

La Lettre Mensuelle



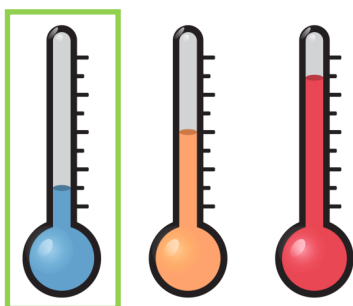
POINT DE SITUATION
TACTIQUE

Mai 2026

Panorama global

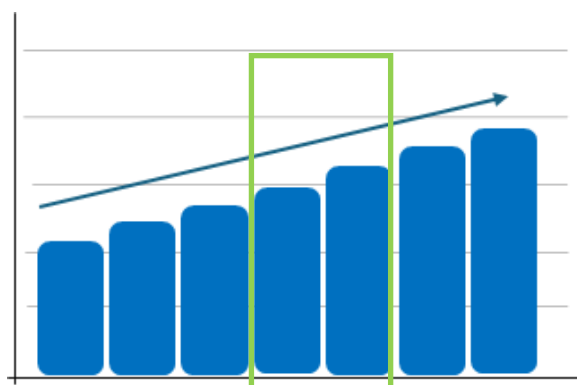
Conditions-cadres mondiales

Inflation dans les 6 prochains mois



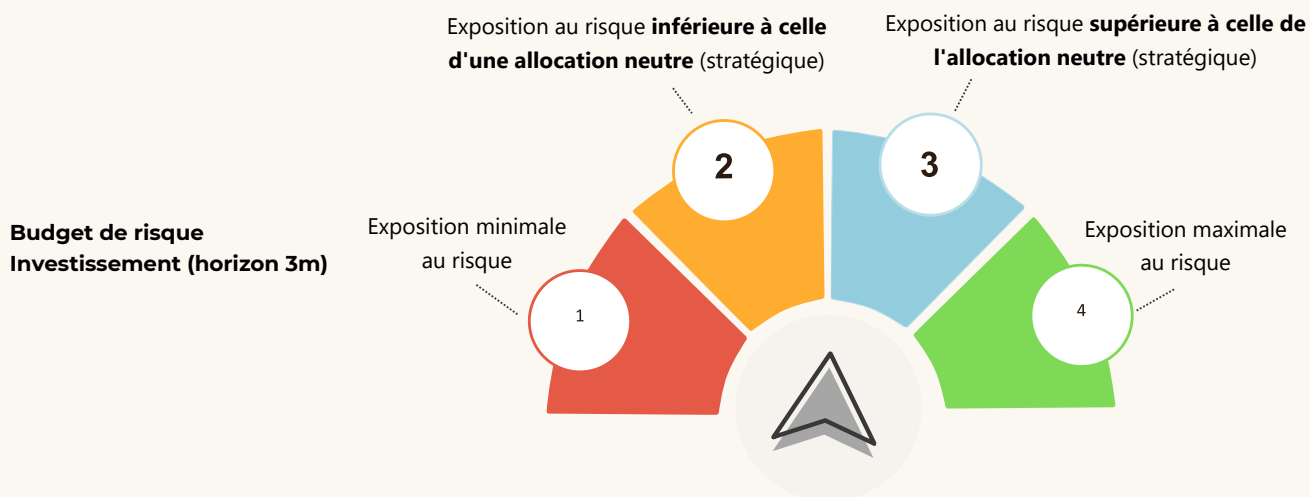
Position : en ligne avec les objectifs des banques centrales (hors Japon)
Tendance : décélération

Croissance économique dans les 6 prochains mois



Position : inférieur au potentiel à long terme
Tendance : stable

Vision global



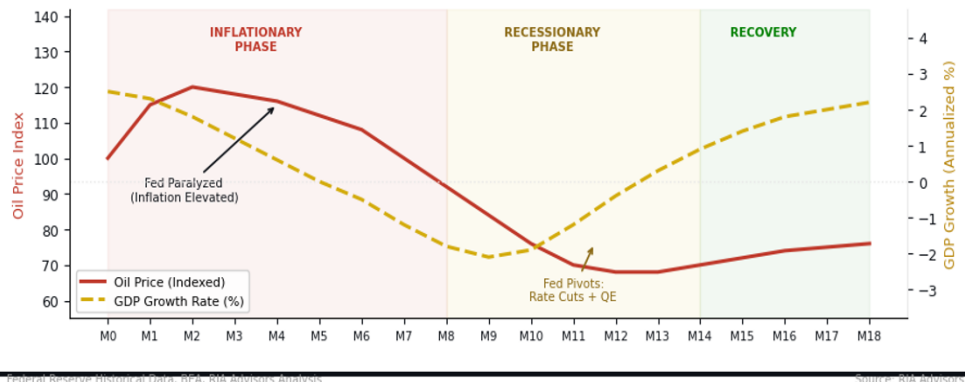
Contexte mondial

Macroéconomie – Perspectives conjoncturelles

Le spectre d'une inflation plus élevée – et durable – refait surface. Ne blâmez pas la géopolitique...

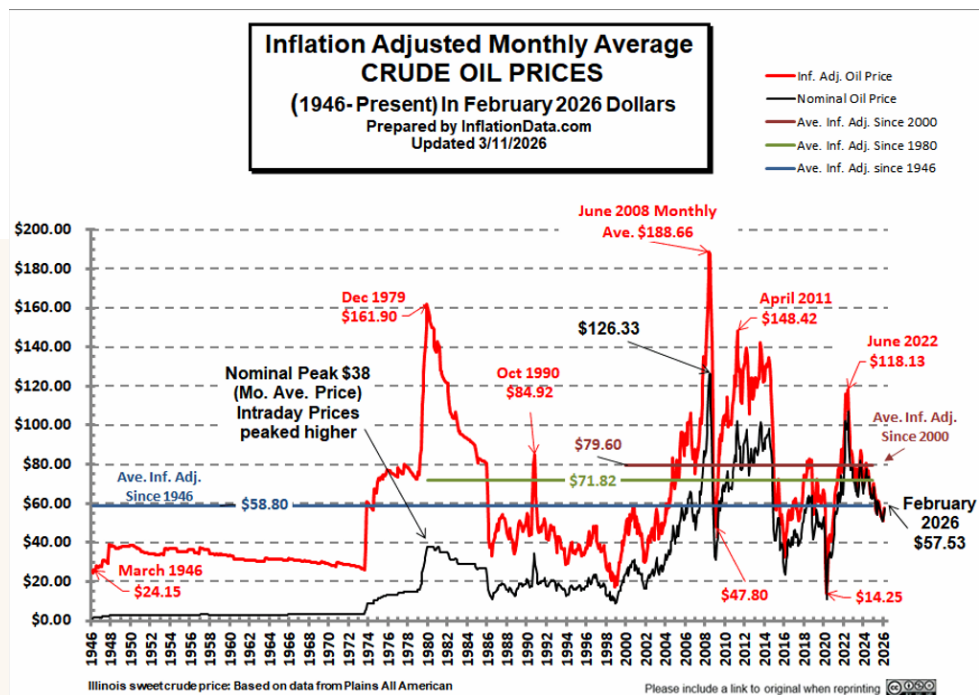
Grphe. **Chocs pétroliers stylisés.**
 Il faut généralement au moins deux trimestres d'inflation en forte hausse pour que la croissance s'effondre.

THE SEQUENCING TRAP: OIL SHOCKS, RECESSION & THE FED PIVOT



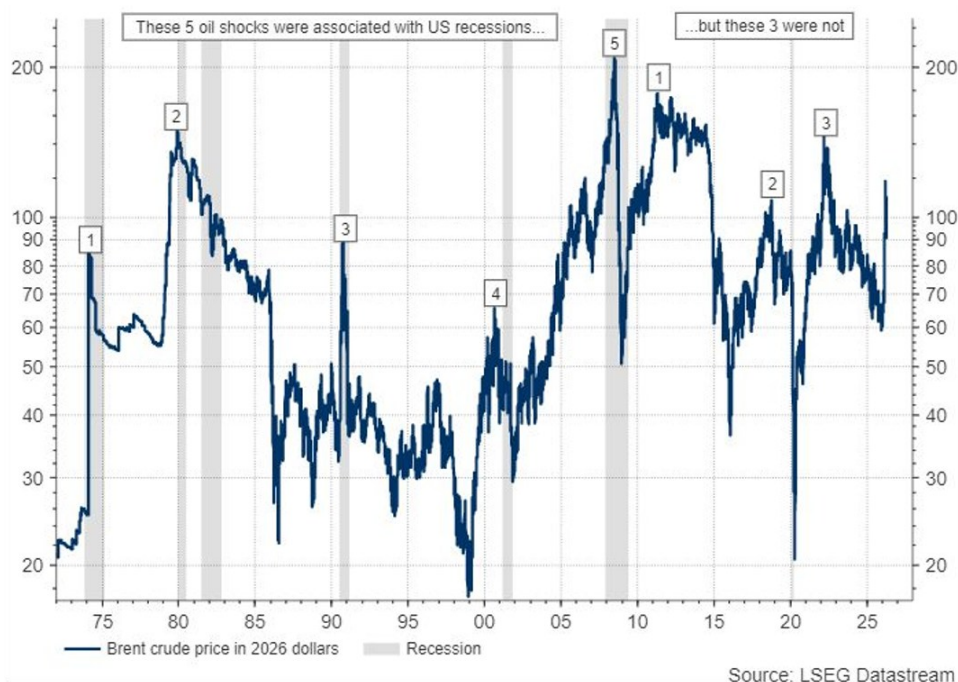
Les chocs pétroliers sont inflationnistes et récessionnistes. L'inflation empêche la Fed d'assouplir sa politique monétaire. Ils agissent comme un impôt régressif sur les consommateurs. Les revenus disponibles s'effondrent, réduisent les marges et les licenciements s'ensuivent. La demande s'effondre avant que l'offre ne puisse s'ajuster, et que l'inflation ne rebaisse.

Grphe. Les chocs pétroliers en perspective.



