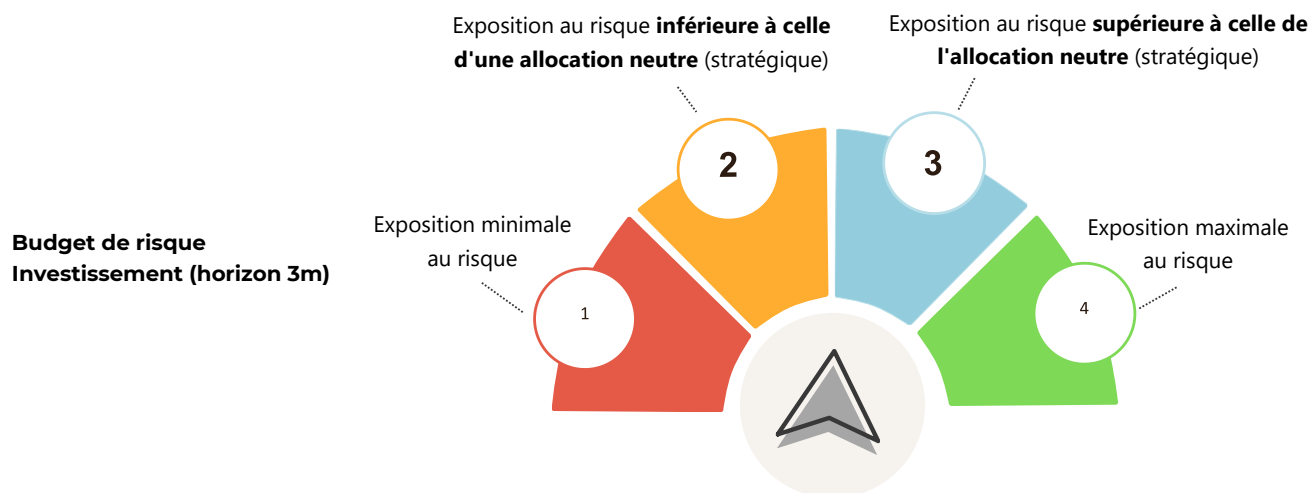
- La conjoncture domestique est compatible avec une désinflation progressive. Une hausse de taux interviendra au S2.

### Ne pas lutter contre la tendance

Historiquement, le yuan s'affaiblit ou consolide après le Nouvel An chinois, mais il s'est au contraire renforcé. Sa force est soutenue par des entrées de capitaux plus importantes et une augmentation de la conversion des revenus en devises étrangères. Les avoirs étrangers en actions chinoises ont augmenté. La balance des paiements a enregistré des entrées record de 42 milliards de dollars au T3 2025. Il s'agit d'un revirement majeur après les sorties de capitaux persistantes. La Chine devrait bénéficier de la décision de la Cour suprême US. Selon Global Trade Alert, le taux tarifaire moyen passera de 36,8% à 29,7%. Le président Trump se rendra en Chine fin mars. Dans son discours sur l'état de l'Union, il n'a pas mentionné la Chine, indiquant que les relations resteront stables. L'écart entre le taux de change fixé et les attentes du marché a atteint un niveau un record de 610pips. Les autorités tentent de freiner le renforcement du yuan. La question de savoir si les autorités souhaitent recourir à des mesures plus radicales pour soutenir la croissance sera éclaircie lors de l'Assemblée nationale populaire le 5 mars, où sera défini le programme pour les 5 prochaines années.

- Nous anticipons une nouvelle appréciation du yuan.

## Obligations



Kevin Warsh sera le prochain patron de la Fed. Son influence sur la politique monétaire reste encore largement incertaine, mais certains points ressortent de ses dernières déclarations.

Parmi eux, son malaise face au QE, un processus qui devrait toutefois être long et progressif.

À court terme, il faut s'attendre à moins de transparence, de communication et d'indications de la part des membres de la Fed. Son point fort réside dans sa conception d'une politique monétaire fondée sur des convictions. Il a été clair : il affiche un optimisme certain, porté par les gains de productivité liés à l'IA et aux politiques de l'administration Trump. La croissance US devrait être soutenue, avec un risque d'inflation limité, permettant de baisser les taux. À long terme, la question est de savoir si l'économie peut croître plus rapidement sans générer de pressions inflationnistes. Certaines données récentes vont dans ce sens. Outre le gain de productivité de l'IA, la pénurie de main-d'œuvre pourrait inciter les entreprises à augmenter la productivité de leurs employés, tandis que les droits de douane et la faiblesse du dollar stimuleraient la compétitivité.

Nous partageons cet optimisme quant aux perspectives économiques US, soutenues par l'assouplissement budgétaire et monétaire. Nous anticipons encore 3 baisses de taux cette année. Si cela peut paraître incohérent, cela s'explique par une fonction de réaction de la Fed plus accommodante, révélée ces derniers mois. L'assouplissement de la politique monétaire de la Fed ces 18 derniers mois semble en contradiction avec les relations historiques. La fonction de réaction historique suggèrerait une hausse ou un statu quo des taux. Le FOMC a récemment démontré sa grande ouverture à un assouplissement malgré une inflation élevée. Elle interprète le niveau d'inflation actuel de la manière la plus optimiste possible. L'objectif d'une inflation de 2% semble se maintenir.

Un réajustement de la fonction de réaction, aligné sur la trajectoire récente de la Fed et ses projections, aboutit à une fonction de réaction plus accommodante, même sans effet Warsh. Selon les prévisions de la Fed, la marge de manœuvre est importante pour poursuivre l'assouplissement. La persistance de l'inflation freine cet assouplissement à court terme, mais le taux directeur implicite converge vers 3,0% d'ici la fin de l'année.

