

La Lettre Financière

Revue, opinions et perspectives des marchés

SOMMAIRE

Vision globale
Page 1

Devises
Page 9

Obligations
Page 12

Actions
Page 15

**Investissements
alternatifs**
Page 20



Vision globale

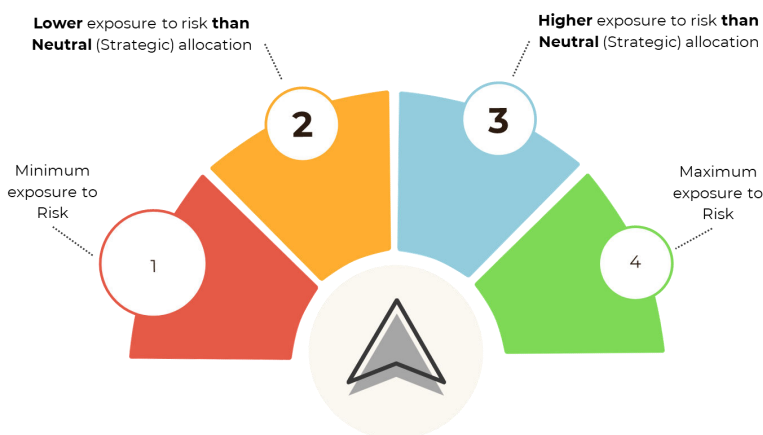
Analyse du régime

La fragmentation géoéconomique actuelle est l'antithèse d'Adam Smith : là où la division du travail et le libre-échange organisaient autrefois un marché mondial fluide, chaque bloc s'efforce désormais de rétablir des frontières, de dupliquer les chaînes d'approvisionnement et de « renationaliser » la production. Cette tendance ne se contente pas de tuer le libre-échange au sens tarifaire du terme, elle sape l'esprit même de Smith – l'idée selon laquelle, en élargissant le marché et en permettant la circulation des biens, des capitaux et du savoir-faire, nous maximisons la richesse partagée.

Nous entrons dans un régime plus lent et fragmenté où tout est plus cher, et les séquelles de cette guerre pourraient influencer les décisions pendant des années

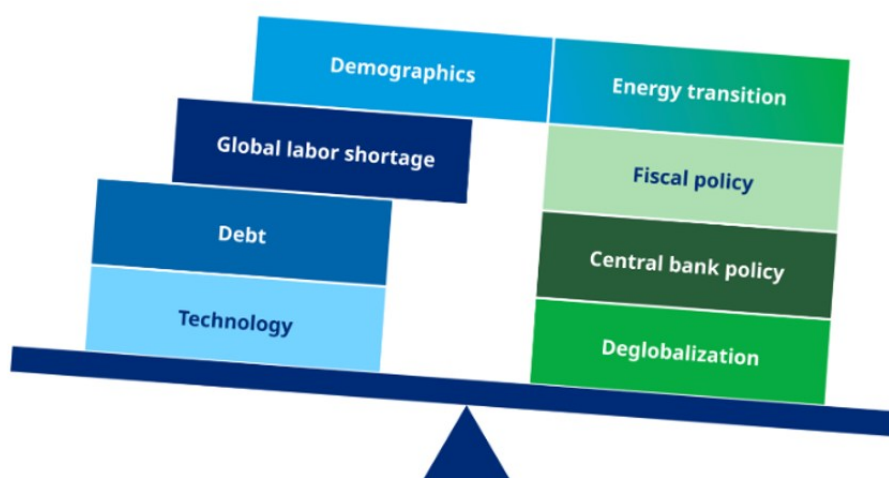
Cadre d'investissement

La guerre au Moyen-Orient aura des répercussions économiques qui s'étendront bien au-delà du champ de bataille. Les «goulets d'étranglement» géoéconomiques – les détroits – deviennent des armes à part entière. L'aventurisme militaire irréfléchi des États-Unis marque l'essor des puissances moyennes et régionales. À l'ère de la «militarisation» du commerce, la résilience prend le pas sur l'efficacité. La prospérité économique mondiale se poursuivra, malgré les effets néfastes du conflit. Cependant, les politiques actuelles jettent une ombre sur les perspectives pour 2027. D'ici la fin du S2, la grande « réinitialisation de la liquidité », les élections de mi-mandat aux États-Unis et les introductions en bourse massives dans le domaine de l'IA pourraient exercer une pression croissante sur les actifs risqués



