

La Lettre Financière

Revue, opinions et perspectives des marchés

SOMMAIRE

Vision globale
Page 1

Devises
Page 9

Obligations
Page 11

Actions
Page 14

**Investissements
alternatifs**
Page 28



Vision globale

Analyse du régime

Un bouleversement majeur est en cours dans les sphères économique, politique et financière. Le conflit entre les États-Unis et l'Iran ajoute une couche supplémentaire d'incertitude, avec la perspective d'une crise énergétique et alimentaire, sans parler des perturbations que cela causerait à de nombreuses chaînes d'approvisionnement. De nombreuses répercussions hautement imprévisibles vont remodeler les incitations, les institutions et les comportements d'une manière qui n'est que partiellement visible à l'heure actuelle.

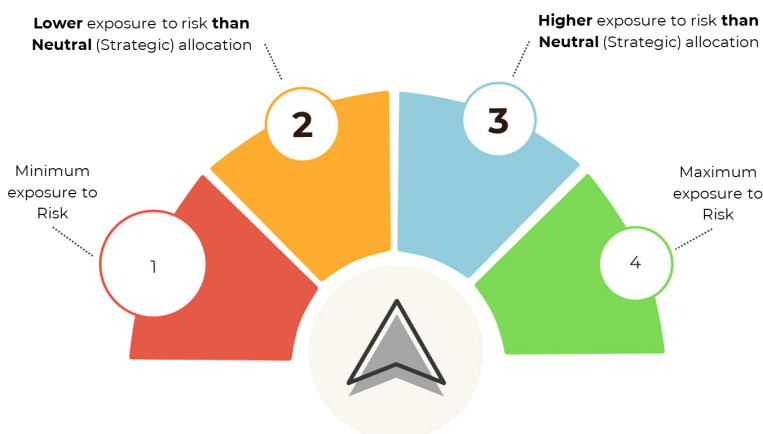
Les changements de régime et les perturbations sont devenus les maîtres mots de notre époque

Cadre d'investissement

La guerre entre les États-Unis, Israël et l'Iran entraîne de nouveaux déséquilibres macroéconomiques. Cela accentue également le rebond du USD et le déclin cyclique de la liquidité mondiale. Le recul ordonné des marchés boursiers et la hausse généralisée des taux d'intérêt à court et à long terme reflètent la détérioration de l'environnement d'investissement.

Nous ne prévoyons ni récession, ni flambée incontrôlable des taux. Les risques d'un bear market augmentent, mais ne sont pas encore prépondérants. Tout cela accroît la probabilité d'un – dernier (?) – cycle de répression financière.

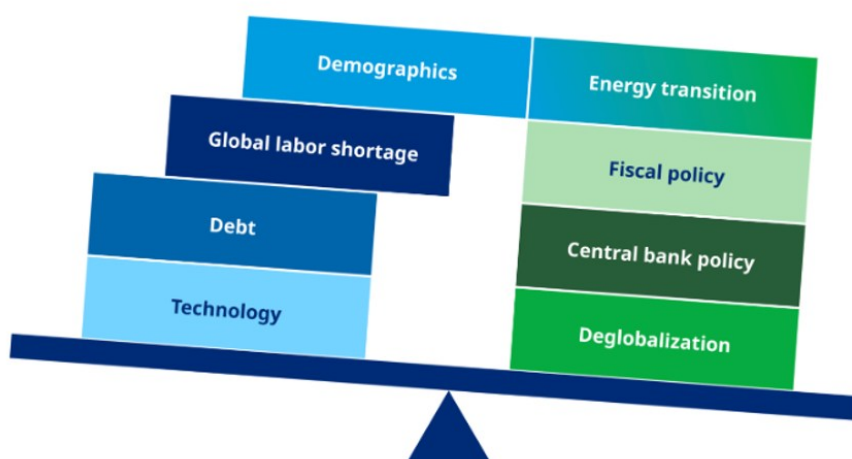
- Rester investi conformément à l'allocation stratégique, en accordant une attention renouvelée à la qualité des actifs.
- Maintenir une part importante d'actifs non corrélés / défensifs, qu'il s'agisse d'actifs réels ou de liquidités.
- Rester vigilant et prêt à modifier rapidement l'exposition au risque dans les semaines à venir, en fonction de l'évolution de la situation géopolitique et des prix de l'énergie.



Facteurs à long terme

Revue des principaux facteurs à long terme

Graph. Tendances macroéconomiques. Le spectre de l'inflation séculaire refait surface.

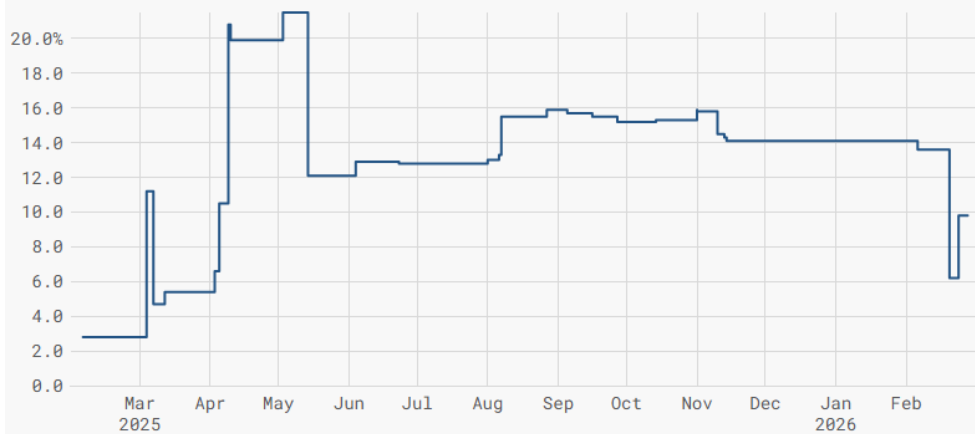


La reprise naissante et synchronisée de la croissance nominale de l'économie mondiale est menacée. Les guerres sont inflationnistes. Un conflit prolongé au Moyen-Orient au T2 aurait un impact plus important sur la croissance que sur l'inflation. La fin de la désinflation cyclique s'est produite plus rapidement que prévu. La probabilité d'une hausse structurelle de l'inflation augmente.

- La volatilité de l'inflation et les divergences régionales vont s'accroître
- Les États-Unis sont moins touchés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la hausse des prix de l'énergie que l'Asie et l'UE

US Tariffs Changed More Than 50 Times Under Trump, Peaking at 21.5%

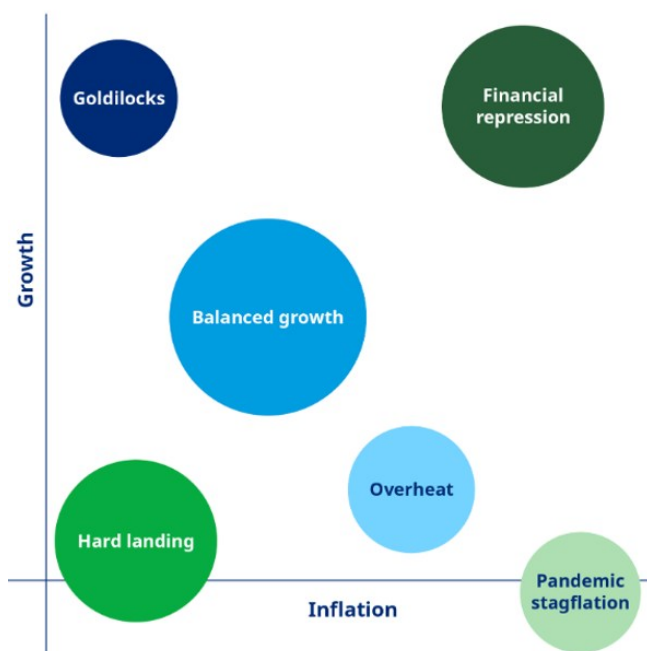
Weighted Average Applied Tariff Rate on 2024 US Import Mix



Graph. Les droits de douane américains ne jouent plus un rôle prépondérant.

La Cour suprême a certes invalidé la politique douanière américaine, mais laissé la porte ouverte à un ajustement futur qui ne causera pas trop de dommages financiers au Trésor.