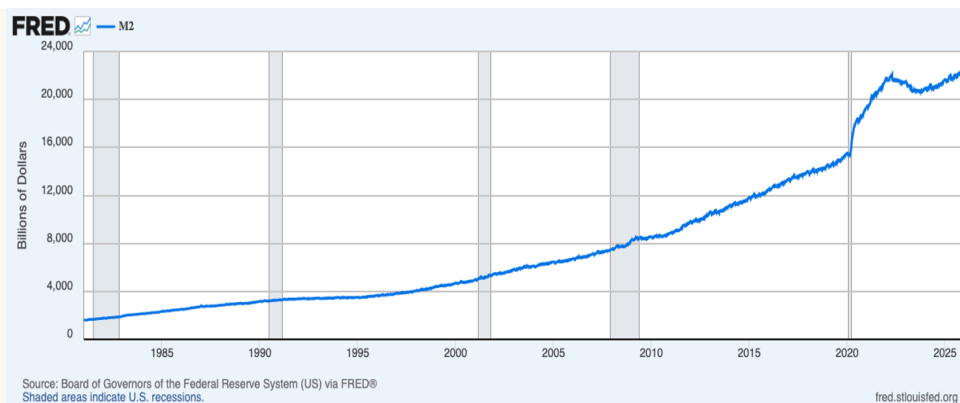
Un baril à 100 dollars n'est pas nécessairement un record. Le pic de 2008, à environ 147\$ pour le Brent, correspond à un niveau réel encore plus élevé aujourd'hui, souvent estimé à plus de 180 à 200\$ selon l'indice de prix utilisé. Le retrait des Émirats arabes unis de l'OPEP rend l'offre future plus imprévisible. Il faut se méfier d'un éventuel suivi du Venezuela.

Graphe. Les trois derniers chocs pétroliers n'ont pas été associés à une récession aux États-Unis.



L'économie américaine, fondée sur les services, a réduit son intensité pétrolière. Les hausses des prix du pétrole ont moins d'impact sur la croissance et l'emploi. Les États-Unis sont moins dépendants des importations nettes de pétrole, de sorte que l'impact des chocs est absorbé au niveau national. L'impact macroéconomique est plus diffus, affectant l'inflation, les services, les transports et le pouvoir d'achat.

Graphe. Sous Powell, la Fed a augmenté la masse monétaire de près de 9 000 milliards de dollars.



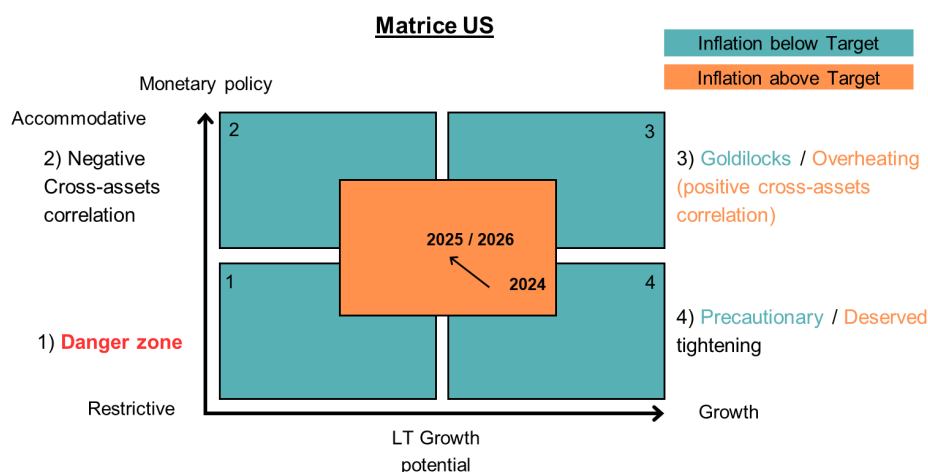
La dernière vague d'inflation aux États-Unis a plutôt été provoquée par Washington (comme c'est généralement le cas), et due à un endettement, des dépenses et une création monétaire excessifs de la part du gouvernement.

- ⇒ Crise énergétique. Bien qu'elle soit désagréable et insidieuse, elle ne constitue pas encore un facteur de risque dramatique pour l'inflation future.
- ⇒ La prodigalité de Washington a été, est et restera la cause profonde de l'inflation américaine.

Malgré le conflit au Moyen-Orient, des perspectives relativement optimistes pour les mois à venir restent valables, la croissance mondiale

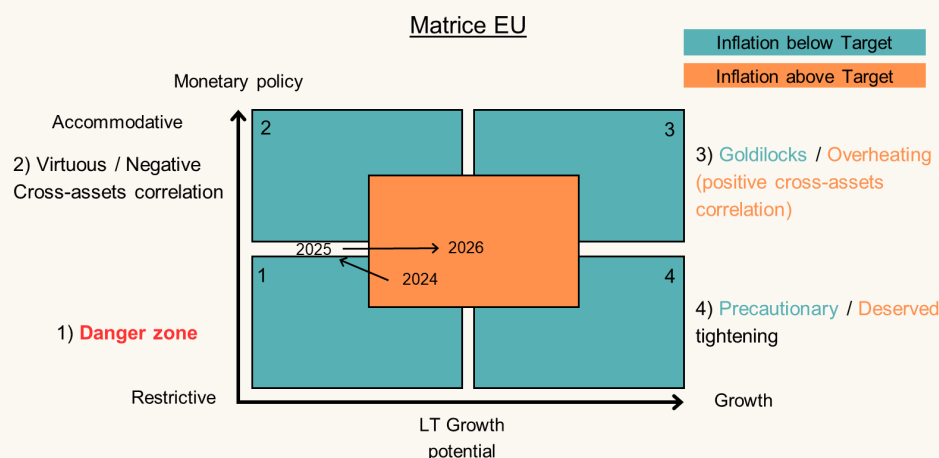
nominale s'approchant de son potentiel à long terme. Si la hausse de l'inflation va nuire à la qualité de cette expansion, son impact sur la croissance réelle ne sera pas significatif. En conséquence, le scénario de référence de l'IMF d'avril 2026 prévoit une croissance *réelle* mondiale de 3,1 % en 2026 et de 3,2 % en 2027, en supposant une désescalade et une normalisation partielle des prix du pétrole au second semestre 2026. Il souligne toutefois qu'un choc pétrolier prolongé pourrait faire chuter la croissance à environ 2,5 % en 2026, l'inflation mondiale atteignant alors environ 5,4 %.

- ⇒ Une croissance nominale mondiale forte avec des composantes régionales de plus en plus variables.
- ⇒ La « fenêtre » de désinflation a connu une fin brutale.



Les États-Unis connaîtront une bonne croissance nominale en 2026.

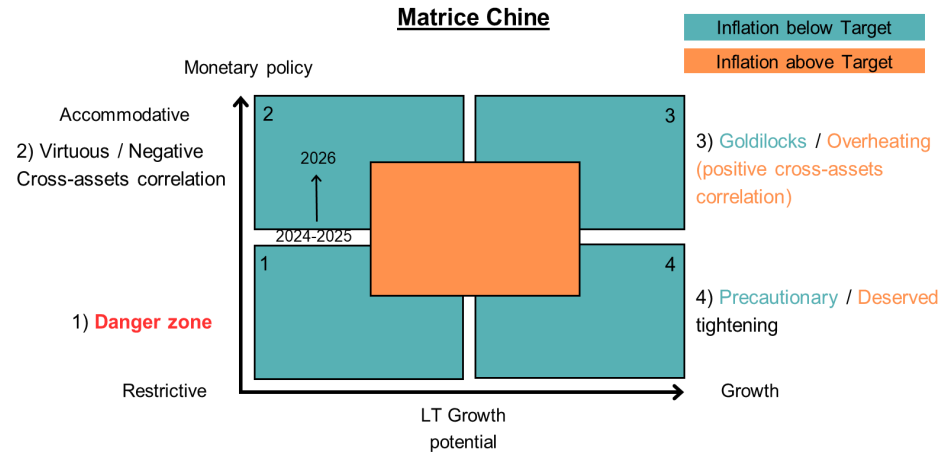
- Une bonne croissance nominale associée à une Fed en mode attentiste.
- Probabilité non négligeable de «surchauffe» à partir du S2.



La croissance nominale de l'UE s'accélérera modérément en 2026.

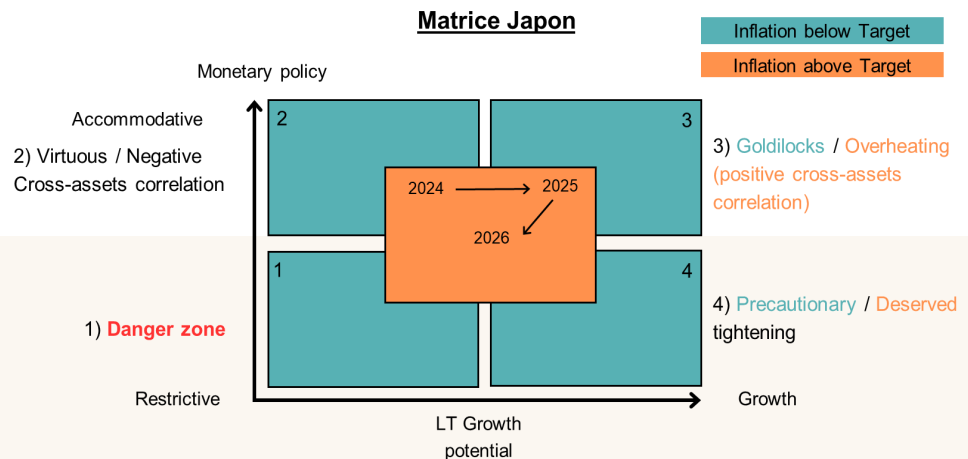
L'inflation dans l'UE repart à la hausse, ce qui met à l'épreuve la politique de la banque centrale.

- Une BCE vigilante.
- Cadre d'investissement dans l'UE : légère détérioration par rapport aux derniers mois.



L'activité chinoise devrait rester bien en deçà de son potentiel à long terme. La croissance du PIB nominal de la Chine pour 2026 devrait s'établir autour de 5%.

- La Banque populaire de Chine ne s'inquiète pas des risques d'inflation.
- On peut s'attendre à un contexte d'investissement favorable.



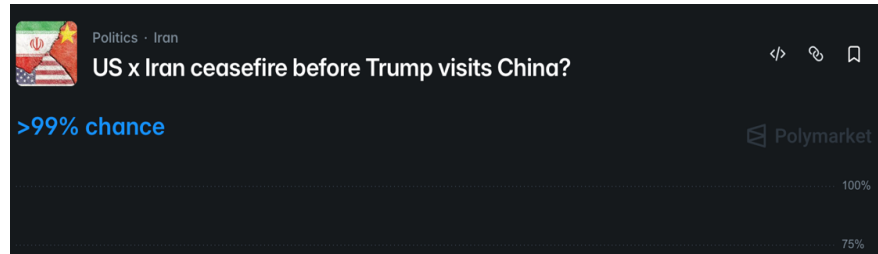
- La croissance japonaise est révisée à la baisse, mais l'inflation tenace persiste.
- Laxiste, la Banque du Japon se résout à normaliser sa politique monétaire.
- Le contexte d'investissement restera mouvementé et complexe.