Concernant le bilan, un scénario probable de l'effet Warsh serait un bilan plus neutre. La Fed raccourcira la maturité de son portefeuille, afin de se rapprocher des niveaux d'avant 2008. La solution la plus évidente consiste à convertir la dette arrivant à échéance en T-bills. Une vente massive d'obligations semble improbable, elle entraînerait une pression haussière inacceptable sur les taux, compte tenu du vaste programme de refinancement en cours. La Fed détenait 691 milliards d'obligations arrivant à échéance en 2026.

### Fed holdings have a strong long-term tilt



Source: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

### Fed Treasury holdings historically low



Source: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Trump a fait de l'accessibilité au logement un pilier de son programme. Il souhaite des taux hypothécaires plus bas. Réduire purement et simplement le bilan de la Fed exercerait une pression haussière sur les taux et, par conséquent, sur les taux hypothécaires. Il y a là une incohérence fondamentale. Warsh souhaite une Fed moins présente sur le marché des obligations d'État, afin d'encourager la discipline budgétaire et, pour faire baisser les taux.

- La politique de conviction de Warsh exerce une pression à la baisse sur les taux.
- Nous privilégions toujours une exposition aux échéances courtes et moyennes.

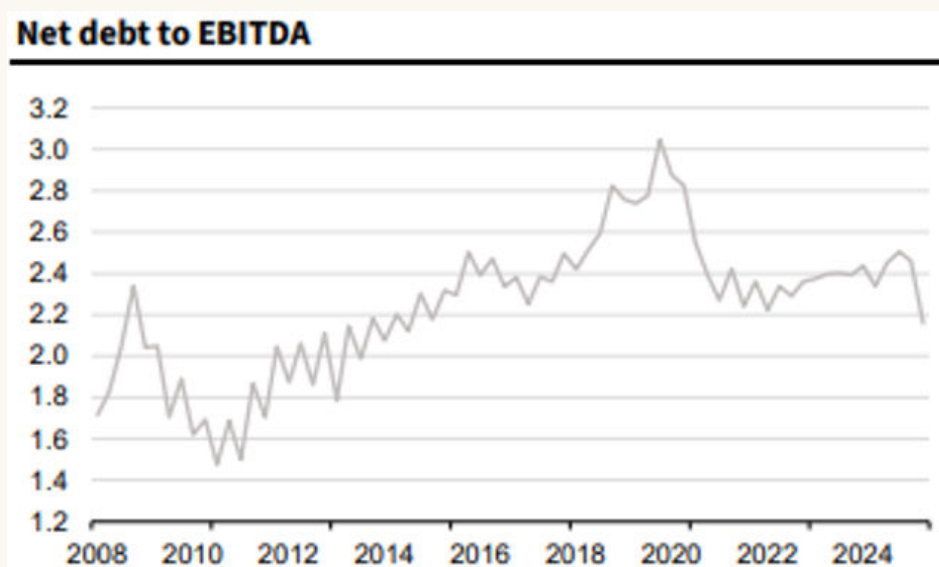
### Marché du crédit sain

Malgré sa récente faiblesse, le crédit reste très résilient. Les spreads, qui avaient bien débuté l'année, se sont légèrement écartés du fait des récentes turbulences. Cet élargissement est une réaction aux préoccupations macroéconomiques actuelles, qui vont des bouleversements potentiels induits par l'IA dans différents secteurs (logiciels, technologies, etc.), aux tensions géopolitiques (notamment avec l'Iran) et aux perturbations commerciales.

Cependant, les obstacles, en particulier les incertitudes commerciales après la décision de la Cour suprême d'invalidier les droits de douane et à la réaction de la Maison Blanche, font que les entreprises restent confrontées à un avenir incertain, ce qui complique la planification. De ce fait, elles devraient durablement maintenir une stratégie défensive, en dépensant avec prudence, au moins jusqu'à ce que la situation économique se stabilise.

- Les entreprises temporisent, leurs niveaux d'endettement étant à nouveau en baisse. Une gestion financière saine est synonyme de spreads stables.

*Grappe. Hormis les géants du cloud, les émetteurs continuent de se désendetter.*