- La question des droits de douane a désormais perdu une grande partie de son importance dans le contexte des relations internationales et des marchés financiers



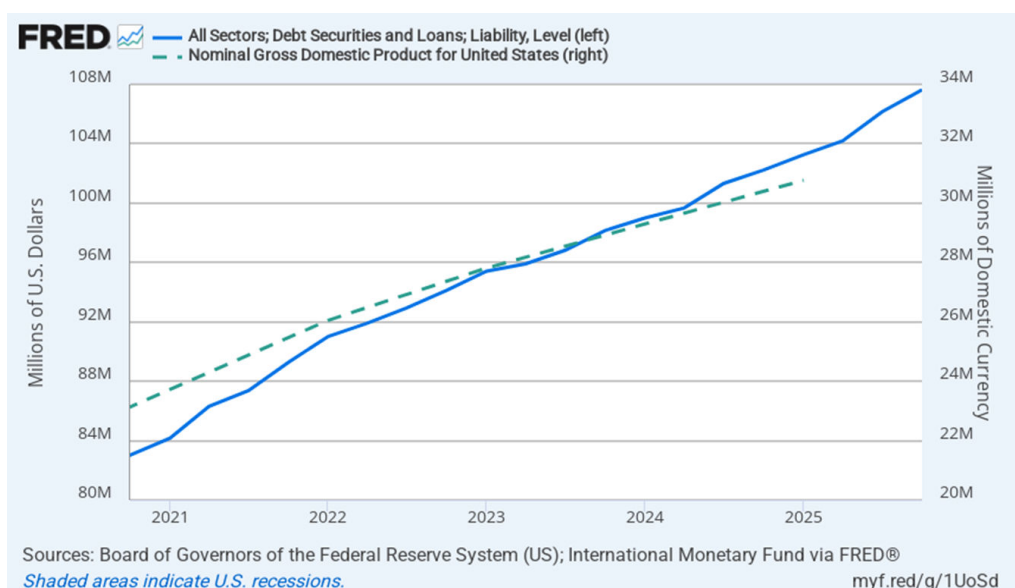
Graph. Régimes macroéconomiques. Instables, voire davantage.

La hausse à venir de l'inflation cyclique et des taux d'intérêt renforcent la perspective d'un nouveau cycle de répression financière, visant à maintenir les taux à un niveau bas. L'endettement du secteur privé augmentera en raison de restrictions réelles plus strictes et de flux 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'atterrissage brutal.

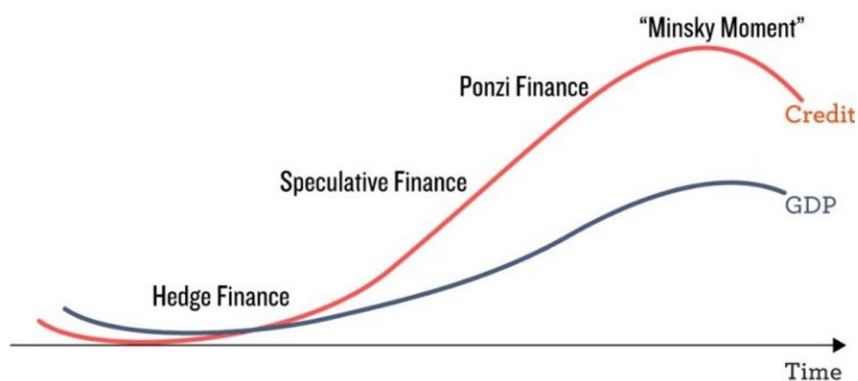
Supercycle de la dette américaine. Perspectives sans précédent

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



Depuis 2000, le PIB nominal US est passé de 10 000 milliards de \$ à 29 000 milliards de \$, soit une augmentation de 19 000 milliards de \$. Au cours de la même période, l'encours de la dette est passé de 27 000 milliards de \$ à 100 000 milliards de \$, soit une augmentation de 75 000 milliards de \$. Cela correspond à moins de 25 cents de PIB nominal supplémentaire par \$ de nouvelle dette. Le ratio dette totale/PIB est passé d'environ 260 % à environ 360 %, malgré une expansion significative de la base monétaire.

Graph. Cycle de Minsky schématisé.



La croissance américaine ressemble de plus en plus à un système de financement de type Ponzi, le service de la dette dépendant entièrement de l'émission de nouvelles dettes ou de la vente d'actifs.

Selon le modèle de Minsky, la fin de partie approche, car la situation semble rappeler celle de 2008 (qui a conduit à la crise financière mondiale).

- Les États-Unis s'approchent d'un moment critique de Minsky

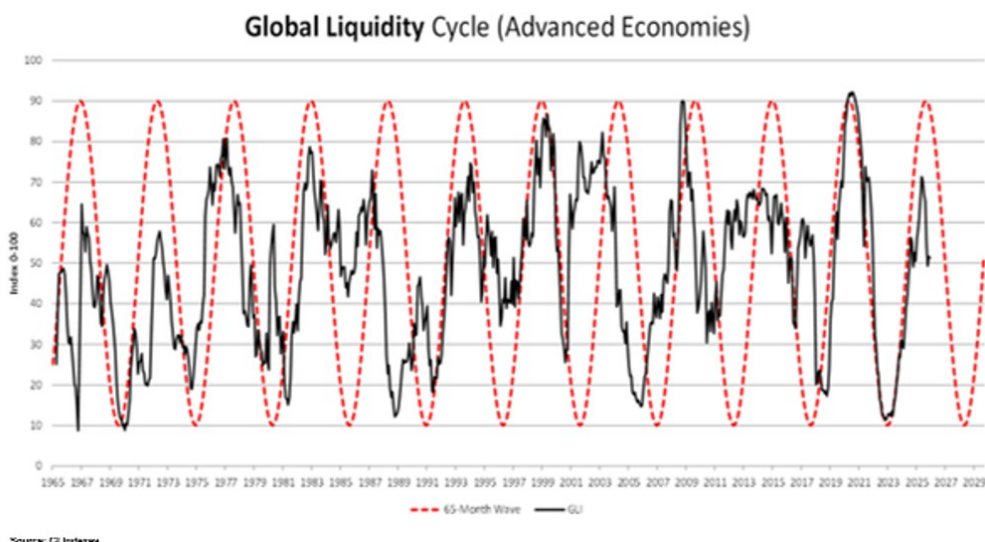
Dans la pratique, « Trump 2.0 » est appuyé sur Hasset et son équipe économique favorable aux baisses d'impôts, par Vought et Miller ainsi que par le "Project 2025".

- Par conséquent, en l'absence d'une crise financière – grave –, les options a), c) et d) n'ont aucune chance d'être adoptées en 2026. La situation pourrait changer en cas de victoire écrasante des démocrates au Congrès, mais pas avant mi-2027 au plus tôt.
- D'ici là, S. Bessent, qui possède un véritable talent pour l'ingénierie financière, pourrait tenter d'utiliser les leviers (b) et (e). Reste à voir si les marchés lui accorderont le bénéfice du doute. Étant donné qu'il a déjà fait – sans tenir – des promesses de ce type au T225...

Pour éviter un « moment Minsky », **les manuels** recommandent à l'administration Trump de :

- afreiner les baisses d'impôts et la croissance des dépenses, tout en maintenant les investissements publics
- ballonger la durée de la dette fédérale et désamorcer tout bras de fer sur le plafond de la dette
- cibler un resserrement dans le secteur privé et le système bancaire parallèle afin de limiter les excès les plus fragiles
- imposer des tests de résistance intégrant un véritable choc sur les marchés obligataires et boursiers, associés à une plus grande transparence concernant l'endettement des principaux fonds, afin de renforcer la stabilité
- e) élaborer un cadre budgétaire crédible à moyen terme, dans lequel une partie des recettes supplémentaires serait affectée à la réduction des déficits et de la dette.

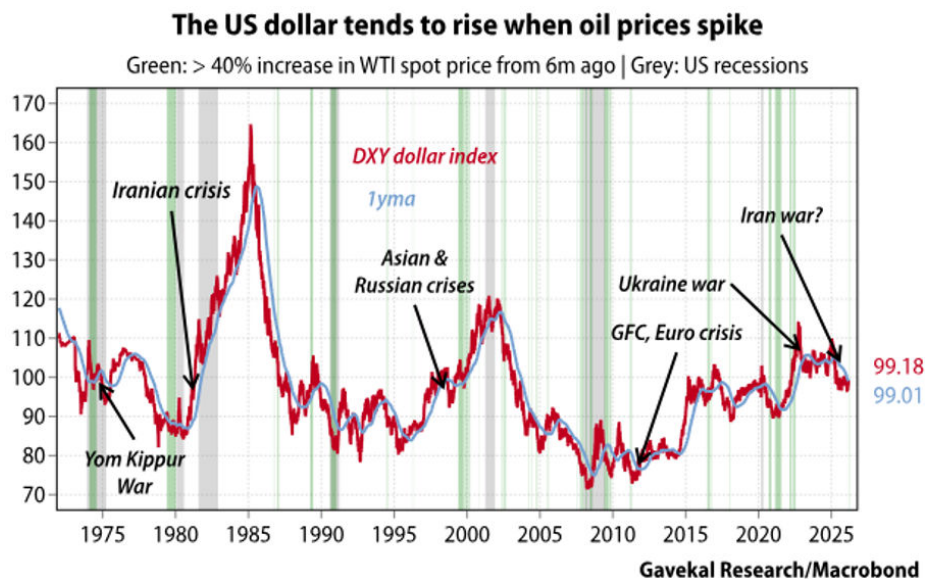
Supercycle de liquidité (transfrontalier)



Graph. Ralentissement visible.