Géopolitique

Il ne se passe pratiquement pas une semaine sans que l'administration Trump n'ouvre un nouveau front, qu'il soit militaire, économique ou politique. Comme l'avait théorisé S. Bannon en 2015-16, l'objectif est de submerger les médias et de fragmenter l'attention du public afin de désorienter et de détourner l'attention des enjeux cruciaux. Cette stratégie est d'autant plus efficace qu'elle s'appuie sur des récits émotionnels, polarisants ou sensationnalistes, qui captent l'attention du public plus rapidement que les questions structurelles. Ce rythme effréné ne devrait pas ralentir avant les élections de mi-mandat en novembre prochain.

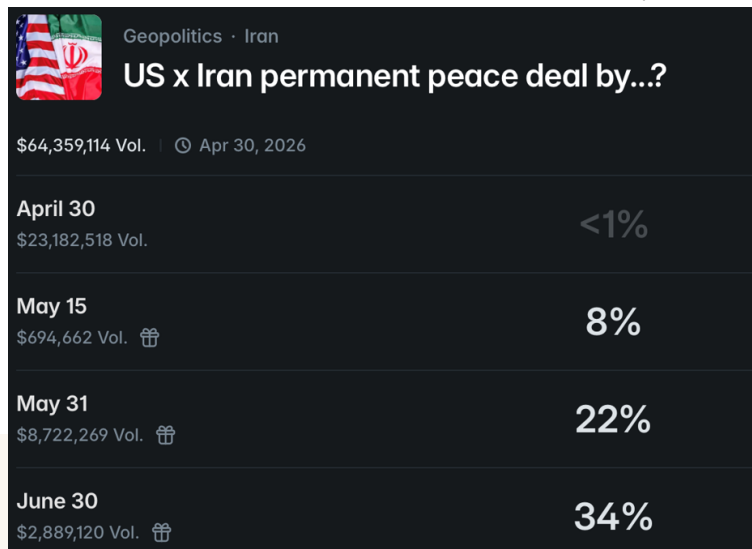
- ⇒ Les États-Unis vivent une révolution politique brutale.
- ⇒ Sur la scène internationale, l'imprévisible « règne de Don » s'installe également.
- ⇒ Les pourparlers bilatéraux entre les États-Unis et la Chine seront cruciaux.

Graphe. Polymarket : le cessez-le-feu devrait tenir à court terme.



Une nouvelle intervention militaire des États-Unis serait une surprise.

Graphe. Polymarket : le cessez-le-feu devrait tenir à court terme.



Mais la fin du conflit ne suscite guère d'optimisme.

Graphe. Les principaux actifs ne tiennent guère compte des risques liés à la guerre au Moyen-Orient.



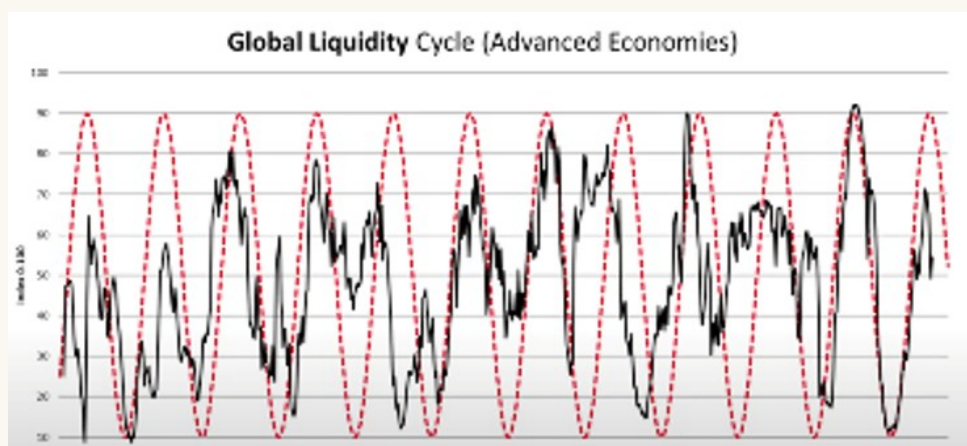
Si le principe « NACHO » (Not A Chance Hormuz Opens) s'impose et prend le pas sur le principe « TACO » (Trump Always Chickens Out), les acteurs économiques et les marchés financiers n'auront d'autre choix que de s'y conformer.

Liquidité mondiale

Un changement de régime se profile avec Warsh. La Fed cessera d'être la seule source de liquidité ; le relais sera passé au secteur privé. Depuis avril 2026, la réglementation bancaire a été assouplie, renforçant la capacité du secteur privé à prendre des risques. L'objectif est de créer un marché intérieur plus conforme, plus profond et plus captif. Idéalement, cela réduirait la politisation de la Fed. La déréglementation en cours et l'innovation financière stimuleraient l'allocation du crédit, soutiendraient l'investissement et renforceraient la productivité, et donc la croissance. En effet, certaines formes de déréglementation favorisent également l'innovation des entreprises et la croissance économique. Cependant, une concurrence et une prise de risque excessives finiront par encourager des comportements agressifs, gonfler le crédit et affaiblir les bilans. En fin de compte, cela accroît la vulnérabilité aux bulles et aux crises bancaires, avec des coûts économiques lourds.

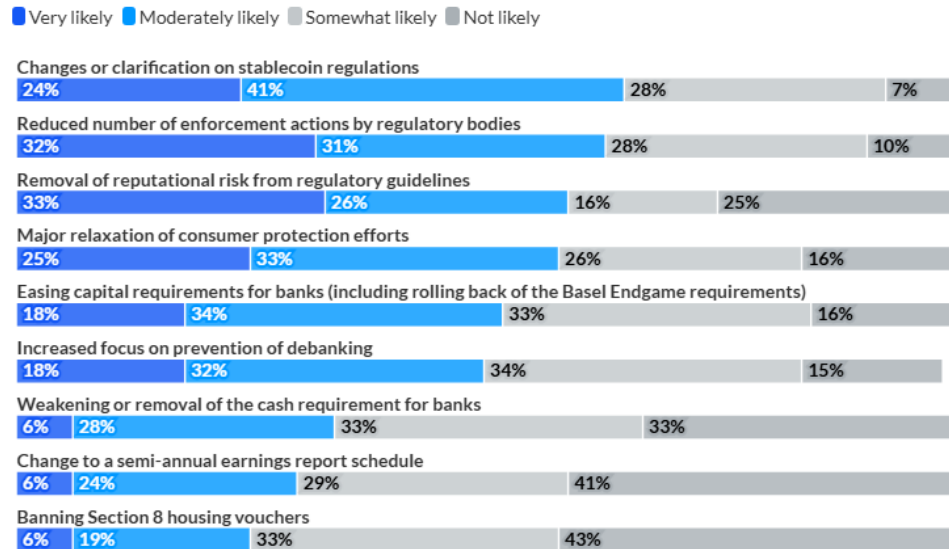
- ⇒ Il faut s'attendre à une évolution mouvementée de la liquidité américaine.
- ⇒ La liquidité mondiale est entrée dans une phase de décélération.
- ⇒ Les risques d'un « moment Minsky » augmentent vu l'innovation effrénée.

Graph. GLI en baisse à 50.



Un ralentissement significatif de la liquidité américaine est en cours. La production de liquidités de la Banque populaire de Chine (PBoC) pour contrer cette tendance n'est pas suffisante pour lisser le processus.

How likely are any of the following changes to the current regulatory environment in 2026?

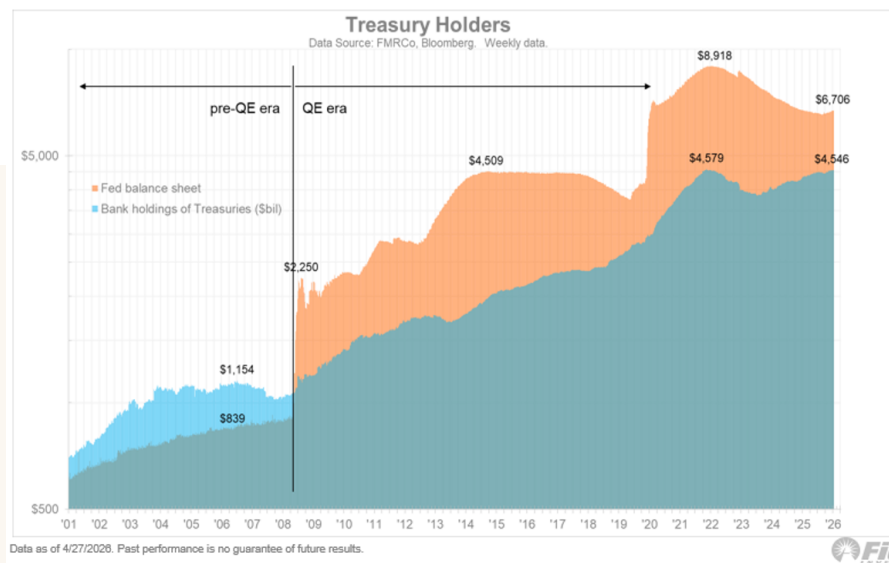


Grphe.L'administration Trump procède à une déréglementation précipitée.

Source: AB Predictions 2026 Survey • Base: All Respondents: n=174

AMERICAN BANKER

L'administration Trump encourage une innovation à grande échelle dans le secteur financier.



Grphe. L'évolution du bilan de la Fed est cruciale.

Un accord entre le Trésor et la Fed, Warsh et Bessent, prévoyant la « privatisation » du bilan de la Fed est en cours d'élaboration.

L'idée de baisser les taux courts favorisera, une courbe des taux plus pentue.

Pour éviter des dommages économiques, les taux hypothécaires devraient être plafonnés ou nationalisés.

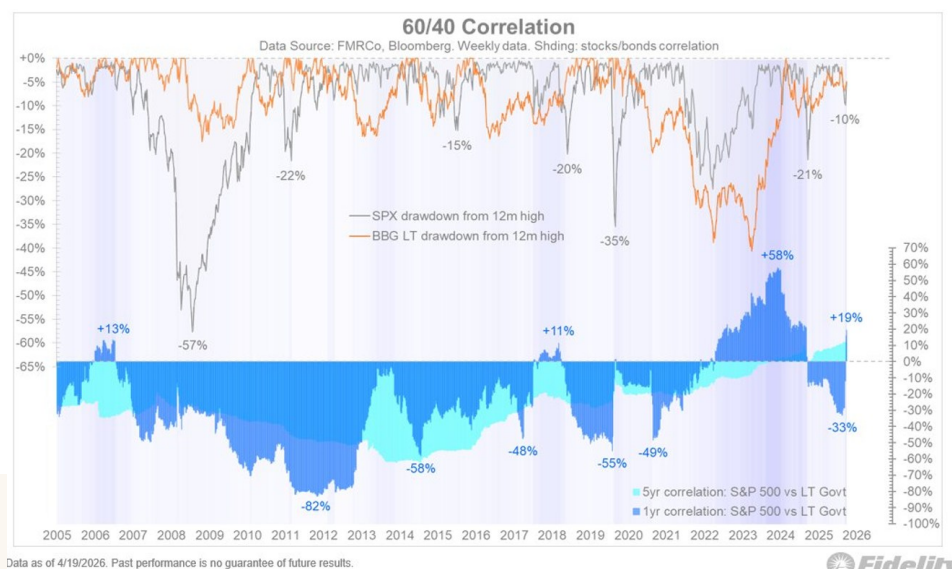
Allocation tactique – Horizon à 3 mois

La perspective macroéconomique mondiale reste favorable pour l'instant, sous réserve d'une reprise de la guerre au Moyen-Orient ou d'un long blocus du détroit d'Ormuz.