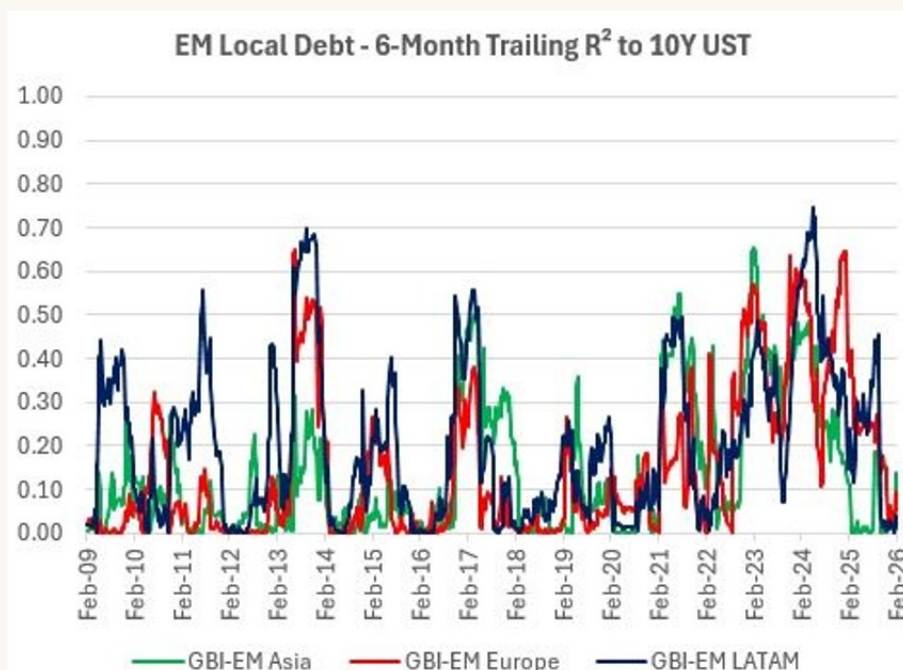


### Un nouveau paradigme pour la dette émergente

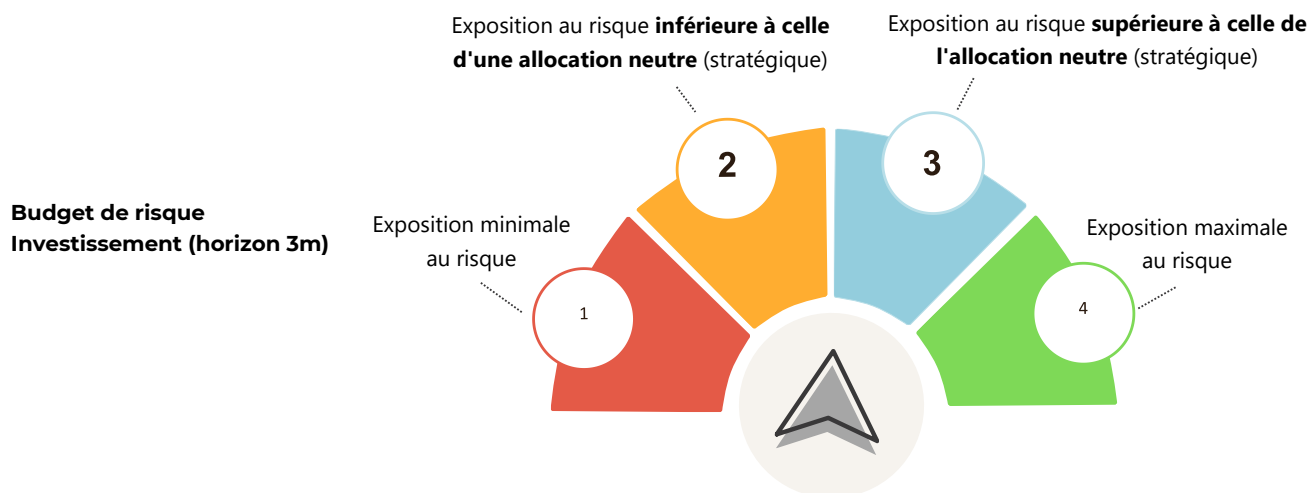
La plupart des marchés émergents encaissent avec sérénité les récentes turbulences qui affectent les marchés développés. Leur croissance plus soutenue et le ralentissement de l'inflation alimentent cette dynamique positive. Depuis Liberation Day, les devises émergentes ont performé, ne récupérant qu'une infime partie de leur repli pluriannuel face au dollar. Ce repli était une étape nécessaire à l'ajustement économique et à l'adoption de politiques orthodoxes, impliquant une moindre intervention sur leurs devises et un taux de change plus flottant. L'utilisation du marché des changes comme soupape de sécurité et l'élimination des surévaluations passées ont permis aux marchés émergents d'accumuler des réserves et d'améliorer leur balance des paiements. La hausse des taux réels constitue un autre effet positif, particulièrement attractif dans un contexte de volatilité plus faible et de fondamentaux plus solides que sur les marchés développés.

Les émissions de dette en devises fortes des marchés émergents sont à un niveau record. La baisse des taux US et la faiblesse du USD ont permis plus de 176 milliards de dollars d'émissions ces 9 premières semaines. Les 3 principaux indices obligataires des marchés émergents (souverains, entreprises et locaux) ont affiché une faible corrélation avec les taux US. Cela montre que des facteurs domestiques prédominent.

- Rien n'est éternel, mais l'incertitude entourant les politiques US et la flambée des prix des matières premières soutiennent la surperformance des marchés émergents.



## Actions



### Des angoisses légitimes. Nous restons confiants sur 2026

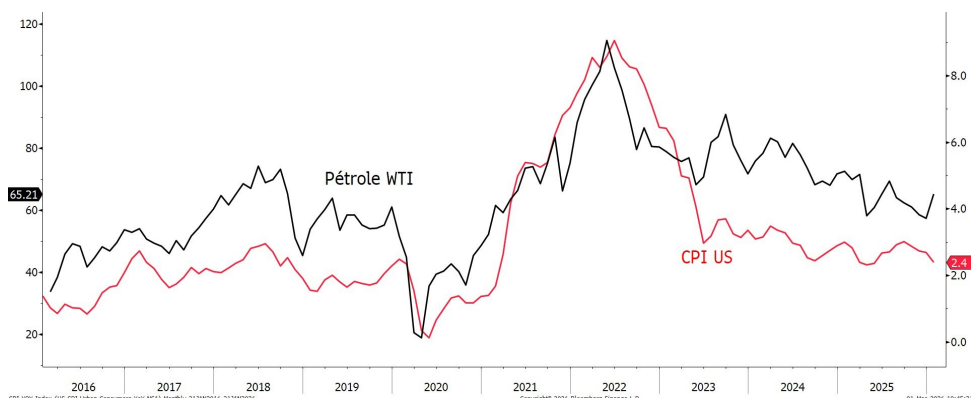
Avant le samedi 28 février 2025, deux facteurs rendaient les investisseurs plus nerveux : les gigantesques investissements dans l'IA avec son économie circulaire et, plus récemment, le financement alternatif à travers le *private debt* et le *private equity* où l'on perçoit des tensions.