Facteurs à long terme

Bilan des principaux facteurs à long terme

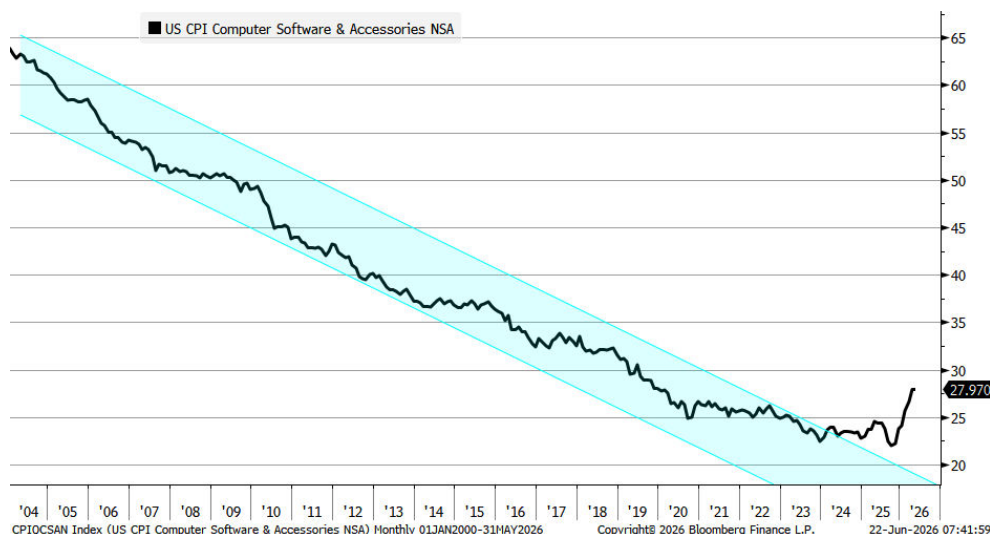


*Graph. Tendances macroéconomiques
Le spectre de l'inflation séculaire refait surface.*

La fin de la désinflation cyclique s'est produite plus rapidement que prévu. Les probabilités d'une hausse séculaire de l'inflation sont importantes.

- La volatilité de l'inflation et les divergences régionales s'accroissent
- Les États-Unis sont moins touchés par le choc énergétique que l'Asie et l'UE

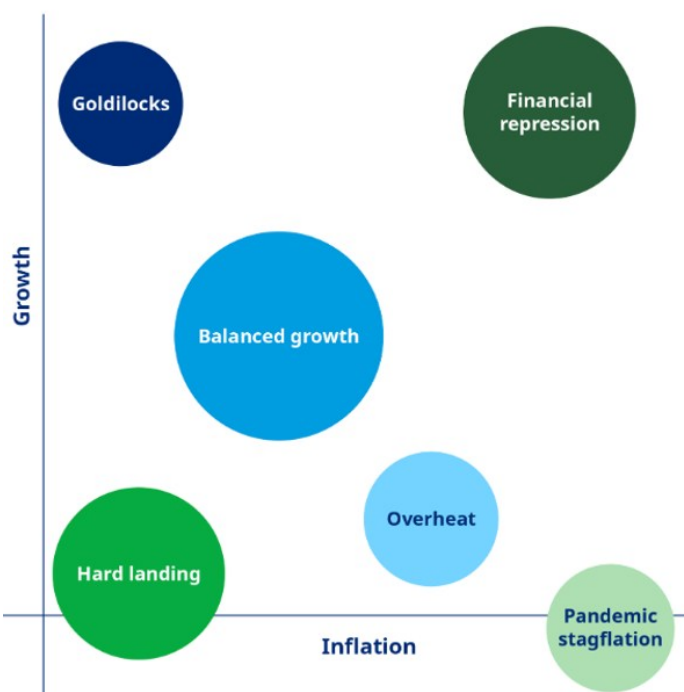
Graph. L'impact de l'IA sur les prix est complexe.



L'IA n'entraîne pas la baisse généralisée des prix, mais une tendance plus ambiguë. Elle génère des investissements importants dans les centres de données et les puces spécialisées, ainsi qu'une demande en infrastructures et en électricité qui influe sur les prix de l'énergie.

- La désinflation généralisée attribuée à l'IA ne reflète pas la réalité ; la révolution algorithmique génère des investissements et du pouvoir de marché, au détriment des consommateurs.