Jusqu'à présent, les marchés ont évalué la perspective d'un nouveau régime d'inflation avec un calme remarquable. Néanmoins, la baisse des indices VIX et Move ne doit pas masquer la détérioration sous-jacente significative des corrélations.

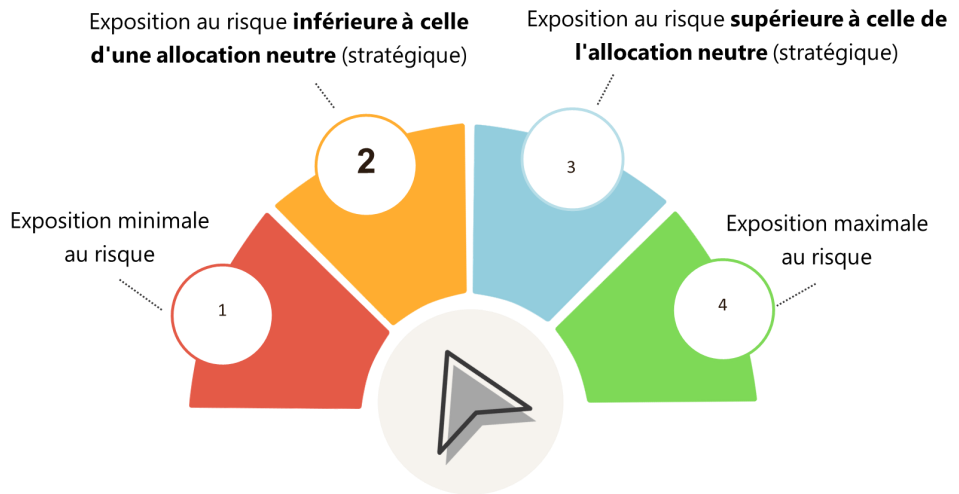
L'évolution de la liquidité aux États-Unis au cours des prochains trimestres mérite d'être suivie de près.

- ⇒ La corrélation entre les principaux actifs est redevenue positive
- ⇒ Rester pleinement investis au cours des trois prochains mois
- ⇒ Mais maintenir une part importante de l'allocation tactique dans les actifs réels, les matières premières, les métaux et les investissements alternatifs



Devises

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



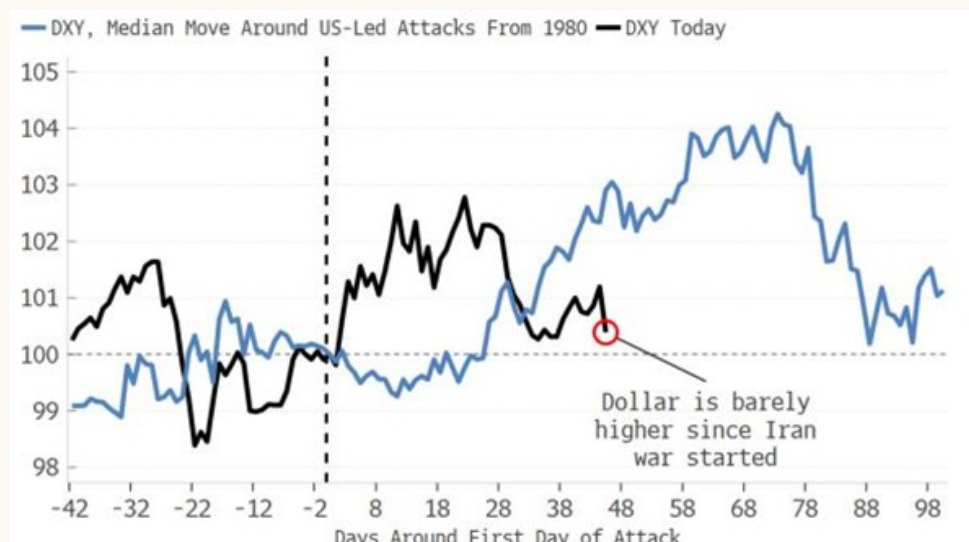
Banques centrales piégées par la guerre

Le conflit en Iran a piégé les banques centrales dans une impasse stagflationniste. La flambée des prix de l'énergie alimente l'inflation tout en freinant la croissance. Auparavant en pleine normalisation monétaire, elles sont désormais paralysées ; face aux chocs d'offre, aucun ajustement de taux ne peut résoudre cette menace fondamentale pour l'économie.

L'USD ne brille pas malgré la hausse du pétrole.

Malgré des prix du pétrole élevés et l'incertitude liée au cessez-le-feu, l'USD peine à se redresser. Des facteurs structurels défavorables – déficits persistants, surévaluation et baisse des réserves mondiales – pèsent plus lourd que son statut traditionnel de valeur refuge. À mesure que les échanges commerciaux et les prêts se détournent du dollar et que les Treasuries perdent de leur attrait en tant que valeur refuge, la capacité du dollar à progresser durablement en période de crise mondiale n'est plus garantie.

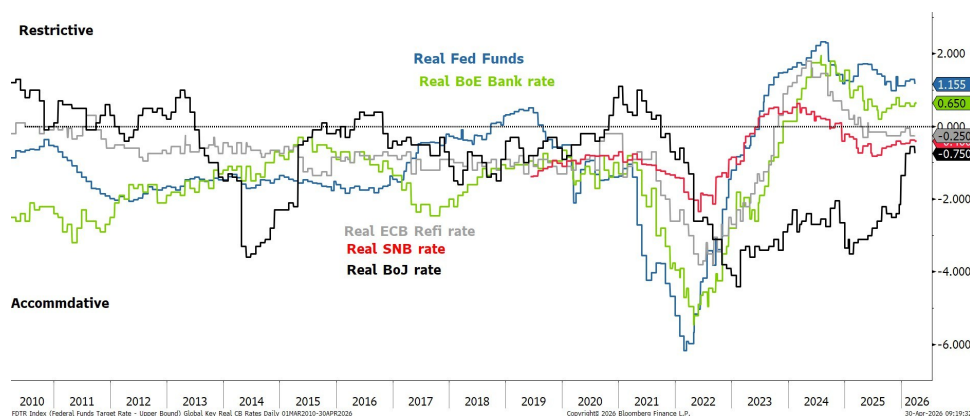
Grphe. Le statut de valeur refuge du dollar s'érode.



La Fed a maintenu ses taux inchangés, malgré une rare dissidence de 4 membres – une 1ère depuis les années 1990. Le bras de fer entre les

faucons et les colombes était manifeste, avec 3 voix en faveur d'une politique restrictive et la prise de position, attendue, de Miran en faveur d'une baisse de taux. Alors que l'inflation approche les 4%, Powell a laissé entrevoir un possible durcissement de la politique et l'éventuelle suppression de la tendance accommodante. Compte tenu de l'opposition interne historique et de la transition que traverse Powell lui-même, une pause prolongée, voire un scénario de maintien des taux inchangés en 2026, est de plus en plus probable. Warsh a déclaré que la Fed avait besoin d'une profonde restructuration, avec des réunions plus houleuses et de saines confrontations internes au sein d'une institution qui a cultivé la discipline et le consensus, au moment même où ses futurs collègues abandonnent l'idée de baisses de taux.

Grphe. La BCE, la BNS et la BoJ disposent d'une marge de manœuvre pour resserrer leur politique monétaire.



Le discours d'Ueda peu convaincant

La Banque du Japon a maintenu ses taux à 0,75%, mais un vote tendu (6 contre 3) signale un virage restrictif vers la normalisation. Si les prévisions d'inflation cœur ont atteint 2,8%, la croissance a été divisée par deux, à 0,5%. Le ministère des Finances est intervenu pour soutenir le yen, pour la 1^{ère} fois en près de deux ans. Malgré cette première intervention du ministère des Finances au seuil des 160 sur l'USD/JPY, le yen reste faible. Sans une politique monétaire nettement plus restrictive de la BoJ, il est peu probable que des interventions isolées puissent inverser la tendance. Le yen restera la monnaie de financement et l'économie la plus exposée aux coûts des importations d'énergie.

Nouveau virage restrictif de la BCE

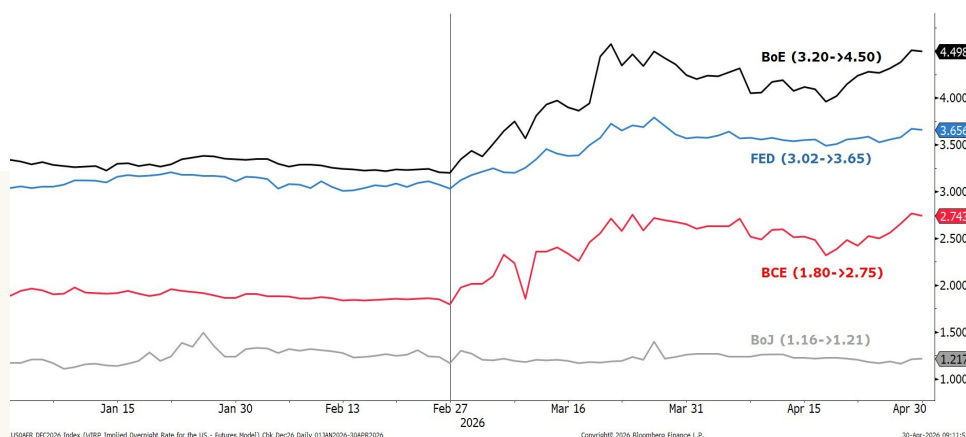
La BCE a maintenu ses taux inchangés, mais a débattu d'une hausse, s'orientant vers une hausse de taux en juin face à la montée des pressions stagflationnistes. Si l'inflation cœur allemande ralentit, la flambée des coûts de l'énergie et la faible croissance de la zone euro compliquent la politique monétaire. La décision de mars annonçait déjà des hausses de taux, alors que les prix du pétrole ont fortement augmenté depuis. Nous anticipons une hausse de 25pbs lors des 2 prochaines réunions, portant le taux de dépôt à 2,5%.