Toutes choses étant égales par ailleurs, le cycle mondial de liquidité aurait dû atteindre son apogée au S226. Mais la crise soudaine du pétrole et des denrées alimentaires a brusquement changé la donne.

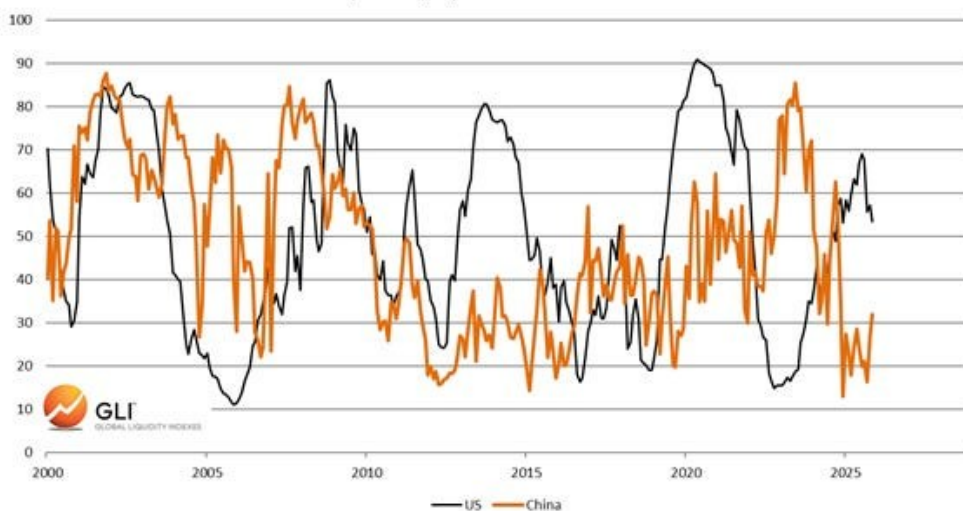
La valeur de garantie des portefeuilles de bons du Trésor américain détenus par les intermédiaires financiers diminue avec la hausse des rendements et de la volatilité des obligations souveraines.



Les chocs géopolitiques et réels accentuent le ralentissement de la liquidité par divers canaux. La hausse des prix du pétrole favorise la vigueur du dollar américain et réduit l'excès de liquidité (utilisé pour financer les actions).

- Le pic du cycle de liquidité est passé

Liquidity Cycles: US & China



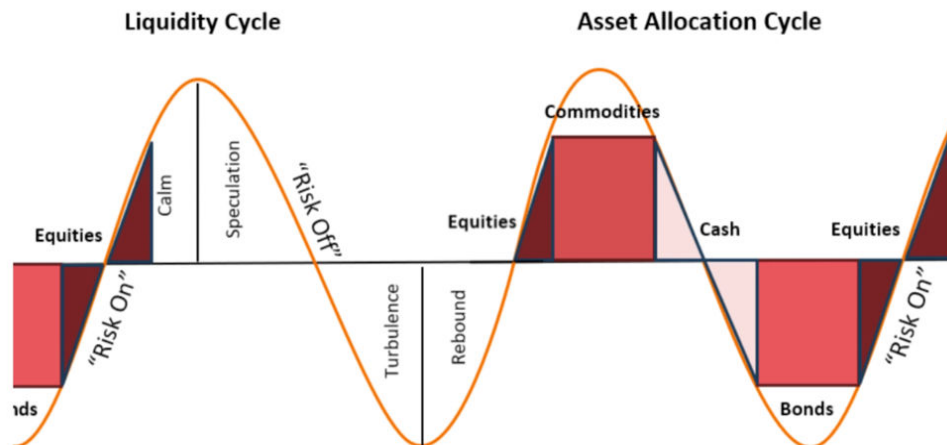
Graph. Le découplage du G2 se poursuit.

Depuis la pandémie, les cycles des États-Unis et de la Chine se sont complètement découplés. Ces derniers temps, la détérioration de la liquidité mondiale est principalement imputable aux États-Unis.

- Le contexte mondial ne laisse pas présager un retour à une liquidité plus élevée

- À moins que les banques centrales du G7 n'optent pour des injections de liquidités

Graph. Les actifs risqués seront-ils à la dérive en 2026 ?



La phase spéculative / d'exubérance des marchés financiers est probablement terminée.

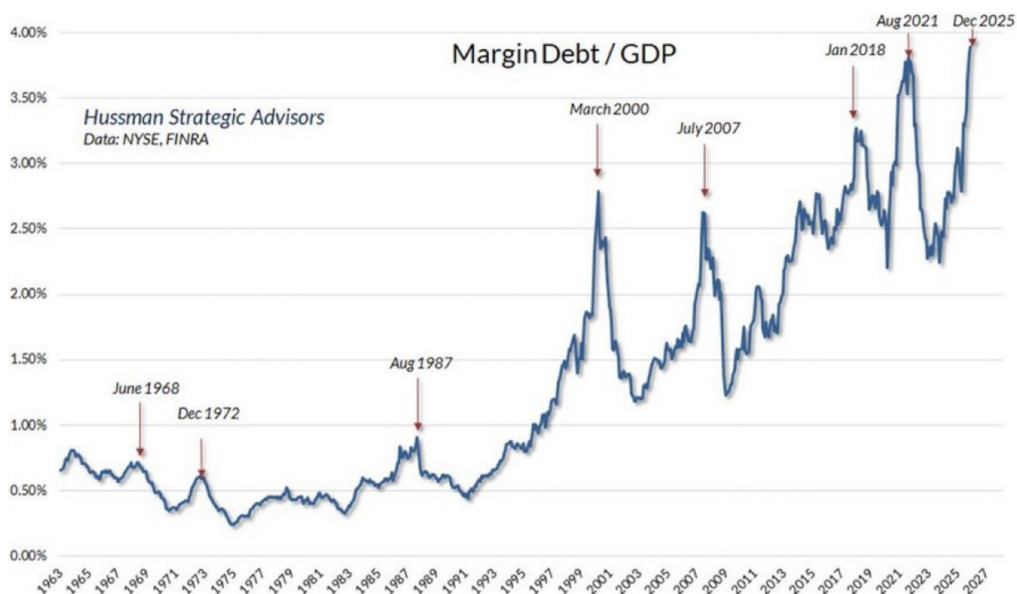
Un environnement moins favorable à la liquidité justifierait une réduction progressive de l'exposition aux actifs à fort momentum et aux actifs risqués. \$

Positionnement et moral des investisseurs

Graph. L'appétit pour le risque des investisseurs s'est fortement réduit.