**Iran.** Le samedi 28 février, les Etats-Unis et Israël bombardaient l'Iran et tuaient l'Ayatollah Ali Khamenei, leader suprême de la République islamique et d'autres responsables importants dont le ministre de la défense et le chef des Gardiens de la révolution. L'Iran cherche à régionaliser le conflit en bombardant les monarchies pétrolières. Le trafic aérien a été totalement fermé dans l'ensemble du Golfe arabe, dont Dubai et Abu Dhabi qui sont des hubs importants liant l'Europe à l'Asie. Ce conflit va-t-il durer ? Quelle est la vraie capacité militaire de l'Iran ? Pékin est le premier client de l'Iran qui exporte plus de 80% de son pétrole vers la Chine. 25% du pétrole mondial et du gaz liquéfié passent par le Détroit d'Ormuz, principalement vers la Chine, l'Inde, l'Indonésie, le Japon. En cas de longue période de fermeture, alors que l'Iran ne compte que pour seulement 3% de la production mondiale de brut, les marchés financiers commenceraient à anticiper une récession globale et une reprise de l'inflation, situation défavorable aux bourses. Dans l'immédiat, les cours du brut pourrait monter vers les \$100 le barils et vers les \$150 et au-delà si la régionalisation du conflit se vérifiait, si la fermeture du Détroit d'Ormuz durait et si l'Iran poursuivait ses attaques contre les installations pétrolières des monarchies.

En termes d'investissement, on privilégie les compagnies pétrolières américaines et le secteur global de la défense. Dans les précédents événements géopolitiques, les compagnies de transport maritimes

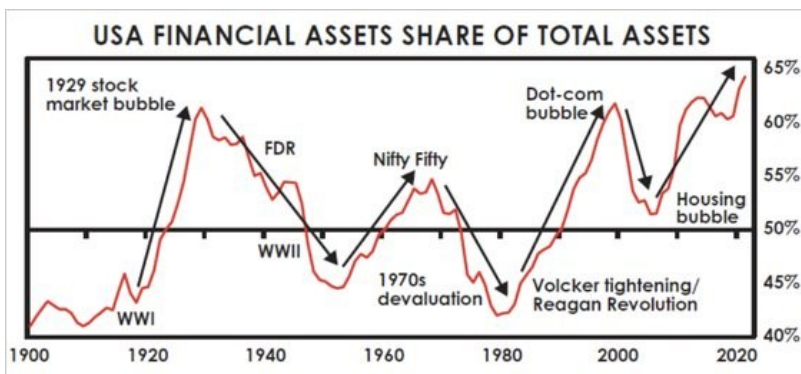
avaient profité de la forte hausse des prix du transport. Des anticipations 1) de reprise de l'inflation pèseraient sur les évaluations boursières (PER) et 2) de risque de récession sur les profits des sociétés (BNPA). On verra dans les prochains jours la réelle capacité militaire et de nuisance de l'Iran. Pour notre part, la puissance de l'Iran est probablement surestimée et il y aura des opportunités d'achat en cas de correction des bourses, alors que de nombreux stratégestes conseillent de ne pas se ruer sur les baisses boursières et d'attendre. A privilégier : les compagnies pétrolières US, la défense, l'or, le franc suisse.

Grphe. Bonne corrélation entre les prix du pétrole et l'inflation. Les anticipations inflationnistes devraient peser sur les évaluations boursières.



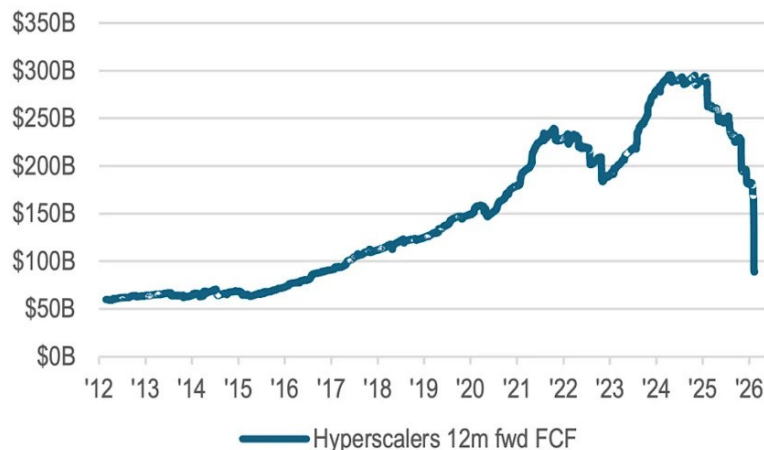
Pour le moment, ni l'IA, ni l'arrivée de Trump en janvier 2025 et sa gestion économique, migratoire et géopolitique très agressive ne se sont traduites pas une correction des actions. Au contraire, le MSCI Monde a progressé de 20% en 2025. En 2026, les indices boursiers ont poursuivi leur progression malgré le Venezuela, le Groenland, le WEF en janvier, et l'Iran, l'affaire tentaculaire Epstein et l'invalidation des taxes douanières de Trump par la Cour suprême en février. Si les indices américains enregistrent une hausse modérée - le « *Sell America trade* » -, les indices européens progressent entre 6% et 12%, le Nikkei de 17% et les émergents entre 10% et 20%. L'indice coréen KOSPI explose de 50% sur les deux premiers mois de l'année et de 160% sur 10 mois.