Malgré la prudence affichée du gouverneur Bailey, la Banque d'Angleterre reste confrontée à l'incertitude géopolitique. Son scénario intermédiaire actuel table sur un repli des prix de l'énergie, empêchant une inflation durable. Bien que le comité demeure sceptique quant à une spirale inflationniste comparable à celle de 2022, la crise au Moyen-Orient laisse entrevoir un retour de la rigueur, malgré une position plus restrictive, du fait d'un scénario central faiblement crédible

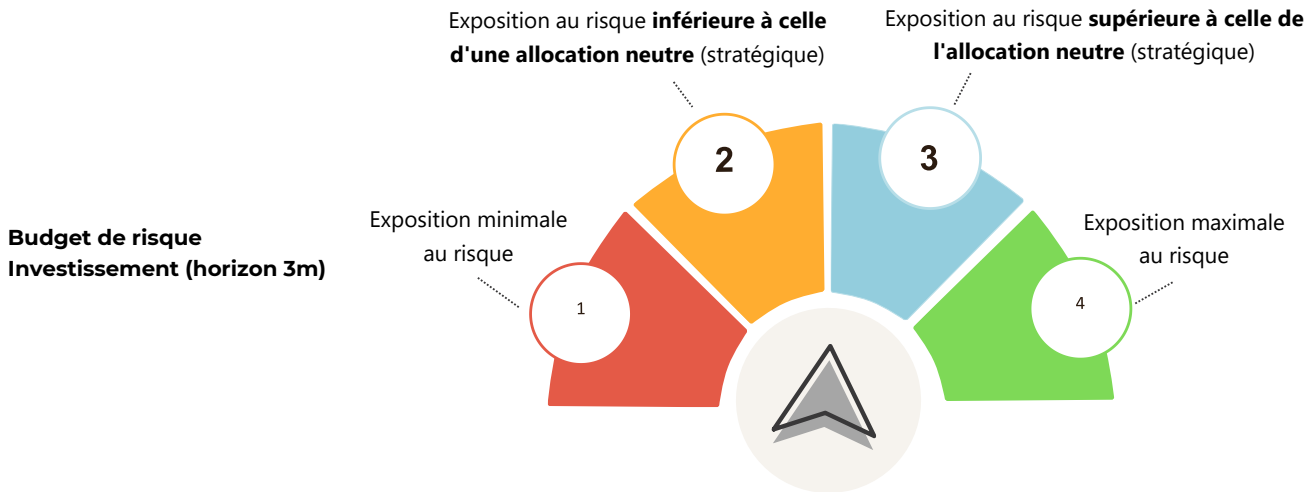
Le franc, la livre et le yen japonais restent les 3 devises les moins prisées, selon le positionnement spéculatif. Alors que les investisseurs avaient débuté l'année avec une position longue sur l'EUR et une vendeuse sur l'USD, cette tendance s'est totalement inversée. L'USD est désormais la devise privilégiée des spéculateurs, et non la nôtre.

En termes relatifs, la guerre a transformé les anticipations des banques centrales. La BCE et la BoE devraient procéder à trois nouvelles hausses de taux cette année. Les investisseurs ont revu à la baisse leurs anticipations concernant trois baisses de taux de la Fed, mais celles concernant la Banque du Japon sont restées inchangées. L'EUR et la GBP demeurent nos devises de prédilection.

Graphique. La guerre en Iran a modifié les anticipations concernant la Fed, la BCE et la Banque d'Angleterre en fin d'année, mais pas celles sur la Banque du Japon.



Obligations



Le ralentissement de l'inflation européenne en avril n'est qu'un répit de courte durée. Les subventions espagnoles et la faiblesse de l'activité allemande n'offrent qu'un soutien temporaire face aux anticipations d'inflation des ménages et aux prix industriels, qui atteignent des niveaux records.

Malgré ces signaux de ralentissement, le marché obligataire européen est resté globalement stable. Notamment, les anticipations d'inflation des ménages ont atteint des niveaux inédits depuis avril 2022. Parallèlement, les anticipations d'inflation dans le secteur industriel continuent de progresser, et les professionnels des services ont fait état d'une 1ère amélioration de leurs perspectives de prix. La stabilité actuelle de l'inflation cœur pourrait être transitoire.

Si les données économiques européennes, prises isolément, auraient pu avoir un impact négligeable sur les obligations, les récents événements aux États-Unis ont provoqué un retour de la volatilité. Les indicateurs économiques US continuent de diverger des prévisions de politique monétaire, exerçant une pression significative sur les taux mondiaux.

Grapshe. Rebond des anticipations d'inflation.



Historiquement, les marchés étaient restés relativement protégés des tensions géopolitiques en Iran ; toutefois, cette perception a évolué. La durée prolongée du conflit, conjuguée à la robustesse des indicateurs économiques, a entraîné une forte hausse des anticipations d'inflation à long terme. Ce changement explique l'intensification des pressions et la hausse des taux longs observées ces derniers jours.

Dimension budgétaire

La guerre en Iran a recentré l'attention sur la viabilité budgétaire. Si la trajectoire de la dette de la zone euro reste globalement inchangée, la réduction des marges de manœuvre budgétaires pourrait contraindre la zone euro à adopter une politique monétaire moins énergique face à l'inflation.

Le marché obligataire est de nouveau sous pression. Parallèlement, les taux mondiaux ont fortement progressé, suivant la hausse des prix du pétrole, et atteignant de nouveaux pics annuels. Les taux US à 2, 10 et 30 ans approchent les seuils clés de 4%, 4,5% et 5%, niveau de « pivot de politique monétaire » qui avait précédemment déclenché des interventions du président Trump, signalant un risque imminent pour l'économie US.

Bilan de la Fed

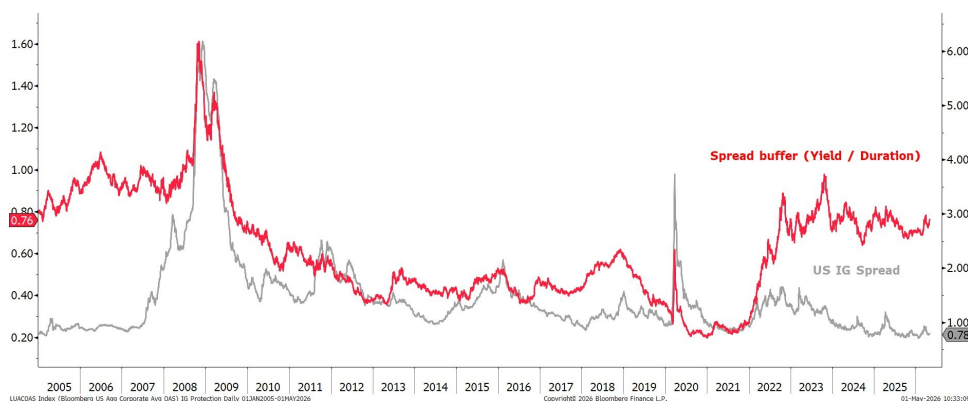
Warsh pourrait aligner les avoirs de la Fed sur la structure de la dette US. Le portefeuille SOMA étant surpondéré en actifs longs, cela exerce une pression accrue sur les obligations longues. Étant donné que la prime de terme à 10 ans est corrélée au volume du SOMA, une réduction de sa durée entraînerait probablement une hausse de cette prime.

- Le marché obligataire sera bientôt au centre de l'attention.
- Compte tenu de la dynamique des prix de l'énergie, nous maintenons une sous-pondération des obligations d'État US.

Des bilans solides soutiennent le crédit

Malgré la volatilité géopolitique, les spreads IG et HY restent proches de leurs niveaux post-2008, soutenus par des fondamentaux solides et une croissance diversifiée des revenus. Si les investissements liés à l'IA ont accru l'offre, les taux obligataires élevés offrent une marge de sécurité fiable. Nous privilégions le crédit IG comme pilier stable du portefeuille, offrant des flux de trésorerie résilients et un profil de risque plus favorable que les obligations d'État volatiles.

Grappe. Malgré des spreads serrés, le taux des obligations IG protège contre leur élargissement.

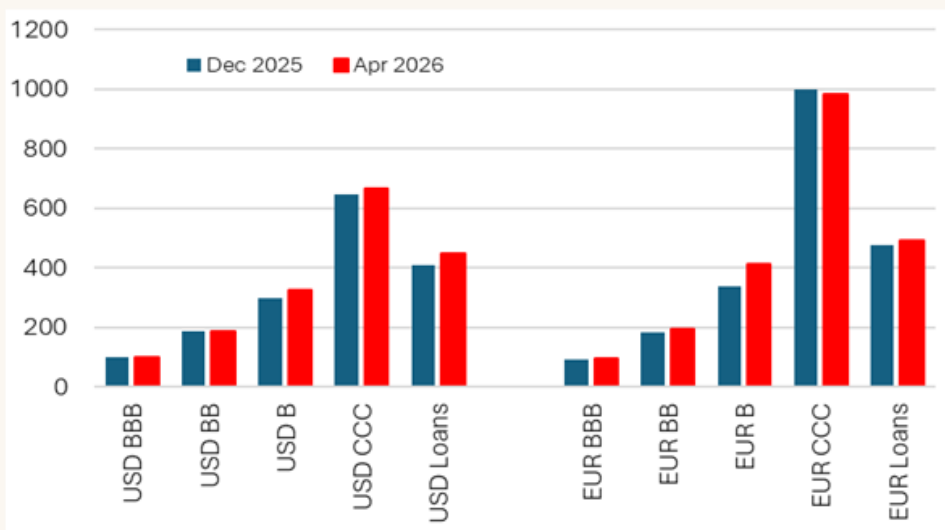


Perspectives positives sur le HY US malgré l'incertitude macroéconomique

Bien que la croissance des bénéfiques puisse ralentir en 2026, l'effet de levier reste stable. L'élargissement récent des spreads reflète la volatilité géopolitique et une réévaluation macroéconomique plutôt qu'une dégradation des fondamentaux. Les spreads resteront dans une fourchette étroite, soutenus par des taux globaux attractifs qui offrent une marge de sécurité significative.

Les conditions techniques demeurent favorables. Un refinancement proactif a minimisé les obstacles à court terme, permettant aux émetteurs de rester patients malgré la hausse des taux. Avec une offre maîtrisée et des fondamentaux solides, les obligations HY demeurent un placement attractif pour des rendements ajustés au risque dans un environnement volatil.

Grappe. L'incertitude macroéconomique a un impact limité sur les obligations moins bien notées.