Graph. Régimes macroéconomiques - Instables.

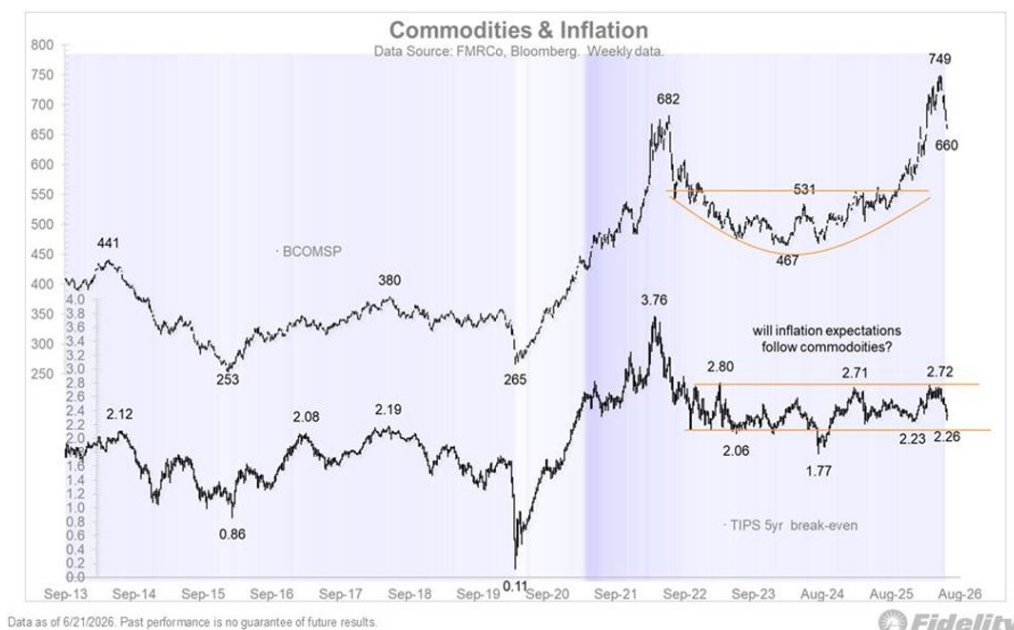


La hausse continue de l'inflation cyclique et la persistance de la domination budgétaire constituent des sources de tension importantes pour les grandes banques centrales (États-Unis, Japon, Royaume-Uni, voire l'UE).

- Les États-Unis sont à l'aube d'une fin d'année plus mouvementée en raison de la conjonction de plusieurs événements économiques et politiques majeurs

Inflation aux États-Unis

Graph. Rien de nouveau, vraiment!?



Dans le feu du conflit au Moyen-Orient, les obligations américaines n'ont pas anticipé une inflation galopante. Les taux d'équilibre des TIPS sont désormais redescendus à un peu plus de 2 %.

- Les marchés obligataires ne s'attendent pas, à juste titre, à un retour à une inflation galopante.
- Cependant, leur volatilité renouvelée reflète une certaine nervosité