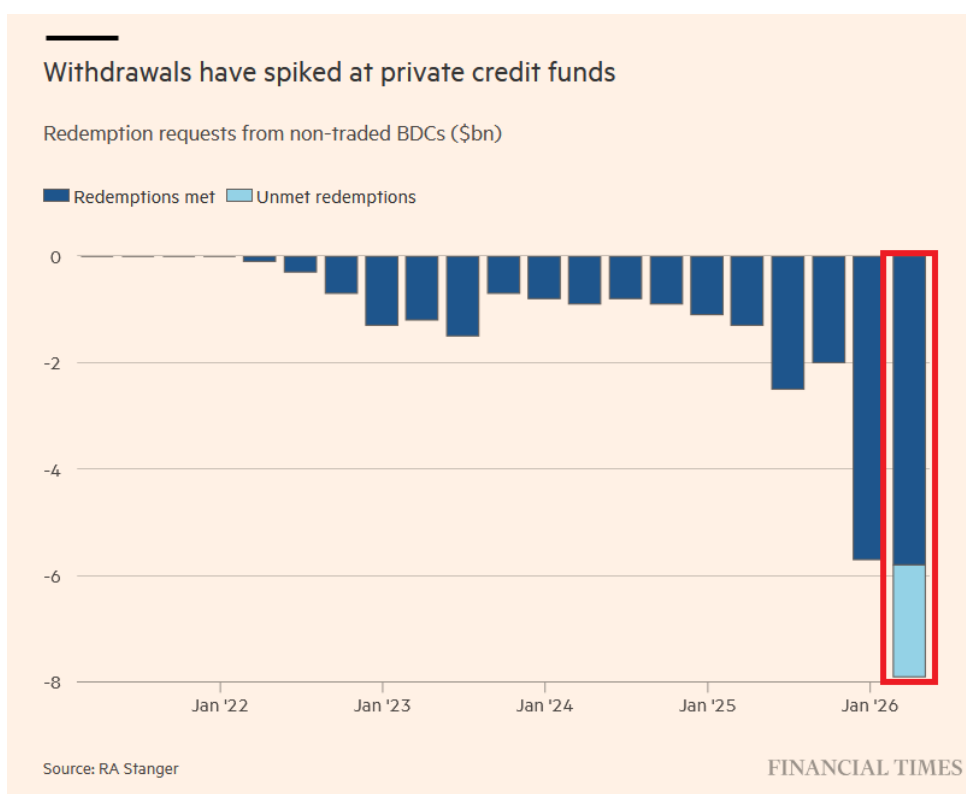


La soudaine flambée de la volatilité des obligations a déclenché des ventes massives et forcées parmi les investisseurs. Tout a commencé avec les positions les plus spéculatives. Cela a fini par concerner tous les actifs, y compris ceux servant de couverture comme les métaux précieux.



La phase spéculative et exubérante des marchés financiers a longtemps été menée par les investisseurs privés. Elle a désormais cédé la place à un mouvement général de liquidation et de panique.

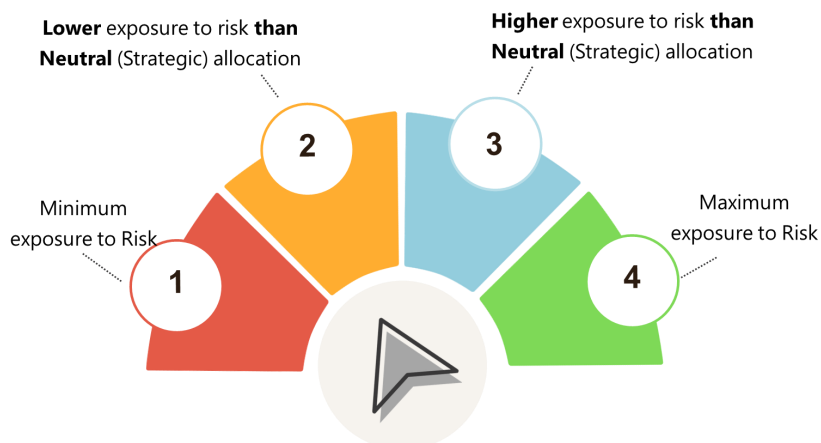
Graph. Le déséquilibre de liquidité est préoccupant.



Même les actifs non cotés, qui étaient censés apporter un certain soulagement, ont été balayés. C'est le signe d'un moral extrêmement bas chez les investisseurs, qui craignent désormais le pire et, surtout, vendent en masse sans se soucier du prix.

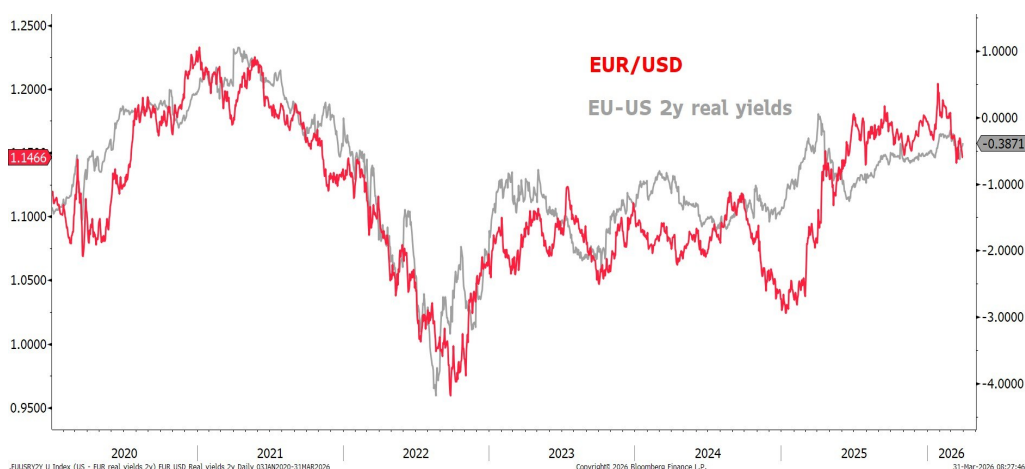
C'est souvent le signe d'une capitulation. L'histoire en jugera.

Devises



Les taux d'intérêt réels restent essentiels

La plupart des analystes, et nous aussi, avons soutenu que l'EUR/USD devait baisser suite au choc énergétique du Moyen-Orient. Il s'est déprécié plus que le différentiel de taux réels ne l'indique. L'attention s'est surtout portée sur le scénario de 2022, où la dépendance de l'Europe aux énergies fossiles importées aurait un impact majeur sur les termes de l'échange pour la zone euro, tandis que l'indépendance énergétique des États-Unis aurait été récompensée. Dans ce contexte évolutif, l'orientation relative des politiques monétaires des banques centrales peut facilement être négligée. Il est même possible que le resserrement de la politique monétaire de la BCE par rapport à celle de la Fed, en termes nominaux, ait soutenu l'EUR/USD. Le différentiel de taux réels a confirmé cette analyse. Ce ne sont pas seulement les termes de l'échange qui ont pesé sur l'EUR/USD en 2022, mais aussi le niveau relatif des taux d'intérêt réels. Le principal facteur en 2022 a été la forte variation des taux réels US à 2 ans, de -300 à +200pbs, une variation bien plus importante que celle des taux en euros.



Graph. EUR/USD et différentiel de taux réels à 2 ans.

Les taux réels se sont resserrés en faveur de l'EUR/USD ce mois-ci, tandis que le différentiel de taux réels sont restés stables. Cette année, les banques centrales ne devraient pas être en retard et procéder à un découplage des taux réels comme en 2022.

Suivre les taux réels est essentiel.

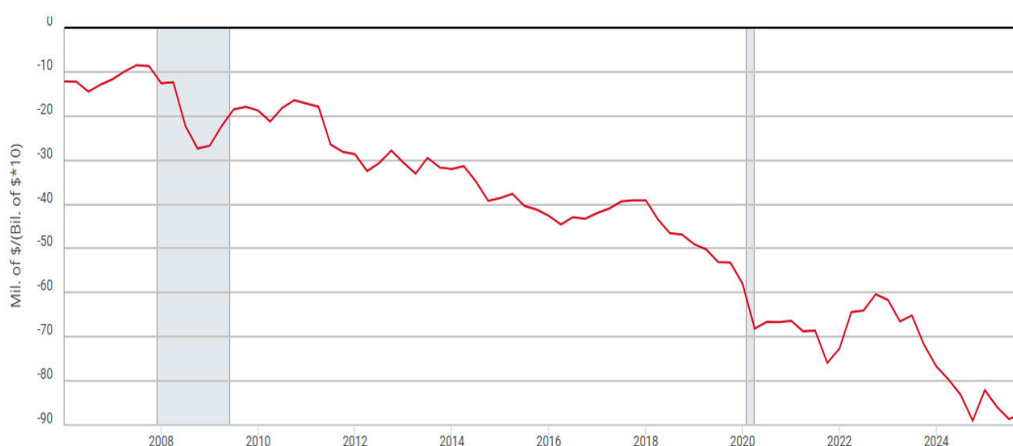
Dépréciation imminente de l'USD

La valeur du dollar est menacée, même si son rôle dans les règlements mondiaux reste stable pour le moment. Bien que son statut de monnaie de réserve ne soit pas immédiatement remis en cause, un changement de politique malavisé affectant les créanciers pourrait déclencher une fuite des capitaux. L'an passé, l'USD a perdu 10% dans le sillage de Liberation Day. Si les tensions militaires en Iran et au Venezuela ont temporairement soutenu les valeurs refuges, ce soutien s'évaporerait dès que les États-Unis se retireront, révélant de profonds déséquilibres macroéconomiques.