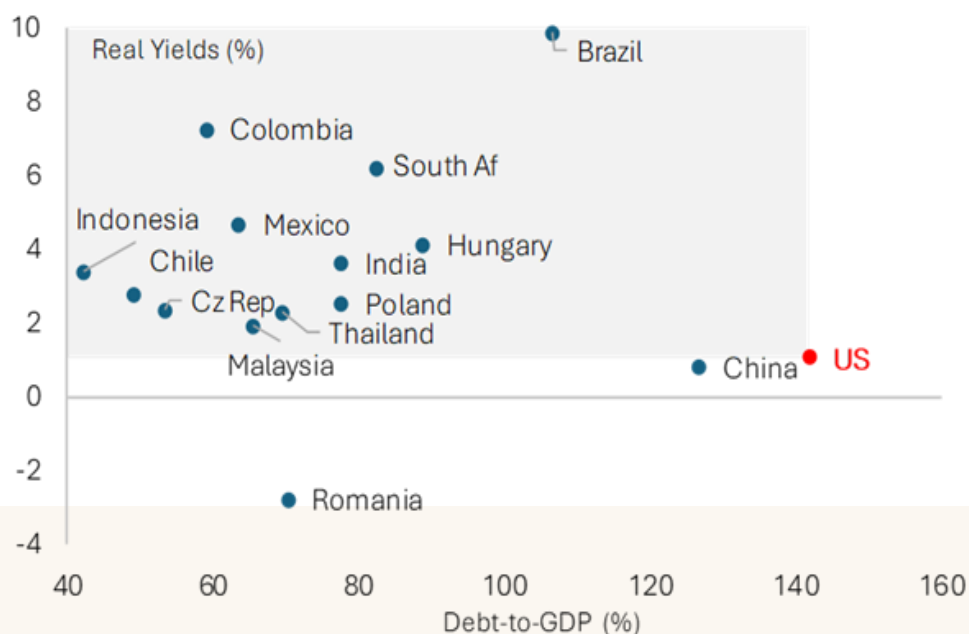
Les événements mondiaux posent des défis aux émergents

Des ajustements politiques prudents ont rendu de nombreuses économies émergentes moins vulnérables aux chocs géopolitiques. Au-delà des tensions au Moyen-Orient, le contexte demeure porteur grâce à

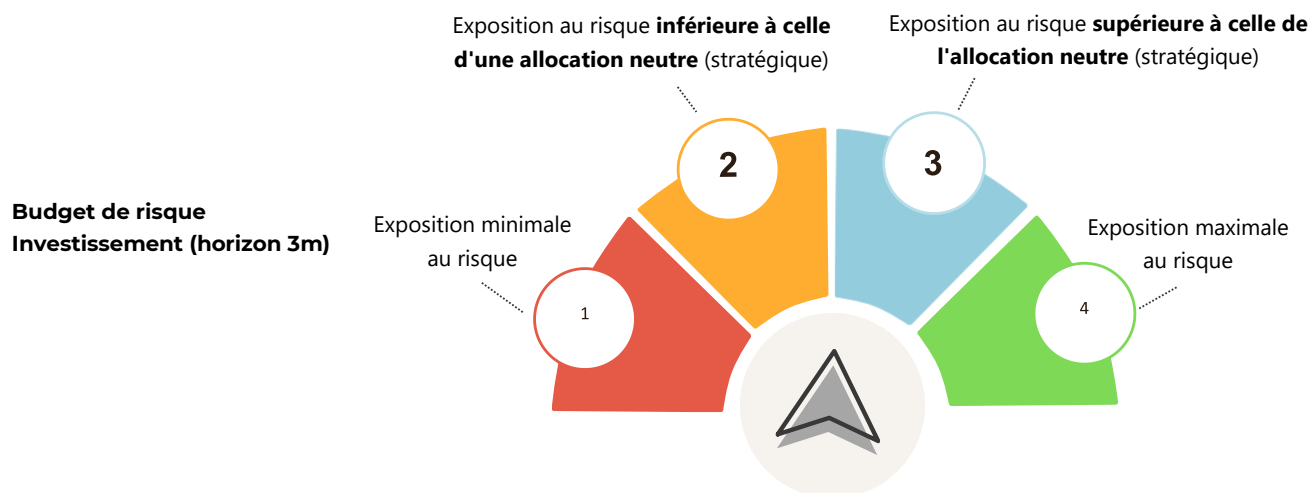
une croissance mondiale positive, un endettement maîtrisé et une inflation contenue. Les indicateurs techniques se sont également améliorés, la classe d'actifs enregistrant des entrées récentes de capitaux après des années de sorties.

Malgré une croissance favorable, nous sous-pondérons le crédit en devises fortes en raison de valorisations serrées et des risques de baisse liés aux créances en difficulté. Nous privilégions la duration en monnaie locale, où des taux réels élevés et des courbes de taux pentues offrent une protection, ainsi que certaines devises soutenues par des conditions commerciales favorables et la faiblesse du dollar.

Graphe. Les taux réels et un endettement maîtrisé créent des opportunités.



Actions



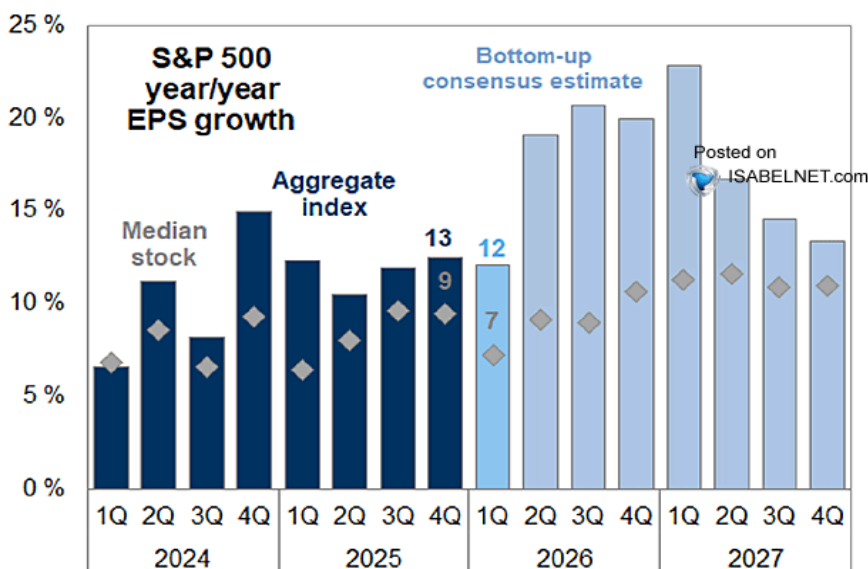
Les actions devraient poursuivre leur hausse en 2026 avec de la volatilité et un objectif à 7'800 pour le S&P 500. A court terme, correction attendue

Nous excluons le scénario stagflationniste. Certes, la guerre en Iran soulève des craintes de ralentissement économique et de reprise de l'inflation, déjà perceptible avec une accélération de l'inflation de 100 points de base dans les économies occidentales. On perçoit aussi des restrictions sur certains produits pétroliers raffinés comme le kérosène utilisé dans l'aviation commerciale.

Mais la hausse « limitée » des cours du pétrole a pris de court les experts. Le Proche-Orient compte pour 20% de l'offre mondiale de pétrole et de gaz. Depuis le début de la guerre d'Iran, le 28 février, le prix moyen du Brent est à \$100 le baril avec des deux pics entre \$120-125. Loin des \$150 de la Grande crise financière en 2008 et des \$140 au début de la guerre d'Ukraine. De nombreux experts estimaient un cours entre \$150 et \$200. Cette « bonne » nouvelle a limité la hausse du 10 ans US à un niveau moyen à 4.27% contre 4.5%-5% en 2022-2024 (guerre d'Ukraine). Si la situation des taux reste stable, nous n'anticiperons pas de risque de contraction des évaluations boursières, même si le rallye d'avril a rehaussé les PER aux niveaux d'avant la guerre d'Iran.

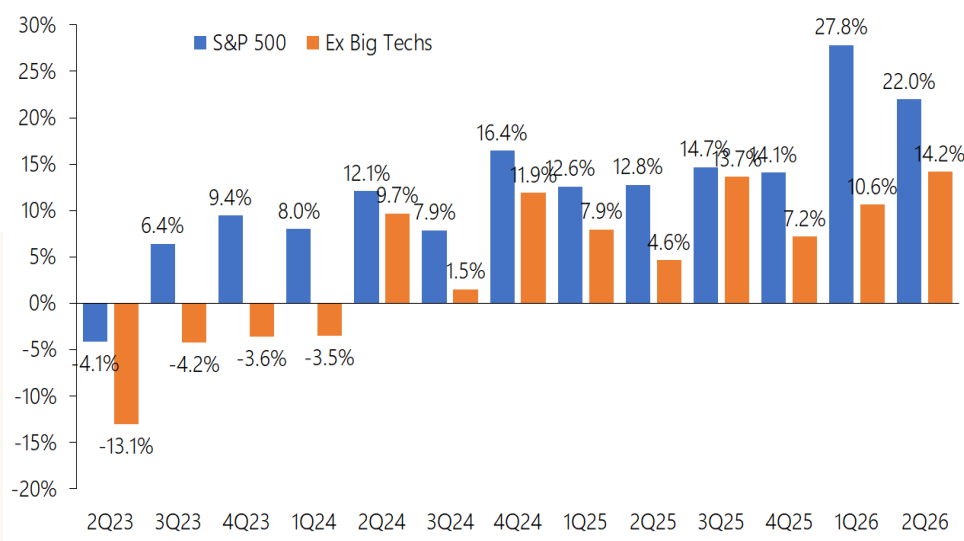
Les profits soutiennent les actions. Les indices sont soutenus par la folle progression des profits, soutenue par l'IA. Au 4T25, elle a été de 14% contre 8% attendue. Au 1T26, les profits grimpent de 27% contre +13% escompté fin mars et les revenus de +11%. Les plus fortes contributions positives viennent de la technologie (semiconducteurs) et des Big Techs. Au 2T26, la hausse des profits est estimée à 22% et à +21% pour l'année 2026.