Debasement Debunked

Stocks' underperformance of gold turned dramatically three months ago

✓ S&P 500 in Gold Terms



Note: Data is indexed to 100 on Jan. 2, 2020
Source: Bloomberg

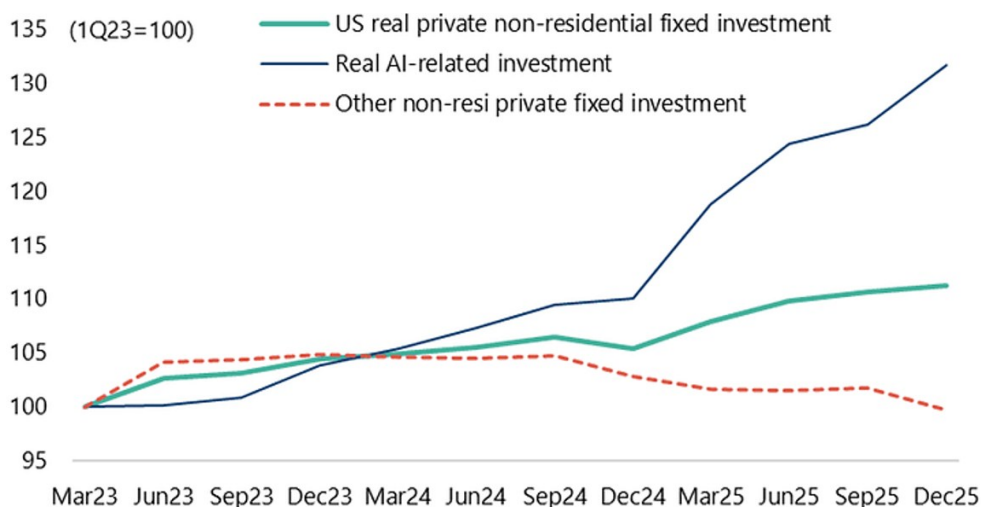
Bloomberg Opinion

Graph. K. Warsh – un tournant décisif ?

La fuite vers les valeurs refuges – la surperformance de l'or – avait été alimentée par les inquiétudes des investisseurs face à la combinaison de politiques budgétaires laxistes et de politiques monétaires irresponsables.

- L'arrivée de K. Warsh, synonyme d'une Fed moins virulente et plus pragmatique, a commencé à influencer la perception du marché
- La réunion de Jackson Hole fin août et les résultats des groupes de travail d'ici la fin de l'année seront des facteurs clés à surveiller

Graph. Investissements aux États-Unis – Le grand rééquilibrage. Cette fois-ci, c'est différent.

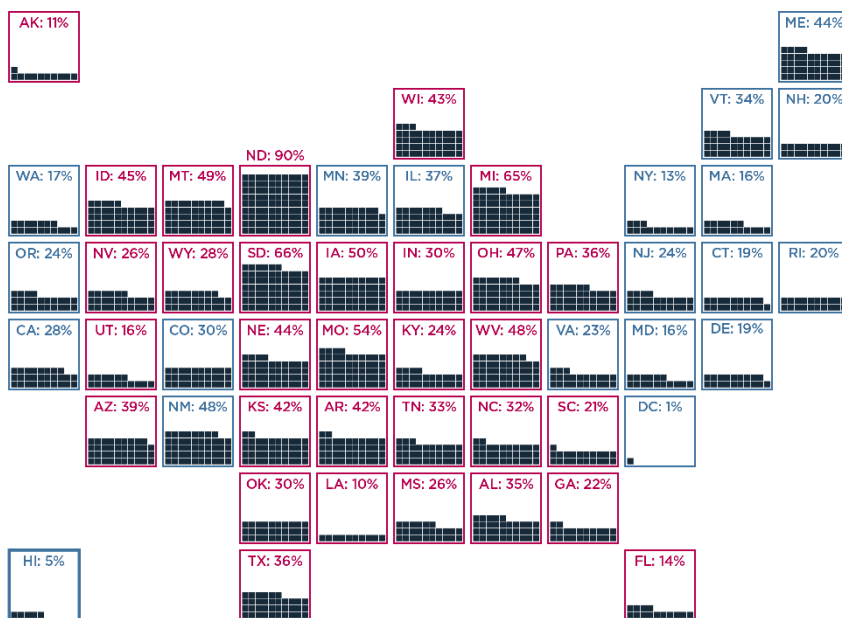


Les dépenses consacrées à l'intelligence artificielle explosent, tandis que d'autres segments sont en recul, notamment l'immobilier, les équipements industriels et une partie du capital-investissement dans le secteur informatique (à l'exclusion des centres de données).

- Cette tendance reflète une réallocation rapide vers le matériel et les infrastructures d'IA.

Trump-voting states are at highest risk for export losses if the USMCA ends

US state exports to Canada and Mexico as percent of total state exports, 2025
Electoral votes result in 2024: ■ Trump ■ Harris



#PIIECharts

Learn more at [piie.com/research/piie-charts](https://www.piie.com/research/piie-charts)

Graph. Guerre commerciale. À surveiller pour la saison 3 ?