Les États-Unis ont surperformé l'Europe, mais au prix d'un déficit budgétaire annuel moyen de 6,5%. Sans ajustement, le ratio intérêts/recettes devrait atteindre 23 à 25% d'ici une décennie. Ces déficits ont alimenté une forte détérioration de la position nette d'investissement international (NIIP), qui a chuté d'un niveau équilibré à -\$27'600 milliards (85% du PIB). Ce niveau d'endettement est comparable aux plus bas historiques observés en Grèce et au Portugal.

Les marchés sous-estiment les mutations au Moyen-Orient. Contrairement aux années 1970, les pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient ne réinvestissent plus leurs revenus aux États-Unis, préférant investir localement et à l'international. Cela fragilise le « pétrodollar ». Parallèlement, l'USD est surévalué de 30% selon la Parité des Pouvoirs d'Achat.

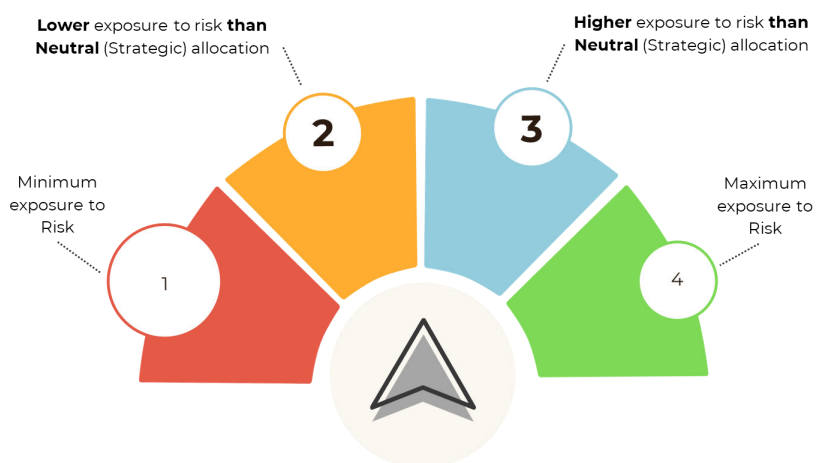
Graph. NIIP des États-Unis (% du PIB).



Une réduction significative du déficit étant peu probable, une forte correction des marchés est attendue en 2026-2027. L'apposition symbolique de la signature du président Trump sur les billets de banque US – marquant le 250^{ème} anniversaire du pays – coïncide avec une période où les entrées de capitaux pourraient ne plus suffire à combler le déficit de la balance des paiements courants. Les pays créanciers comme la Chine, le Japon et l'Allemagne sont désormais incités à limiter les risques de dégradation avant que cette crise majeure ne survienne.

Les États-Unis sont devenus, et de loin, la principale économie mondiale la plus endettée. Les politiques mises en œuvre aggravent la situation. Une correction importante de l'USD est à prévoir entre 2026 et 2027.

Obligations



75 ans d'indépendance de la Fed

Depuis plus d'un siècle, la Fed garantit la stabilité économique. Le 4 mars 2026 a marqué le 75ème anniversaire de son indépendance opérationnelle, établie par l'Accord Trésor-Fed de 1951. Cet accord a mis fin à l'obligation de maintenir des taux bas pour la dette publique.

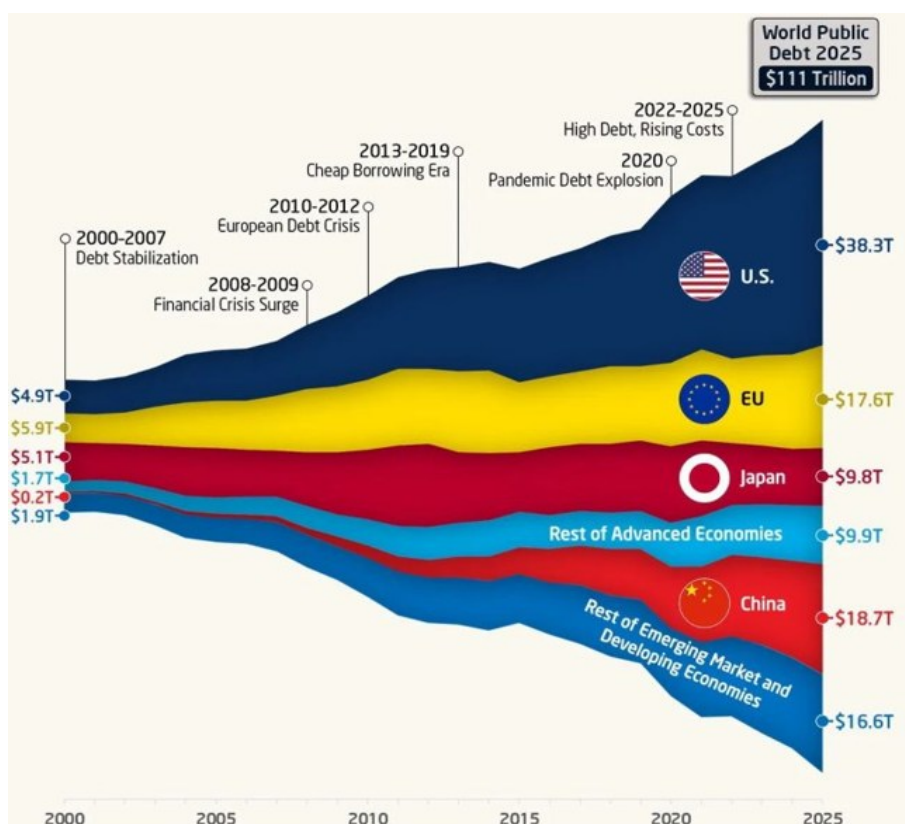
Bien que responsable devant le Congrès, la Fed poursuit un double mandat : la stabilité des prix et le plein emploi. Cela exige la flexibilité nécessaire pour prendre des décisions impopulaires. L'histoire montre que lorsque l'indépendance s'érode – souvent sous la pression politique en faveur de taux bas – l'inflation et la volatilité augmentent, comme ce fut le cas dans les années 1970. La crédibilité ancre les anticipations d'inflation. Si elle est perdue, les taux longs augmentent, rendant le rétablissement difficile. La continuité, comme la possibilité que le président Powell reste au Conseil des gouverneurs jusqu'en 2028, renforce cette stabilité. En définitive, l'indépendance de la Fed soutient la confiance des marchés ; la remettre en cause risque d'augmenter les coûts d'emprunt au lieu de les diminuer. La capacité de la Fed à poursuivre de manière indépendante la stabilité économique à long terme a renforcé sa crédibilité, ancré les anticipations et la confiance dans les marchés financiers américains.

Remettre en cause l'indépendance des banques centrales risque d'avoir l'effet inverse de celui escompté, en faisant grimper les coûts d'emprunt au lieu de les baisser.

Évolution de la dette mondiale

Depuis 2000, la dette mondiale a connu différentes phases. De 2000 à 2007, la dette publique a progressé modérément pour atteindre \$35'800 milliards, en ligne avec le PIB. La crise financière de 2008 a ensuite fait exploser les emprunts souverains à \$45'500 milliards en raison des plans de sauvetage des banques et des mesures de relance. S'en est suivie la crise de la dette européenne, qui a imposé l'austérité et porté la dette de l'UE à \$13'100 milliards.

Entre 2013 et 2019, les taux bas ont permis à la dette d'atteindre \$73'900 milliards. La pandémie de 2020 a provoqué la plus forte hausse annuelle jamais enregistrée, la dette atteignant \$84'900 milliards. Récemment, la forte inflation et la hausse des taux ont porté la dette publique totale à \$111'000 milliards, entraînant une augmentation considérable des coûts de son service. Depuis 2024, la dette publique US a progressé plus rapidement que celle des autres économies avancées, avec une croissance annuelle de 8% entre 2000 et 2025, plus du double de ses pairs. La dette publique chinoise a crû de 18% par an sur la même période, soit environ 14 fois plus vite que la moyenne mondiale, et a surpassé celle des autres économies émergentes depuis 2021.