Les investisseurs américains aiment les actions et la part des actifs financiers par rapport à leurs actifs totaux n'a jamais été aussi élevée. Cela s'explique par le poids important des valeurs américaines de la révolution technologique, affectant l'économie et la société, de l'internet début 2000 à l'IA aujourd'hui. Et compte tenu des investissements massifs observés ces trois dernières années dans l'IA, il est possible que ce poids augmente encore. Les 7 Magnifiques comptent pour 30% du S&P 500 et les 4 plus grandes, Nvidia, Apple, Microsoft et Amazon, pour 23% contre 10% pour les 4 plus grandes capitalisations boursières en 2005. L'autre point en faveur des actions est la grande qualité des bilans, en particulier ceux des Big Techs, par rapport aux Etats-Unis très endettés.



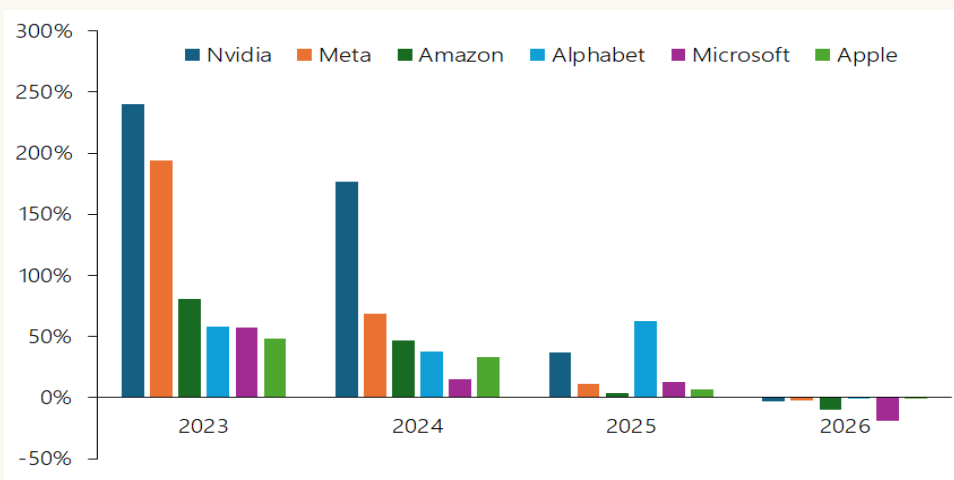
Toutefois, la qualité des bilans des Big Techs est remise en question pour les prochains trimestres en raison des investissements (capex) massifs dans l'IA, avec une augmentation de la dette. Les 4 hyperscalers, Microsoft, Alphabet, Amazon et Meta, ont annoncé des capex de \$660 milliards en 2026 qui réduiront leur génération de cash flow libre (FCF) et par là leurs programmes de rachats d'actions. Certaines pourraient avoir un FCF négatif.

**Figure 7: Plummeting Free Cash Flow Has Triggered a Yellow Flag. Negative FCF Would Be a Red Flag.**



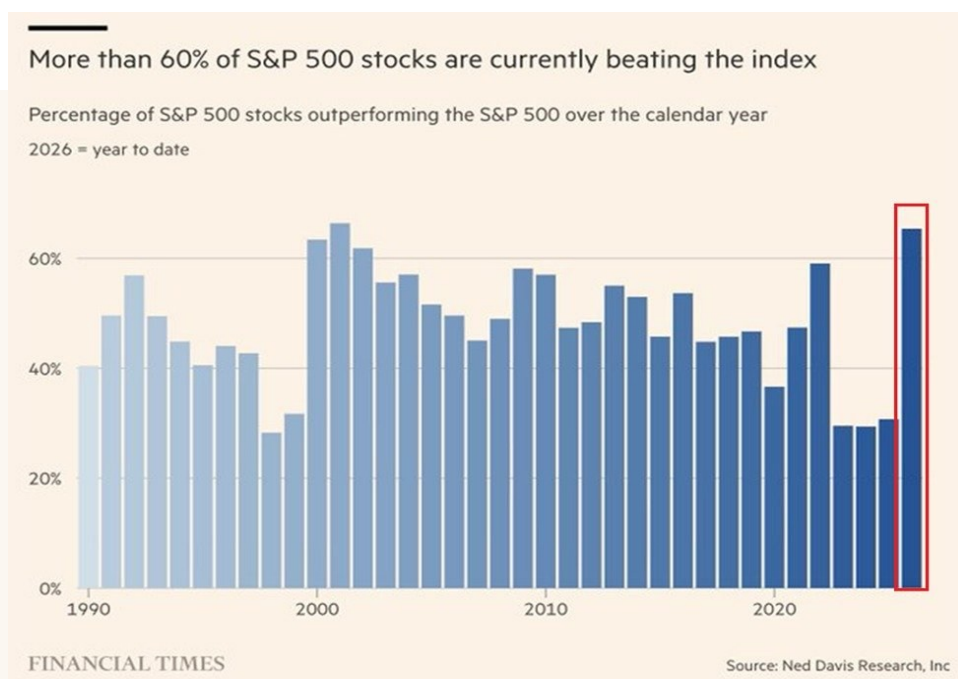
Source: Factset, Evercore ISI Research

Ces interrogations sur les Big Techs pèsent sur leur performance boursière, mais tout cela s'est fait dans l'ordre.



Les rotations sectorielles et géographiques expliquent l'absence de correction. Les Big Techs n'étant plus le moteur de la bourse américaine, les investisseurs se sont orientés vers des secteurs en retard, comme l'énergie, la consommation de base ou les télécoms, et/ou ont réduit les actions américaines au profit des actions internationales. Le « Sell America trade » signifie aussi la réduction des actifs US face à une Amérique trumpiste guerrière et très agressive vis-à-vis des anciens alliés, et d'un monde plus nationaliste et protectionniste.