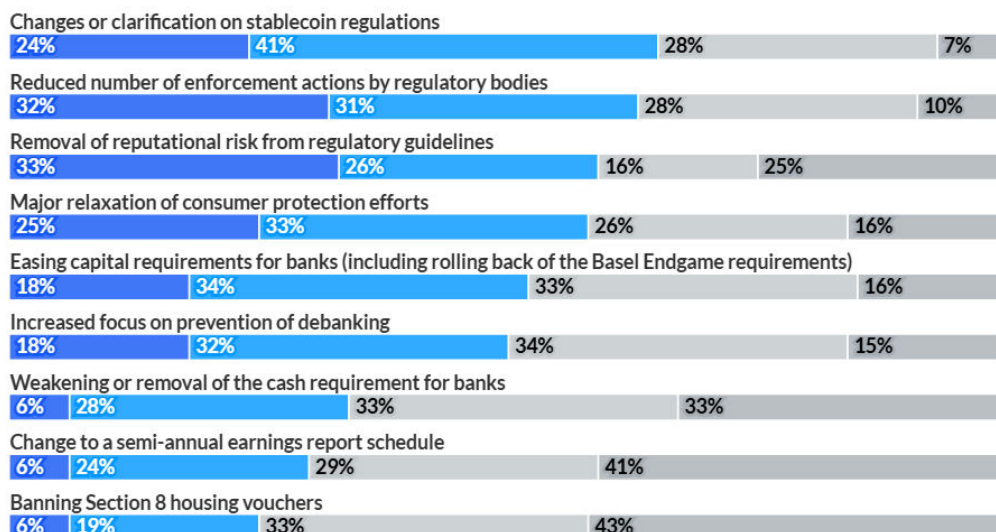
L'annulation des droits «réciproques» (qui pourrait coûter jusqu'à 3 000 milliards de dollars sur dix ans) place Trump dans une position délicate. Il cherche à se retirer de l'USMCA et à imposer des négociations bilatérales.

- Conséquences possibles : perturbation des chaînes d'approvisionnement nord-américaines, hausse des coûts et incertitude quant aux investissements et à la croissance régionale au Canada et au Mexique.

La grande réinitialisation des liquidités

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

Very likely Moderately likely Somewhat likely Not likely



Graph. « Libération » des liquidités privées.

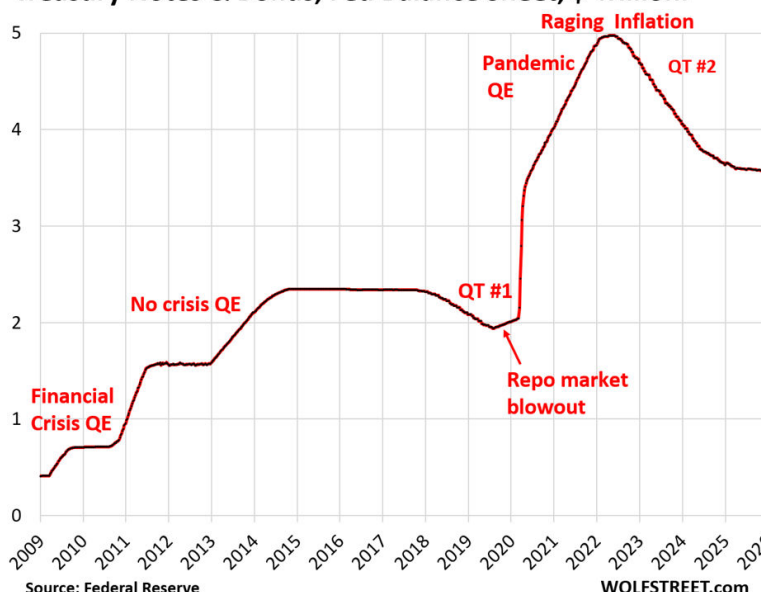
Source: AB Predictions 2026 Survey • Base: All Respondents: n=174

AMERICAN BANKER

Pour compenser le retrait de la Réserve fédérale (environ -1 000 milliards de dollars depuis 2024), l'administration Trump fait appel au secteur privé par le biais d'une déréglementation précipitée. En effet, depuis le 1er avril 2026, l'assouplissement des règles de Bâle a permis aux banques d'augmenter leurs achats de bons du Trésor de 15 à 20 %, soutenant ainsi la demande intérieure de bons du Trésor américains.

- L'augmentation de l'effet de levier bancaire vise à stabiliser les taux à long terme

Treasury Notes & Bonds, Fed Balance Sheet, \$ Trillion:



Graph. Bilan de la Fed
Il faut s'attendre à une nouvelle érosion.

La réduction supplémentaire du bilan de la Fed et la fin du QE se traduisent par une baisse des liquidités publiques. La baisse à venir est estimée entre 500 milliards et 800 milliards de \$ sur 12 à 18 mois. Elle résultera d'un manque de

réinvestissement dans les bons du Trésor et les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS).