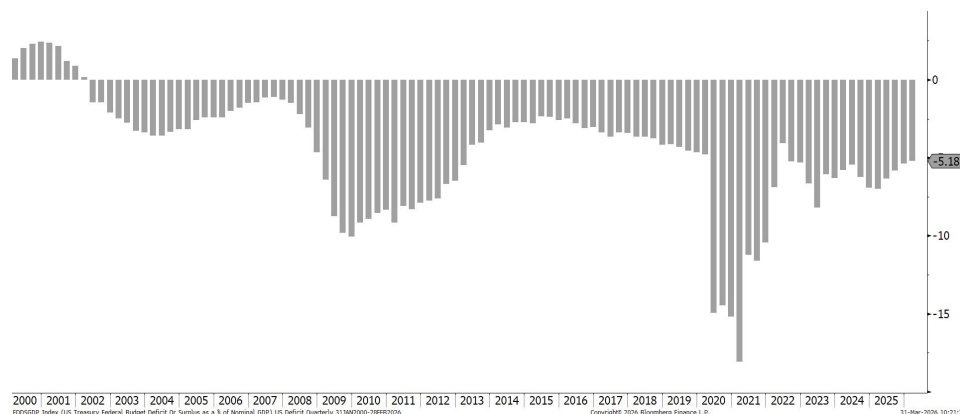
Déficit US et détenteurs étrangers

Le déficit budgétaire US en 2025 a atteint 5,8% du PIB, dépassant largement la moyenne historique de 3,8%. En 2026, il devrait s'établir à \$1'900 milliards, sous l'effet de la loi de réconciliation de 2025 et de la charge d'intérêt. La dette publique atteint désormais \$31'000 milliards (101% du PIB) et pourrait atteindre \$56'000 milliards d'ici 2036. Pour la stabiliser, il est nécessaire de ramener le déficit à 3%, ce qui maintient les États-Unis dépendants de leurs créanciers étrangers.

Les avoirs étrangers ont progressé pour atteindre \$9'300 milliards début 2026, soit une hausse de 8% sur un an. Le Japon demeure le premier détenteur avec \$1'220 milliards, suivi du Royaume-Uni (\$895 milliards), souvent utilisé comme intermédiaire par les hedge funds. À l'inverse, la Chine (\$694 milliards) diversifie activement ses investissements en s'éloignant des bons du Trésor US, conformément aux ordres officiels. L'Arabie saoudite détient \$135 milliards, en légère baisse. Elle est le 18ème détenteur étranger.

Les banques centrales étrangères ont fortement réduit leurs avoirs en bons du Trésor US auprès de la Fed de New York. Les pays vendent leurs obligations d'État US pour soutenir leurs économies et leurs monnaies. Le conflit iranien ne fait que confirmer une tendance observée depuis 2022. Le total des bons du Trésor détenus par les institutions officielles étrangères a chuté à 2 700 milliards de dollars, son niveau le plus bas depuis 2012. Les données mensuelles révèlent également un ralentissement des achats nets d'obligations d'entreprises US par les investisseurs étrangers, ce ralentissement étant principalement dû à la baisse de la demande du secteur privé. Des achats nets de \$12 milliards ont porté les avoirs à des niveaux proches des records, l'Asie étant la région la plus active. Les investisseurs privés ont montré un appétit réduit pour les obligations d'entreprises US, avec des achats nets de \$10,6 milliards, le rythme le plus faible depuis novembre 2024, tandis que les institutions officielles étrangères ont acquis un montant de \$1,3 milliard.

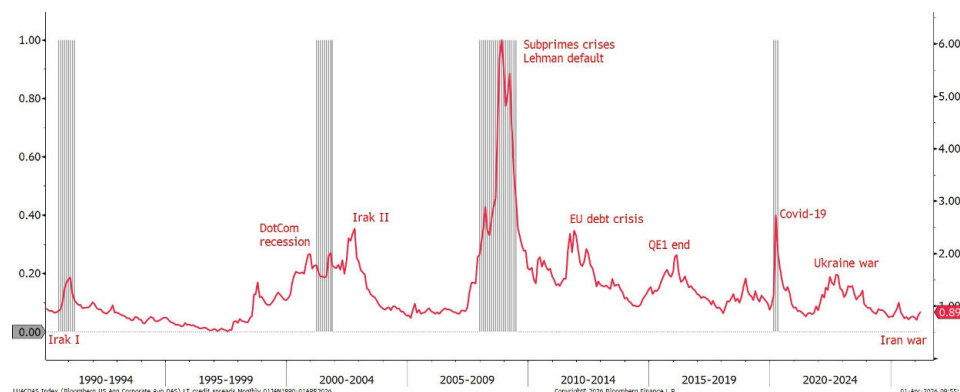
Graph. Déficit budgétaire américain.



Le crédit n'est pas sous tension

La guerre en Iran a accru l'aversion au risque et provoque un léger élargissement des spreads de crédit. Pour l'instant, la réaction reste contenue. Ceci est conforme aux tendances historiques qui montrent que les chocs géopolitiques ont généralement un impact limité et de courte durée, contrairement aux récessions ou aux crises financières.

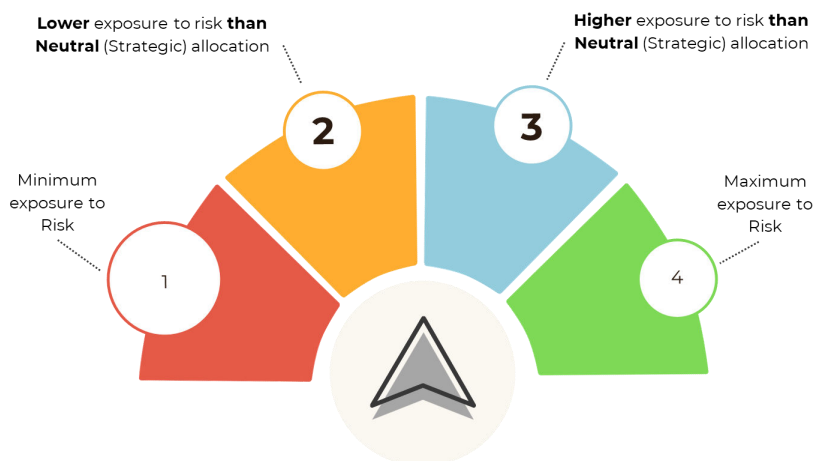
Graph. Évolution des spreads de crédit US dans le temps.



Toutes les périodes récentes de resserrement se sont terminées de la même manière. Un fort élargissement des spreads (plus de 100pbs) n'est survenu qu'en période de ralentissement économique significatif. Compte tenu des indicateurs avancés récents et bien orientés, et si nous n'entrons pas dans une période de ralentissement économique significatif, une nouvelle période (potentiellement longue) de faibles spreads de crédit se profile.

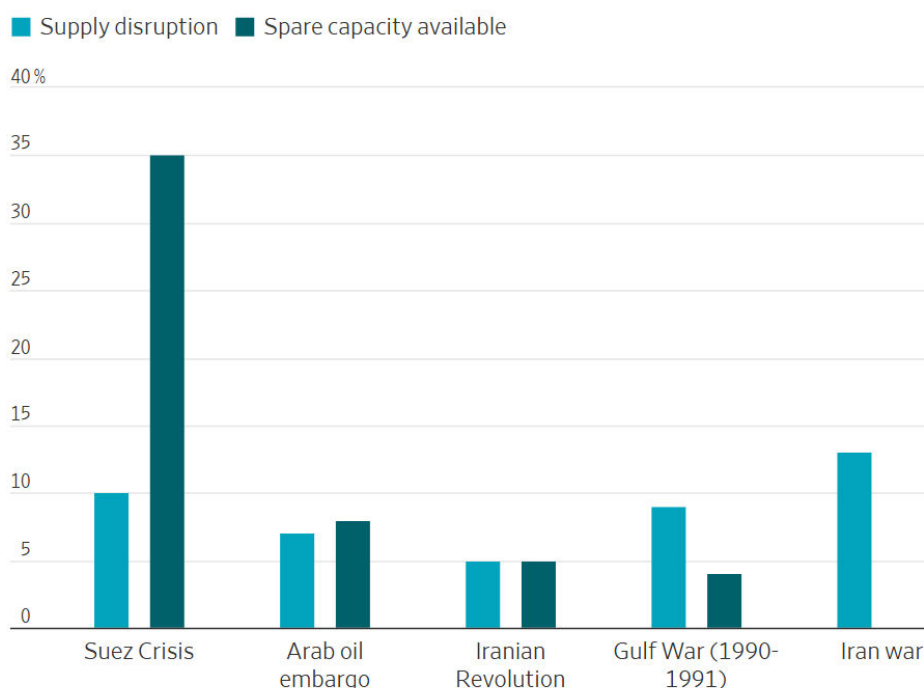
Actions

Le choc énergétique pourrait conduire à la stagflation. Ce n'est pas notre premier scénario. L'économie globale et la microéconomie sont résilientes. Trump a trop à perdre à laisser durer la guerre en Iran.