Fondamentalement, les bourses ne sont pas à l'aube d'une grande correction ou *bear market* : les évaluations boursières sont en ligne avec les niveaux de taux et d'inflation, l'économie globale est résiliente, les sociétés affichent une forte progression des profits (+14% au 4T25 pour le S&P 500 contre +8% estimé il y a deux mois), la Fed devrait baisser ses taux en 2026, le Japon et l'Allemagne ont des plans de relance budgétaire, les Etats-Unis dérégulent. Techniquement, les bourses ne sont pas en surchauffe (MACD, RSI Bollinger) et les indicateurs de sentiment des investisseurs sont en zone neutre/peur. L'indicateur *breadth* (participation interne en comparant le nombre de titres en hausse par rapport à ceux en baisse) du S&P 500 s'améliore : 66% des valeurs surperforment l'indice, le meilleur score depuis le début des données en 1986.

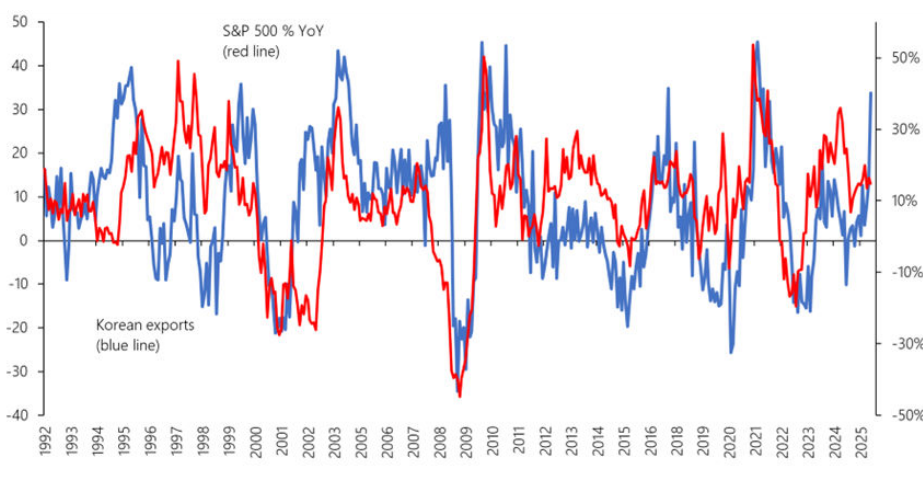


**Corée du Sud.** Un autre indicateur favorable pour les actions globales est la forte hausse de l'indice coréen KOSPI et des exportations coréennes qui sont un bon signal d'une économie globale en bonne santé. La Corée du Sud est considérée comme un excellent proxy de la santé de l'économie globale par son exposition à la technologie et à l'industrie, et elle est fortement exportatrice.

La Corée du Sud a solidifié sa cohésion politique avec la condamnation à la prison à vie de l'ancien président Yoon Suk Yeol pour sa déclaration, avortée, de loi martiale en décembre 2024. L'incertitude politique s'est évaporée. Le pays connaît une renaissance impressionnante avec une gouvernance améliorée de ses entreprises cotées où les actionnaires minoritaires étaient écrasés par le poids des grandes familles, la structure « Chaebol ».

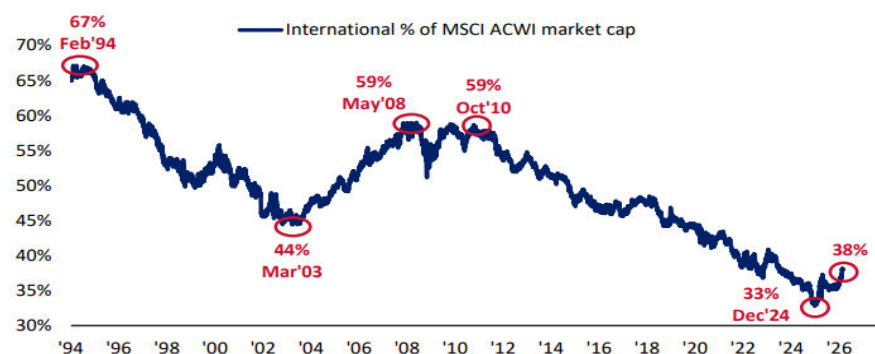
L'indice KOSPI est tiré par l'IA et les ventes de semiconducteurs. Depuis le début de l'année, l'action Samsung a progressé de 80% et celle de SK Hynix, un fournisseur de Nvidia, de 63%. La Corée du Sud est un proxy du cycle d'investissement dans l'IA. La Corée du Sud séduit aussi les investisseurs par les avancées dans la robotique, comme avec Hyundai et ses robots humanoïdes. On compare de plus en plus Hyundai à Tesla.

Graph. La hausse des exportations coréennes préfigure d'une poursuite de la hausse du S&P 500.



Long actions internationales vs actions US. Nous surpondérons les actions européennes, japonaises et émergentes, en particulier l'Amérique latine. Structurellement, les actions US surperforment le reste du monde. La part des actions internationales (ex-US) est passée de 67% en 1994 à un niveau historiquement bas à 38% (plus bas à 33% fin 2024). Mais on devrait connaître un rattrapage des actions internationales (ex-US) grâce au nouvel ordre mondial obligeant le monde ex-US à adopter des politiques fiscales ambitieuses, à se réarmer, à se réindustrialiser, à favoriser le nationalisme et le protectionnisme. Le monde ex-US est plus sensible à ce changement de paradigme, car la part de l'industrie dans le PIB est plus important qu'aux US : US ~20%, Europe ~26%, Emergents ~50-60%.