- La fin du QE est un changement stratégique qui supprimera un soutien crucial aux actifs risqués (actions, obligations de qualité « investment grade » et à haut rendement) et entraînera l'augmentation des primes de risque.

Graph. Liquidité en Chine
Un tournant structurel ?

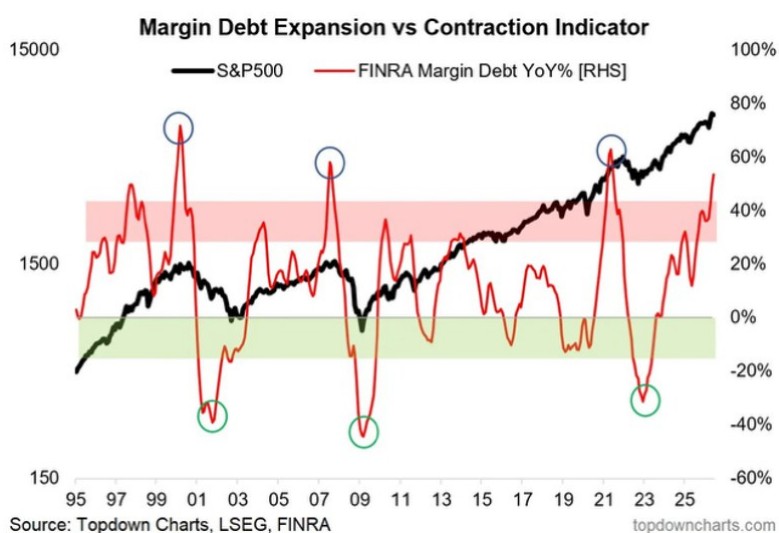


La liquidité se resserre (indice GLI Crossborder autour de 50), mais la Chine sort d'une période de réduction de la dette hypothécaire et quasi-publique, menée par une politique macroéconomique très orthodoxe et déflationniste. La montée en puissance du yuan dans les règlements commerciaux — en particulier dans les secteurs de l'énergie et des matières premières — et son utilisation croissante en tant que monnaie de réserve ou substitut au dollar, combinées au choc sur les prix de l'énergie, élargissent désormais la marge de manœuvre de la Chine.

- La Chine mène une politique de reflation de manière plus proactive en ouvrant progressivement les vannes de la liquidité intérieure.

Investisseurs : complaisance ?

Graph. L'appétit pour le risque des investisseurs particuliers américains est élevé.

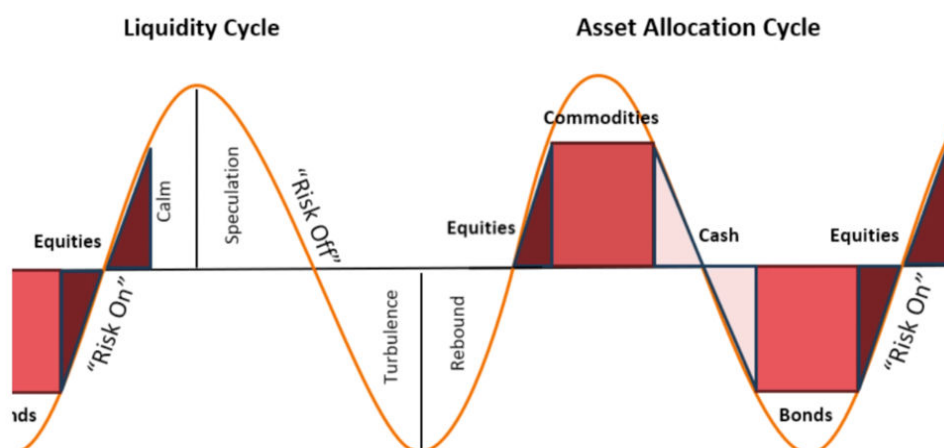


La hausse des taux d'intérêt n'a pas dissuadé les investisseurs de prendre davantage de risques. Les rotations se sont intensifiées, mais la volatilité des principales classes d'actifs (VIX et MOVE) est restée maîtrisée. Cela a créé un environnement propice à l'investissement boursier, à l'effet de levier et au bêta.

Au T2, les gestionnaires d'actifs ont également investi massivement dans les ETF sur actions et obligations américaines, avec des entrées nettes de plusieurs dizaines de milliards de \$ vers les principaux indices S&P et des montants de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards de dollars vers les ETF IG/HY.