Les CEO des compagnies pétrolières avertissent que les perturbations liées à la guerre au Proche-Orient sont plus importantes que le marché ne le pense. La situation est particulièrement critique pour le kérozène pour les avions, le diesel et l'essence. L'Asie est particulièrement touchée, mais l'Europe le sera en avril. Une escalade de la guerre (bombardements des sites de production iraniennes et des monarchies pétrolières) mettrait à mal les économies des nations du Golfe arabe.

Size of shocks to the global oil market



Graph. La perturbation du marché pétrolier n'a jamais été aussi importante.

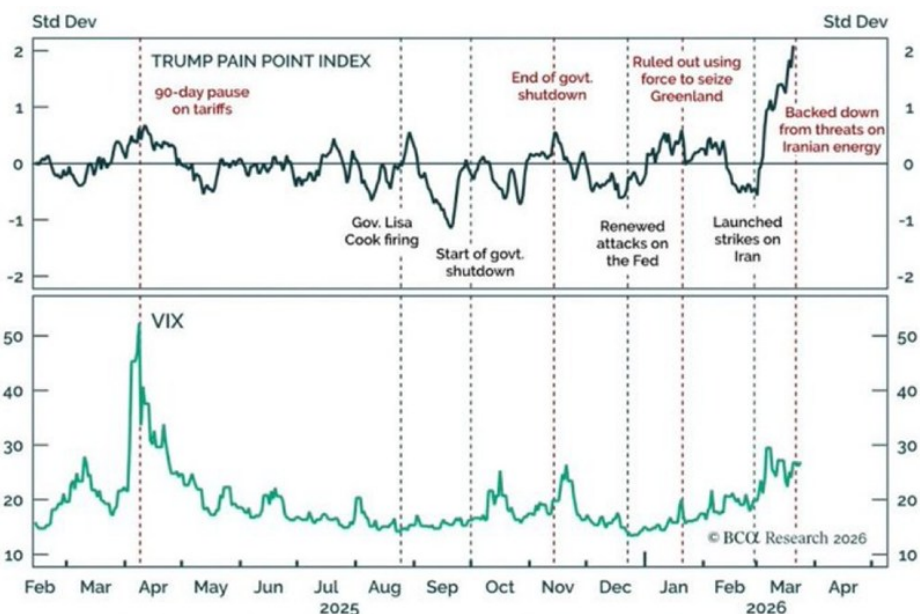
Source: Rapidan Energy Group

Le monde ne peut pas se passer de 20% de l'offre mondiale de pétrole et de gaz. Surtout l'Asie qui importe 80% du pétrole et du gaz de cette région et dépendante à 100% du gaz qatari. Plus rien ne sort du Qatar. Le blocage du détroit d'Ormuz est une chose, mais la destruction des installations de production et de raffinage est une autre chose très grave, car il faut plusieurs années pour reconstruire les infrastructures. Cette guerre touche aussi 45% de la production mondiale de fertilisants (début de la saison de l'ensemencement) et d'hélium (gaz utilisé dans la production des semi-conducteurs). 8% de l'offre mondiale d'aluminium vient des Emirats Arabes Unis et l'arrêt actuel demandera 6-8 mois pour un redémarrage.

Pourtant, les investisseurs restent prudemment constructifs, la crainte de rater un rallye. La volatilité est de mise avec un Trump fonctionnant au courant alternatif. Ils ne paniquent pas :

- 1) L'espoir d'une chute prochaine du régime iranien et une réouverture sûre du détroit d'Ormuz.
- 2) L'évolution positive des bourses 2-3 semaines en moyenne après le début d'un choc géopolitique.
- 3) Un prix du baril en-dessous des \$120, ne correspondant pas à un choc pétrolier, probablement grâce aux réserves stratégiques libérées de 400 millions de barils par les 32 pays membres de l'AIE.
- 4) Une hausse contenue du 10 ans US.
- 5) L'indice « TACO » en zone extrême (signal d'achat).
- 6) La sortie de Trump de la guerre en Iran avec la proximité des élections de mi-mandat et un gallon de l'essence *unleaded regular* au-dessus des \$4 à l'approche de la *driving season*.

Indice « TACO ». Cet indice combine les rendements inverses du S&P 500, les rendements des bons du Trésor à 10 ans, les taux hypothécaires à 30 ans, les contrats à terme sur l'essence, les swaps IPC à 1 an et les taux d'approbation présidentielle en une seule mesure des difficultés économiques et politiques. Cet indice est pertinent, Trump étant sensible aux performances de Wall Street.

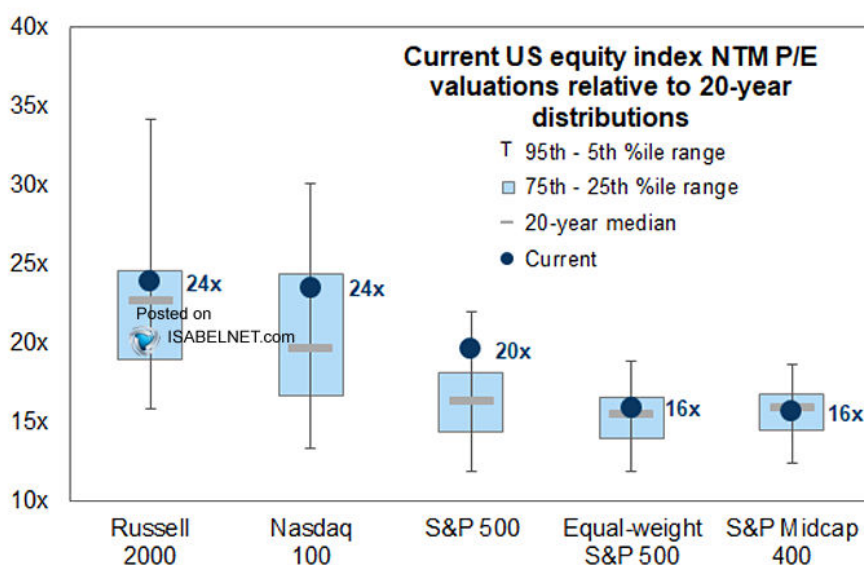


Graph. Indice « TACO ». Source: CBOE, Bloomberg, Realclearpolitics, BCA calculations

En mars, les bourses n'ont pas intégré le scénario du pire. Les performances des indices tournaient autour des -10%. Pour rappel, une correction est un recul entre -10% et -20%. Au-delà des 20%, on entre en *bear market*.

Depuis novembre 2025, les PER des indices se sont contractés de 15% en moyenne, en particulier le S&P 500 avec la consolidation des Big Techs et la chute des éditeurs de logiciels à cause de la menace réelle de l'IA qui remplacera une partie des logiciels. En mars, les PERs se sont contractés aussi à cause du risque inflationniste avec la guerre en Iran.

Exhibit 41: US equity index P/E valuations vs. history

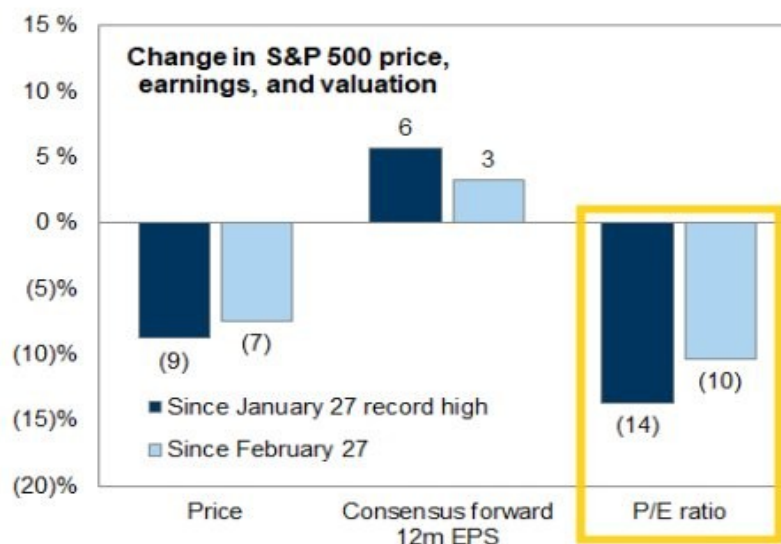


Graph. Les PERs des indices US ont réintégré leurs moyennes historiques.