Exhibit 9: Consensus estimates point to 12% S&P 500 EPS growth in Q1 2026



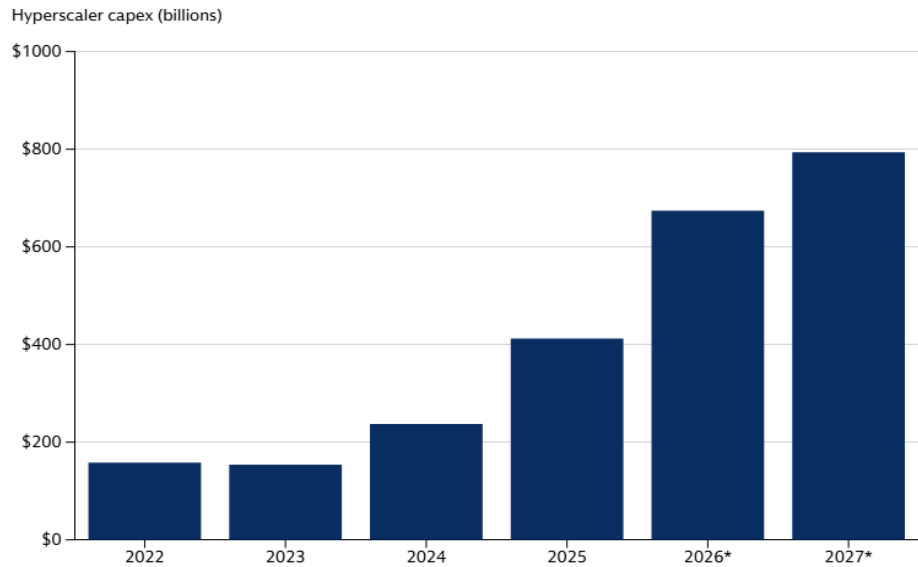
Graphe. Les Big Techs et les semiconducteurs comptent pour 50% de la progression des profits du S&P 500. Une progression de 20% des profits du S&P 500 est attendue en 2026 !

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research



Ces prochains trimestres, les profits resteront soutenus par les investissements dans l'IA, la transition énergétique (électrification), les dépenses dans la défense, l'expansion des capacités de production d'électricité et les plans de relance économiques en Allemagne et au Japon. D'un point de vue régional, la reconstruction de l'Ukraine devrait bénéficier aux entreprises européennes. La solidité des profits éclipsé la géopolitique, la Fed et les inquiétudes légitimes sur les capex IA. Les résultats d'Eli Lilly confirment le puissant potentiel de hausse des ventes pour les médicaments contre la perte de poids.

Grphe. Les gigantesques investissements dans l'IA par les 5 hyperscalers. \$190 milliards en 2026 pour Alphabet et Microsoft.



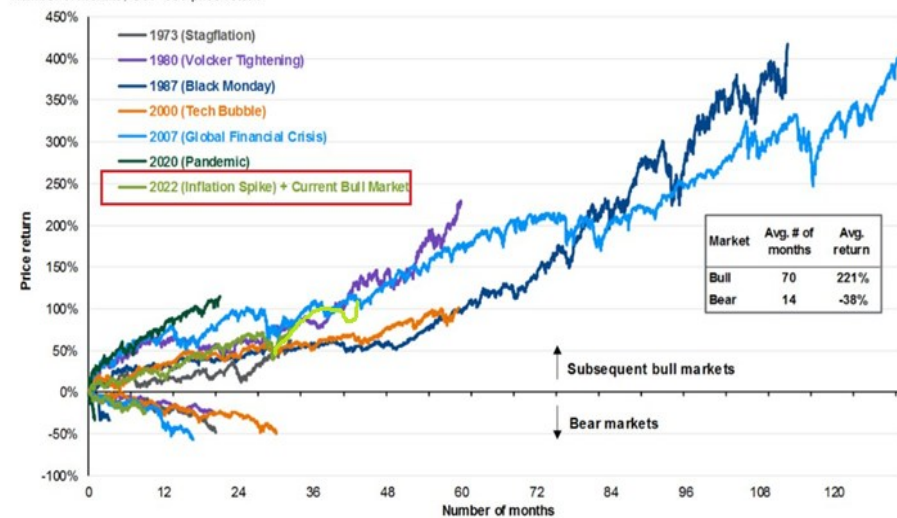
Source: FactSet, Goldman Sachs Research
*Consensus estimates

Goldman Sachs

Grphe. Ce bull market (démarrage en octobre 2022) est encore jeune avec ses 43 mois et sa hausse de 102%. Les moyennes d'un bull market sont de 70 mois et de 221%.

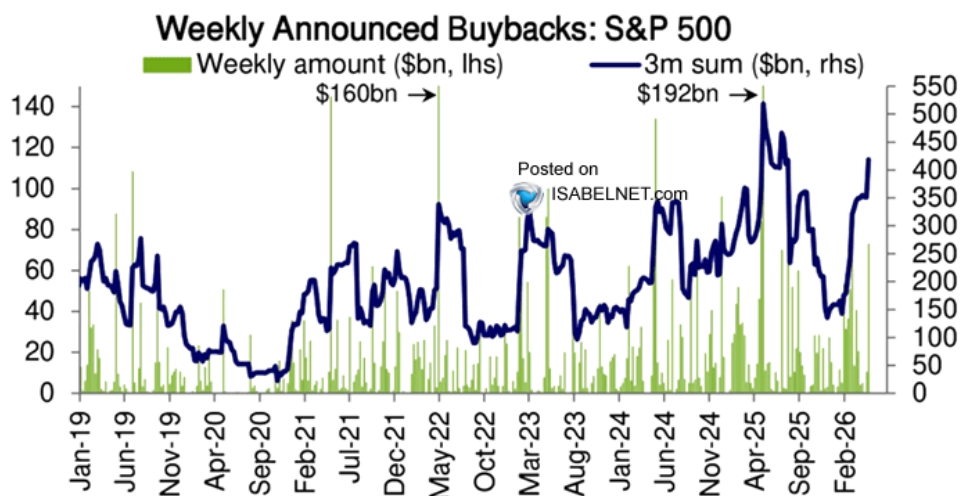
Length and severity of bear and subsequent bull markets

Number of months, S&P 500 price return



La volatilité restera en 2026 avec les menaces permanentes et les rétropédalages de Trump. Fin 2025, nous écrivions que le bull market allait se poursuivre en 2026, jusqu'au 1er trimestre 2027 (analogie technique entre la bulle Dotcom 2000 et les capex massifs actuels dans l'IA), mais avec des phases importantes de rallyes et de corrections.

Buyback announcements remain strong



Graph. La hausse des rachats d'actions aux US confirme la solidité des bilans et la volonté de favoriser les actionnaires.

Les bourses se tiennent bien, pariant sur un Trump plus prudent sur la guerre en Iran à l'approche des élections de mi-mandat en novembre où il est en très mauvaise posture dans les sondages. Le prix du gallon sans plomb 95 US est repassé en-dessous des \$4, mais toujours à un niveau trop élevé, alors que Trump promettait \$2 le gallon. Déjà en sursis financier depuis plusieurs mois, la guerre d'Iran a accéléré la chute de la compagnie aérienne américaine Spirit Airlines en raison de la forte hausse du prix du kérosène. Même si les Etats-Unis sont quasi indépendants en termes énergétiques, les prix du pétrole, du gaz et des produits raffinés sont globaux. Aucune compagnie aérienne de cette taille n'avait été liquidée aux États-Unis depuis vingt ans.

A court terme, on privilégie les actions européennes au détriment des actions américaines et émergentes. Après une phase corrective en mars, les bourses ont enregistré un des plus rapides rallyes en avril. L'adage « Sell in May and go away » ne fonctionne plus depuis longtemps. Sur les 10 dernières années, le S&P 500 n'a baissé qu'une seule fois en mai, suivi d'une seule baisse également en juin et aucune baisse en juillet. Cependant, à l'exception des bourses européennes, on commence le mois de mai en situation (très) surachetée; cela mériterait une consolidation, voire une correction. Le rallye d'avril s'est déroulé avec une faible participation des titres.

Mécontent de l'absence des Européens dans sa guerre en Iran, Trump veut punir l'Europe par un retrait de troupes américaines en Allemagne et en Espagne, et une hausse des droits de douane à 25% sur les voitures. Une hausse des droits de douane américains de 15% à 25% sur l'automobile européenne coûterait €15 à 30 milliards selon l'institut de Kiel. "Le taux de croissance déjà poussif de l'Allemagne serait durement touché", a déclaré l'économiste de l'IfW Julian Hinz. L'institut anticipe actuellement une croissance de l'économie allemande de 0,8% cette année. L'Italie, la Suède ou la Slovaquie seraient également sévèrement touchées.

Depuis le début de l'année, les meilleures performances (indice MSCI Monde) sont attribuées à l'énergie (guerre d'Iran), aux matériaux (sécurité nationale), à la technologie (IA), à l'industrie (défense, équipements industriels), aux services de communication (IA) et aux producteurs d'électricité (IA et transition énergétique). Nous restons positifs sur ces secteurs.

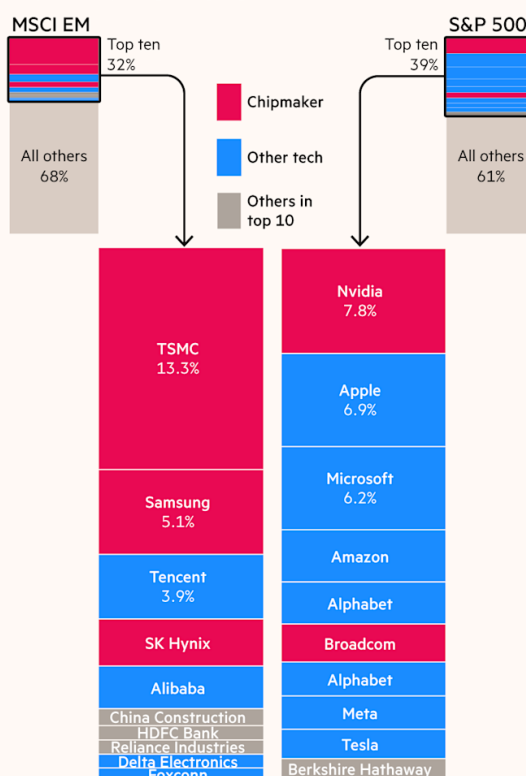
Depuis septembre 2025, le secteur financier affiche une forte volatilité relative. Depuis début février 2026, le secteur financier s'est décorrélé avec la courbe des taux, mais avec la repentification de la courbe des taux, il devrait mieux se comporter.

Les secteurs défensifs (santé, consommation discrétionnaire et de base) souffrent. La santé est pénalisée par la baisse des prix des médicaments imposés par Trump, à l'exception d'Eli Lilly grâce à son médicament superpuissant contre l'obésité, et la consommation discrétionnaire par l'impact de la guerre au Proche-Orient sur le segment du luxe et par la transition technologique du secteur automobile. La consommation de base se comporte mieux grâce à sa capacité d'augmenter les prix. Dans le segment défensif, on surpondère l'alimentation, les boissons et le tabac.