- Ce contexte, dans lequel la hausse des taux d'intérêt coexiste avec une augmentation de l'exposition au secteur privé, accroît la vulnérabilité future aux chocs de liquidité.

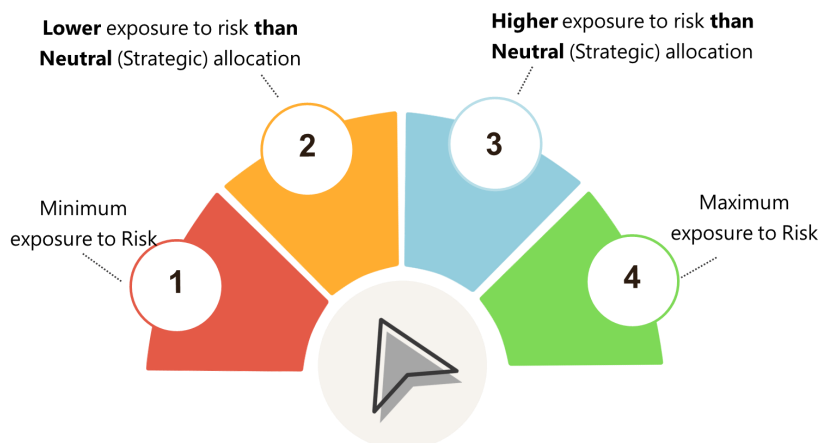
Graph. Cycle d'allocation : phase très avancée.



Les marchés ont largement ignoré — et probablement à juste titre — le conflit au Moyen-Orient et son impact immédiat sur les prix des matières premières, tout comme ils ont minimisé la détérioration de la liquidité, privilégiant une interprétation « macro-fondamentale » plutôt qu'une approche géopolitique. Plus que les chocs exogènes, c'est désormais l'orientation de la politique monétaire qui sert de véritable catalyseur.

- Jackson Hole, et la confirmation d'un glissement vers un ton moins accommodant, plus discret et moins « favorable aux marchés » dans la communication de la Fed, pourraient-ils déclencher une réaction plus nerveuse sur les actifs risqués, avec une hausse des primes de risque et une sensibilité accrue aux données économiques ?

Devises



Le dollar a franchi un cap décisif. La partie la plus difficile commence.

Alors que l'USD est sorti de la zone de fluctuation dans laquelle il évoluait depuis 15 mois, la tentation est grande de simplement suivre la tendance. Le contexte économique a évolué en faveur du billet vert. Premièrement, le conflit a relancé le discours sur l'exceptionnalisme US. Les États-Unis sont moins exposés à un choc d'approvisionnement énergétique, ce qui renforce le rôle du dollar en tant que valeur refuge. Deuxièmement, les marchés de capitaux US apparaissent à nouveau comme une terre d'opportunités. L'engouement pour l'IA sur les marchés actions témoigne d'une forte demande pour des investissements dans des sociétés cotées aux États-Unis, créant un puissant aimant à liquidités. Troisièmement, l'arrivée de Warsh à la Fed a rétabli la crédibilité de l'institution. Le marché est passé d'une anticipation d'assouplissement monétaire à celle d'un nouveau resserrement, un changement qui a poussé le dollar à la hausse.

Cela dit, toutes ces bonnes nouvelles sont déjà intégrées. Nous avons connu une situation inverse début 2025, lorsque les marchés étaient dominés par le récit de la dédollarisation et de la fin de l'exceptionnalisme US. Les discours peuvent changer rapidement. Si Warsh a agi comme catalyseur de la hausse du dollar, il est encore trop tôt pour évaluer pleinement son orientation idéologique ou sa réaction en matière de politique monétaire.

Tout adoucissement ultérieur de sa position restrictive pourrait tout aussi rapidement effacer les gains récents du dollar.

La résilience du pétrodollar.

À l'encontre des scénarios d'effondrement imminent, il faut distinguer la facturation des échanges commerciaux de l'allocation d'actifs financiers, et en conclure que tout changement structurel sera progressif plutôt que radical.

Sur le plan des transactions, l'utilisation du yuan (CNY) via le réseau chinois CIPS a connu une brève poussée en mars 2026, au début du conflit impliquant

l'Iran, avant de retomber rapidement. L'empreinte économique croissante de la Chine - 21% du commerce extérieur des pays du Golfe (CCG) - conjuguée au développement d'infrastructures de paiement alternatives telles que mBridge, jette les bases d'une diversification à long terme.