**Chart 2: New world order = new world bull**  
International (ex-US) as % of MSCI ACWI market cap



Source: BofA Global Investment Strategy, LSEG Data & Analytics, MSCI

BofA GLOBAL RESEARCH

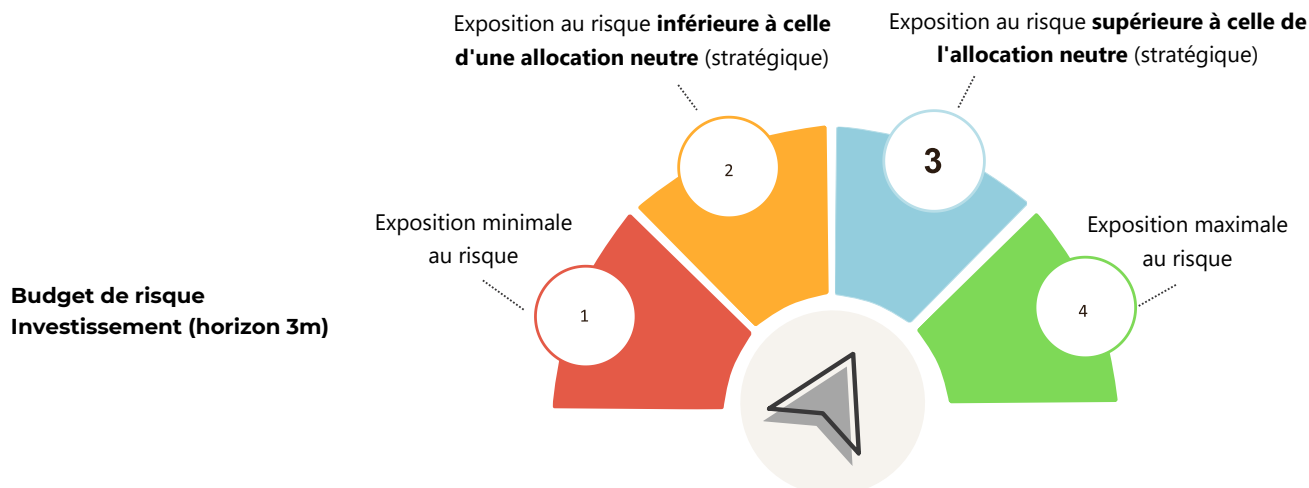
Grphe. La part des actions internationales (ex-US) devrait se renforcer aprs un plus bas historique..

Nous surpondrons les actifs rls comme les mtux industriels et prcieux, ainsi que l'nergie avec la fin de la dsinflation/déflation, le risque sur le dollar, la ddollarisation des banques centrales, la réindustrialisation, un nouvel ordre mondial bas sur le nationalisme et le protectionnisme, un risque majeur sur l'offre en raison de sous-investissement important depuis 2016 et une concentration marquée de la production et du raffinage sur quelques pays. On parle d'un nouveau cycle haussier de long terme.

L'industrie, la dfense, la production d'lectricit (IA et vétusté du rseau électrique aux US) et la transition énergétique sont les secteurs que nous privilégions.

Depuis 2 mois, le secteur financier sous-performe à cause de l'aplatissement de la courbe des taux US. Nous sous-pondrons la consommation discrétionnaire. La consommation de base (Walmart, Mondelez, ...) a fortement surperformé depuis novembre 2025, mais le PER du secteur atteint un plus historique et son momentum est en zone surachetée. Quand à la technologie, Big Techs, IA, on est neutre, en surpondrant les semiconducteurs et en sous-pondrant les éditeurs de logiciel (software).

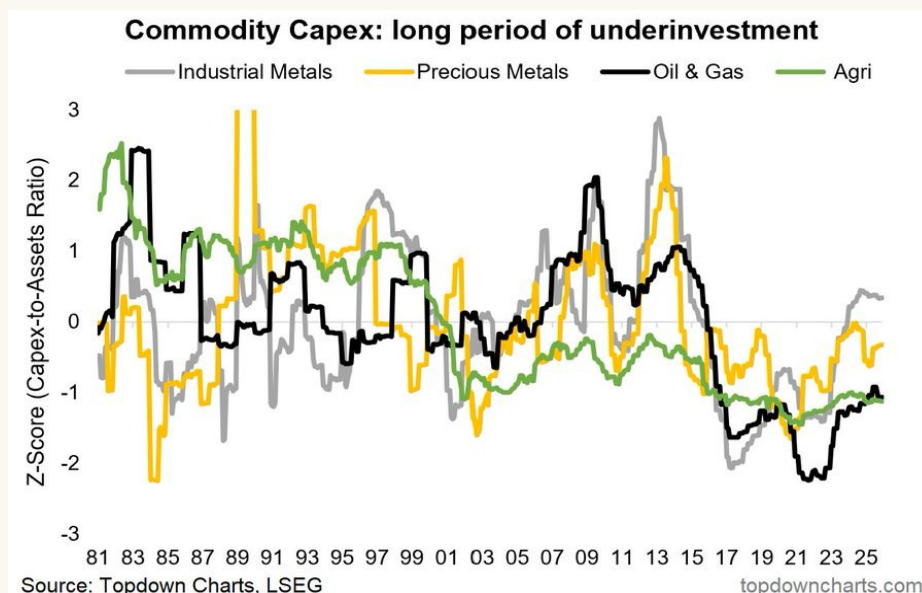
## Investissements alternatifs



### Le boom des matières premières.

- Dans un monde géopolitique de plus en plus incertain et la dédollarisation des banques centrales, l'or est un actif financier recherché.
- Une nouvelle ère du nationalisme des métaux industriels arrive.
- L'offre souffre des sous-investissements depuis 2016.
- Selon l'Agence internationale de l'énergie, le sous-investissement chronique dans l'exploration et la production pétrolière entraîne un déclin naturel des gisements existants, estimé par l'AIE à environ 5,5 millions de barils par jour (Mb/j) chaque année, menaçant l'équilibre de l'offre à moyen terme. Malgré des pics de production récents, ce déclin nécessite des investissements massifs pour maintenir l'approvisionnement mondial.
- Nous surpondérons les métaux précieux, industriels et l'énergie, incluant les équipementiers.