En termes régional, nous surpondérons la zone émergente. L'Amérique latine bénéficie de l'arrivée de nouveaux gouvernements de droite pro-réformes et de la hausse des prix des matières premières, et l'Asie de son exposition aux exportations d'équipements industriels et militaires et à la technologie.

Chipmakers and Big Tech are dominating EM stock markets, mirroring the US pattern

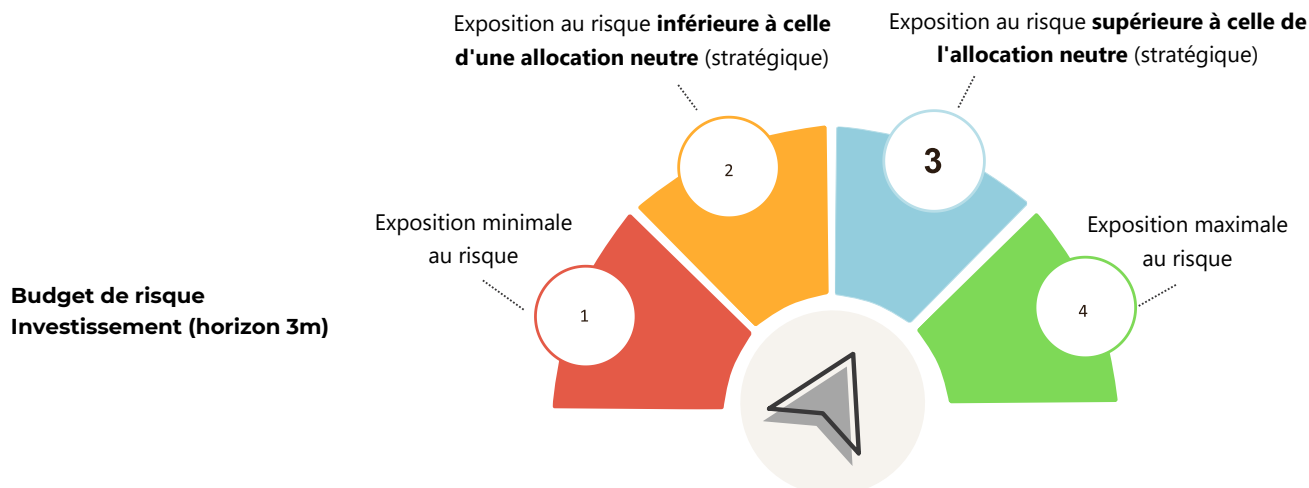
Weightings of MSCI EM and S&P 500 indices, with top 10 companies by weight highlighted



Grphe. Avec l'explosion de l'IA, le secteur de la technologie prend une place importante dans les indices asiatiques, ce qui explique la forte hausse des indices taiwanais et coréens.

Source: FT

Investissements alternatifs



Métaux précieux et industriels dans l'attente. La thématique verte est relancée.

L'or consolide. Les investisseurs sont en attente du développement de la guerre US-Iran avec le risque inflationniste et la baisse des espoirs d'une diminution des taux par les banques centrales. A court terme, nous n'avons pas de grandes convictions sur l'or. Une correction des bourses surachetées pourrait peser défavorablement sur les métaux précieux. Au 1er trimestre 2026, les banques centrales ont acheté de l'or à un rythme le plus élevé depuis une année. Les plus importants acheteurs ont été la Pologne et l'Ouzbékistan. La Russie et la Turquie ont été vendeurs. La Chine reste un solide acheteur tant la banque centrale que les ménages et les investisseurs individuels.

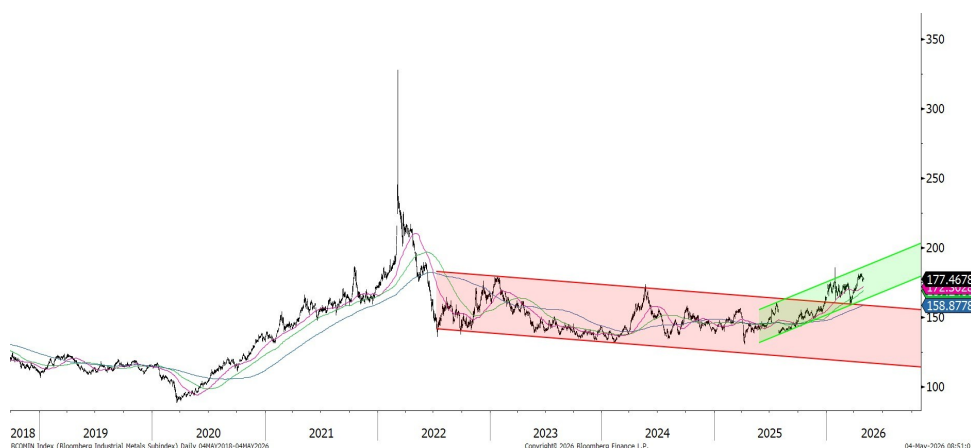
En Inde, les importations d'or ont atteint leur plus bas niveau depuis 30 ans avec 15 tonnes en avril contre une moyenne mensuelle de 60 tonnes. Les banques, qui importent la plupart de l'or raffiné en Inde, ont stoppé leurs importations à cause d'une nouvelle taxe de 3% imposée par les douanes. L'Inde est le 2ème plus important consommateur d'or, derrière la Chine.

Graph. Or. Phase de consolidation.



Les métaux industriels ont connu un puissant rallye en avril, après une correction exagérée en mars. Mais les investisseurs sont dans l'attente d'une issue dans la guerre d'Iran. Les négociations entre les US et l'Iran sont un facteur déterminant pour l'évolution des prix des métaux industriels. On profitera des corrections des actions des sociétés minières pour renforcer le secteur. Quelques métaux industriels sont en situation de déficit d'offre comme le cuivre et le nickel. L'offre d'aluminium a diminué avec la guerre au Proche-Orient se trouve 8% de la production mondiale. L'industrie automobile nord-américaine est au bord de la crise avec une pénurie d'aluminium; elle utilise 30% de plus d'aluminium qu'en 2020. Lorsque le risque de ralentissement économique global sera levé, les métaux industriels poursuivront leur rallye.

Graphe. Métaux industriels.
Tendance haussière.

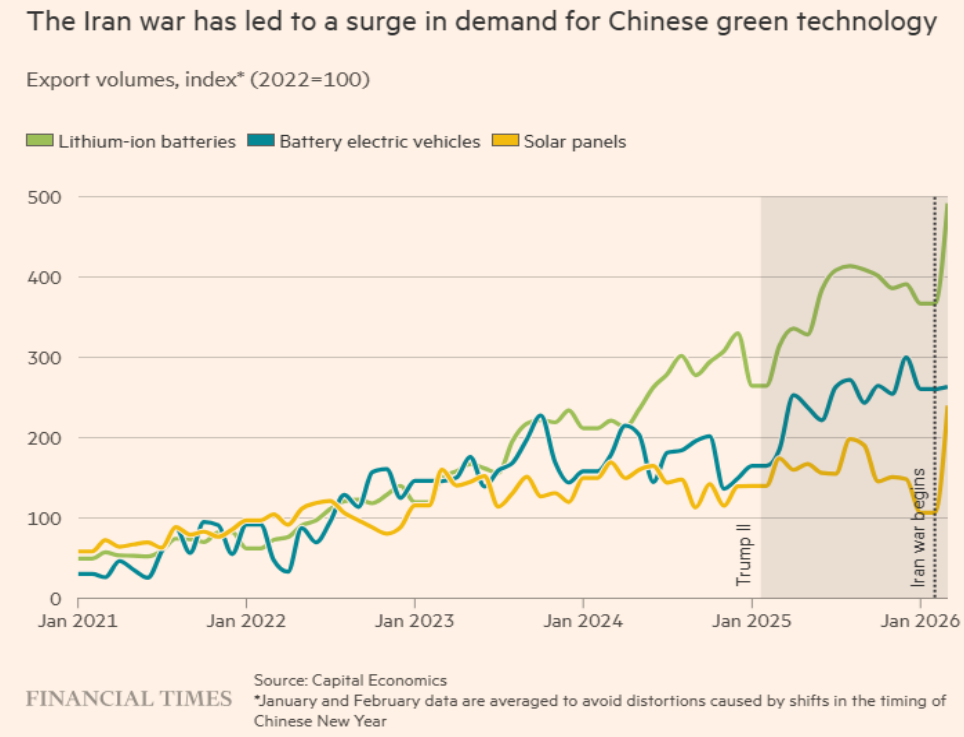


La guerre d'Iran n'est pas terminée, mais nous n'anticipons pas d'escalade, car Trump, malgré ses menaces régulières, ne peut pas se permettre une guerre trop longue et coûteuse d'un point de vue de politique domestique à 6 mois des élections de mi-mandat. Les prix ne baisseront pas substantiellement, car les pays-producteurs de pétrole et de gaz ont besoin de cours élevés pour la reconstruction des installations détruites et récupérer des revenus après 2 mois de guerre. Trump a créé une situation qui n'existait pas avant la guerre : les tensions dans le détroit d'Ormuz et le paiement d'une taxe à l'Iran. Avec sa mentalité transactionnelle, Trump a proposé à l'Iran de créer une joint-venture pour se partager les droits de passage. Les consommateurs vont payer ces taxes de passage. A moyen terme, la sortie des Emirats Arabes Unis de l'OPEP au 1er mai aura un effet baissier sur les prix.

Avec la hausse des prix du pétrole et du gaz, Trump a relancé l'intérêt pour les énergies renouvelables malgré sa détestation pour celles-ci. La Corée du Sud qui importe 70% de son pétrole du Proche-Orient a relancé les énergies vertes. Aux Etats-Unis, la hausse du prix de l'essence s'est traduite par un bond de 20% des ventes de voitures électriques. En mars, avec près de 540'000 immatriculations, l'Europe s'offre un record mensuel historique absolu avec un bond des ventes de voitures électriques de 37 %. Ce regain d'intérêt découle directement de l'envolée du sans-plomb. En

avril, les investisseurs ont investi dans les fonds d'énergies vertes à un rythme le plus soutenu depuis 5 ans.

En conclusion, nous surpondérons tant le secteur Energie (court terme) que la thématique verte (moyen-long terme). Mais la thématique verte devrait surperformer les énergies fossiles. Trump n'arrêtera pas l'évidence.



Grphe. La demande pour les technologies vertes chinoises a explosé avec la hausse des prix du pétrole et du gaz.

Faute de développement concret de fondamentaux, l'analyse des cryptomonnaies se base exclusivement sur les configuration techniques. Cette situation dure maintenant depuis près d'une année.



Grphe. Bitcoin. Une cassure des \$80K nous amènerait vers les \$100K

La Lettre Mensuelle

POINT DE SITUATION TACTIQUE

Mai 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