Source: Compustat, FactSet, IBES, Goldman Sachs Global Investment Research

La baisse des indices s'est faite par une contraction des PERs. Depuis novembre 2025, les bourses ont consolidé alors que les profits progressent.

Exhibit 1: The S&P 500 has declined by 9% from its January high



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

L'économie globale est résiliente, même face aux droits de douane de Trump. L'IA est un puissant moteur du commerce global avec les semiconducteurs et les équipements pour l'infrastructure IA, qui compte pour plus de 30% des exportations des grands hubs asiatiques, Taïwan, Corée du Sud.

Fin 2025, nous disions que 2026 serait une année haussière, soutenue par les plans fiscaux américain, allemand et japonais, mais avec plus de volatilité en raison des impacts de l'IA sur certains secteurs économiques, où les gagnants et les perdants seraient plus visibles. Nous maintenons notre vision positive en 2026 sur les actions.

Les entreprises de logiciels ont lourdement dévissé sur les marchés mondiaux début février. La raison ? Les investisseurs ont été pris de panique par le lancement d'un outil d'IA par Anthropic susceptible de causer des perturbations massives au sein du secteur. Anthropic a lancé Cework, une nouvelle fonctionnalité pour sa plateforme IA Claude, destinée à automatiser un certain nombre de tâches de rédaction et de recherches juridiques.

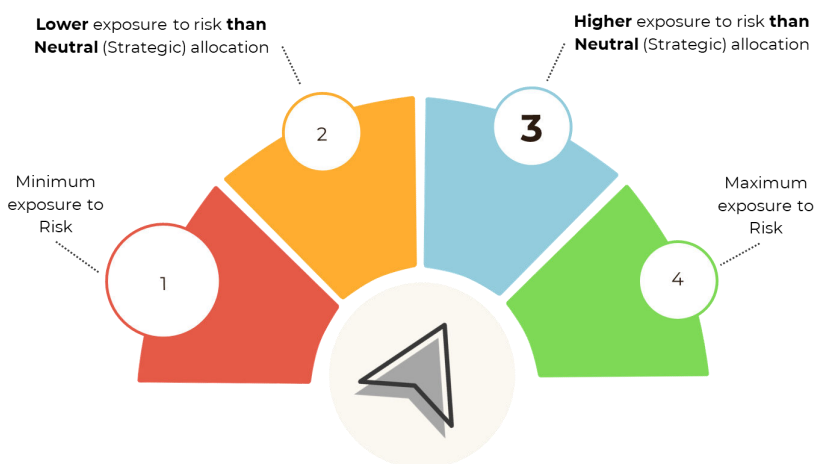
Depuis deux ans, la plupart des éditeurs de logiciels avait adopté une posture rassurante. L'intelligence artificielle était présentée comme une couche supplémentaire, un accélérateur de productivité venant enrichir des produits existants sans en bouleverser l'architecture ni le modèle économique. Cette narration a longtemps rassuré les investisseurs : l'IA devait renforcer les positions acquises, pas les menacer. La réalité est que l'IA est capable de générer des rapports financiers, d'orchestrer des flux métiers ou d'automatiser des processus entiers sans passer par une interface logicielle classique, alors certaines applications deviennent redondantes.

La guerre d'Iran montre encore une fois la faiblesse énergétique de l'Europe. L'Allemagne se questionne sur le retour du nucléaire. Grâce à ses excédents d'épargne, l'Europe pourrait se lancer dans de grands plans d'investissement dans l'énergie (nucléaire et solaire), la défense et la technologie.

Contrarié, Trump remet en question encore une fois l'intégration des Etats-Unis au sein de l'OTAN qu'il considère un « tigre de papier ». Trump a ajouté que Poutine pensait la même chose. Les membres européens de l'OTAN n'ont pas voulu soutenir les Etats-Unis en Iran, avec raison, l'OTAN étant une alliance défensive. Le secteur européen de la défense reste évidemment une forte conviction.

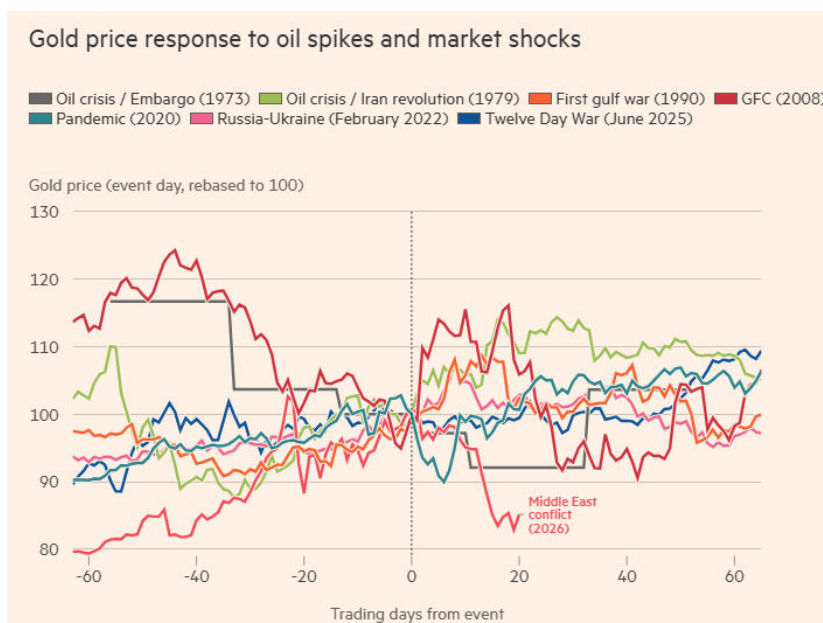
Investissements alternatifs

Un cycle haussier pour les matières premières. Des opportunités d'achat sur l'or et les métaux industriels. Le prix du Brent devrait rester autour des \$100 le baril pour une période relativement longue.



En mars, l'or et les métaux industriels ont été pénalisés par l'appréciation du dollar, devise-refuge le temps de la guerre en Iran, et le risque de stagflation. L'or a aussi souffert des anticipations de hausse de l'inflation et la remise en question d'une baisse des Fed Funds par la Fed en 2026. Quant aux métaux industriels, les perspectives d'un ralentissement économique ont plombé les prix. Mars a été marqué par des sorties de fonds investis en or physique. Son statu d'actif-refuge a été remis en question. Le prix de l'or avait chuté de 24% durant mars. L'or est surtout un actif idéal pour créer des liquidités pour répondre à des appels de marge sur d'autres actifs. Après une très forte demande en janvier, l'or a été un des meilleurs actifs à vendre en mars grâce à de bons profits engendrés.

Historiquement, l'or sous-performe les 4 à 6 semaines après le début d'une crise en raison d'un effet de liquidité.



Source: FT, Bloomberg, Standard Chartered Research

Les facteurs positifs restent pour une hausse du prix de l'or à moyen-long terme : dettes US et globales élevées, droits de douane et nationalisme, incertitudes commerciales et géopolitiques.

Les banques centrales sont actuellement en position de vente pour des prises de profits. La banque centrale de Pologne, qui a été un important acheteur, considère des ventes pour financer les dépenses militaires. La Turquie a aussi beaucoup vendu.

Segment cyclique, les métaux industriels ont affiché la moins bonne performance en mars.

Pourtant, aux Emirats Arabes Unis, l'usine qui produit 8% de l'aluminium mondial est arrêtée suite à des bombardements iraniens.

La guerre au Proche-Orient cause une pénurie de sulfure, nécessaire pour la production d'acide sulfurique, utilisé dans le processus d'extraction du cuivre. Si la situation se poursuivait, cela se traduirait par une hausse du prix du cuivre, un métal qui est déjà en déficit d'offre.

Cette guerre ne stoppera pas la tendance structurelle des prix des métaux industriels en raison de leur caractère critique pour la sécurité nationale et la concentration de leur production sur quelques pays.

Le monde est devenu dangereux et certains pays doivent retrouver leur indépendance industrielle, énergétique, militaire et technologique. Ce nouveau paradigme est très consommateur en métaux industriels.

Toutes corrections sur les cours des sociétés minières sont des opportunités d'achat.

Après la guerre, les prix du pétrole et du gaz devraient rester durablement élevés - au-dessus des \$100 le baril - pour financer la reconstruction des infrastructures pétrolières et gazières (Qatar) détruites par les bombardements.

Les compagnies pétrolières devraient générer d'importants flux de trésoreries et augmenter les dividendes pour les actionnaires.

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.