*Grphe. Les métaux industriels, précieux et l'énergie connaissent une longue période de sous-investissement.*



La course aux métaux critiques s'accélère dans l'économie globale. Les Etats-Unis ont lancé Project Vault, un programme de dépenses de \$12 milliards pour constituer des stocks pour 50 métaux critiques, incluant les terres rares, le lithium, l'uranium et le cuivre, pour des raisons de sécurité nationale, de stabilité économique et de résilience des chaînes d'approvisionnement. Ces stocks sont destinés aux entreprises américaines actives dans des domaines critiques comme la défense. GE Vernova, Western Digital et Boeing ont fait part de leur intérêt. Le gouvernement US prend également des participations dans des sociétés minières américaines (MP Materials, USA Rare Earth, Lithium America, Trilogy Metals). Cette stratégie a permis à la Chine d'être indépendante et même de rendre le monde dépendant de la Chine.

L'Australie a aussi lancé un tel programme de restockage de \$800 millions sur des métaux stratégiques comme l'antimony, le gallium et d'autres terres rares. L'Union européenne avance avec son RESourceEU, reposant sur la France, l'Allemagne et l'Italie avec la constitution de réserves sur des métaux critiques. Le Brésil et l'Inde vont renforcer leur coopération sur ces métaux critiques et terres rares. La Corée du Sud a aussi mis en place des dépenses de \$172 millions.

On observe donc un changement structurel dans les politiques sur les métaux industriels avec une mentalité plus nationaliste.

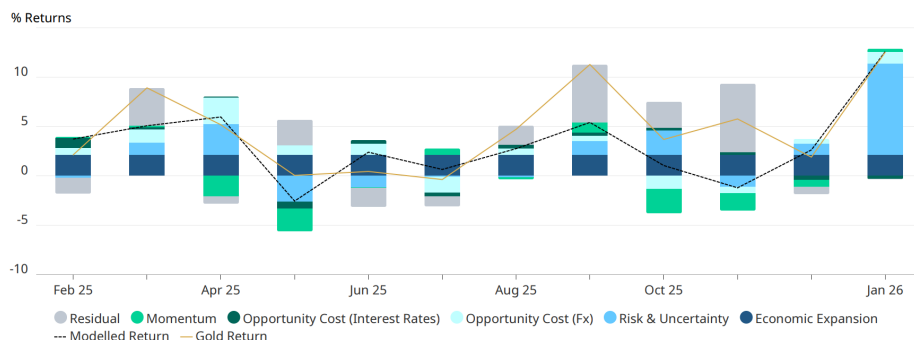
Mais les chaînes d'offre en métaux restent fragiles en raison de 10 années de sous-investissement. La forte demande et la hausse des prix n'ont pas incité au réinvestissement des capacités d'exploration et de production. Il va falloir également investir dans le raffinage, un processus industriel encore concentré sur quelques pays, dont la Chine.

Historiquement, les stocks servaient principalement de réserves d'urgence pour faire face aux perturbations temporaires (météo) ou aux flambées des prix, selon les observateurs du secteur. Aujourd'hui, les initiatives sont plus explicitement motivées par la nécessité de se prémunir contre les facteurs géopolitiques, reflétant une évolution plus large dans la conception de la sécurité des ressources, désormais envisagée comme une stratégie industrielle et de sécurité nationale, et non plus comme une simple gestion de crise.

La demande va augmenter avec la transition énergétique, l'automobile, la défense, l'IA, le développement spatial et les semiconducteurs.

L'or poursuit sa hausse, poussée par les banques centrales et son caractère d'actif-refuge. La demande est largement financière. Les taux réels et l'inflation n'entrent plus dans l'équation d'une valorisation de l'or. Le modèle développé par le World Gold Council attribue à 80% les gains de l'or au risque géopolitique et à l'incertitude.

## GRAM



Data as of 31 January, 2026  
Sources: Bloomberg, World Gold Council; [Disclaimer](#)



A court terme, les prix du pétrole vont monter avec la guerre d'Iran. En attaquant les monarchies pétrolières, l'Iran veut régionaliser le conflit et semer le chaos. Les Gardiens de la révolution ont annoncé la fermeture du Détroit d'Ormuz. L'Iran a commencé à viser les infrastructures pétrolières saoudiennes. Un baril de pétrole au-dessus des \$150 est possible et les Etats-Unis pourraient utiliser leurs réserves stratégiques. Le risque est un ralentissement économique globale et une remontée de l'inflation. Le passé montre que des prix excessifs ne durent pas en raison de l'ajustement rapide de la demande à la baisse. On achète les compagnies pétrolières américaines qui profitent du chaos au Proche-Orient. En l'absence de fondamentaux, le bitcoin est coincé dans une configuration technique défavorable. Après avoir cassé le support des \$74'000, le prochain support se situe à \$48'000-50'000. Les cryptomonnaies ne se sont pas révélées comme un actif-refuge lors du kidnapping du président vénézuélien, ni lors des velléités de Trump d'envahir le Groenland ni ce week-end avec le déclenchement de la guerre dans le Golfe. Le marché remet en question sa qualité « d'or digital ».

*Graphe. Depuis, septembre 2025, le bitcoin a fortement sous-performé le Nasdaq. Il semble naviguer à vue.*



# La Lettre Mensuelle

## POINT DE SITUATION TACTIQUE

MARS 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](http://www.selvi.ch)