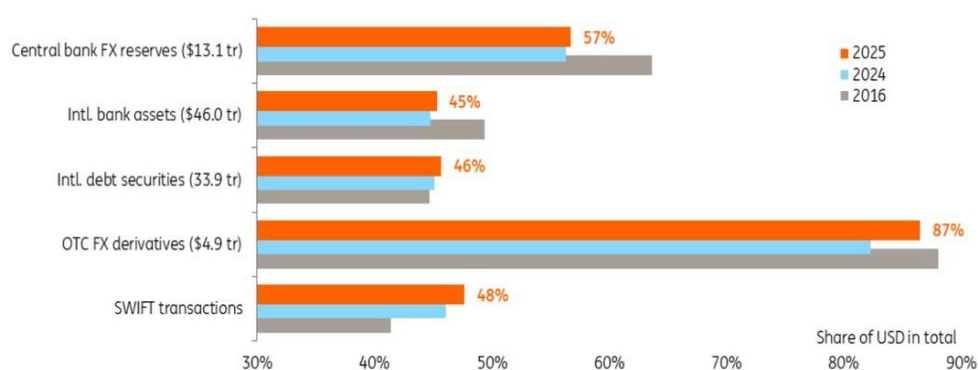
Toutefois, contrairement aux nations lourdement sanctionnées, les économies du CCG fonctionnent selon une logique purement commerciale, préservant ainsi leur flexibilité dans le choix des devises.

En matière d'investissements, le rôle des fonds souverains demeure prépondérant. Hors Arabie saoudite, la région devrait accumuler 800 milliards de dollars d'excédents courants cumulés d'ici 2030, gérant un portefeuille d'actifs total de 6'000 milliards. Ces avoirs demeurent profondément ancrés en USD : environ 69% des actifs internationaux des pays du Golfe sont libellés en USD, contre 46% dans le reste du monde. Cette situation est structurellement renforcée par l'arrimage des monnaies régionales au dollar.

Par conséquent, une éventuelle dédollarisation se traduirait par un ralentissement des nouveaux investissements en USD - ramenant le flux annuel sous la barre des 100 milliards - plutôt que par une liquidation rapide des 4'000 milliards d'actifs existants.

En fin de compte, bien que des monnaies concurrentes telles que l'euro et le yuan exercent une certaine concurrence, il est peu probable d'assister à une liquidation rapide des actifs en USD de la part des pays du Golfe.

Graph. La dédollarisation au point mort.



Key indicators of USD's global role

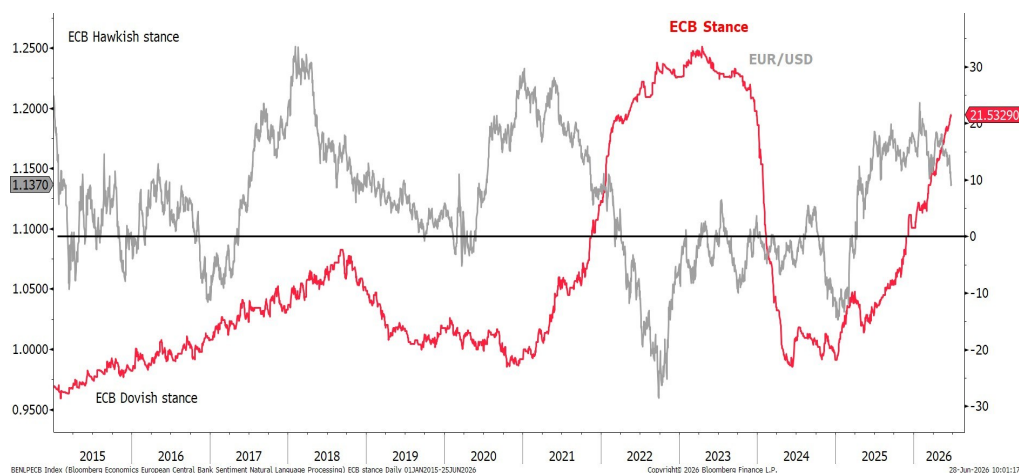
Source: IMF, BIS, SWIFT, Refinitiv, ING; * pre-2025 shares recalculated according to FX rates as of YE25

La BCE essaie d'y voir plus clair au milieu du bruit ambiant

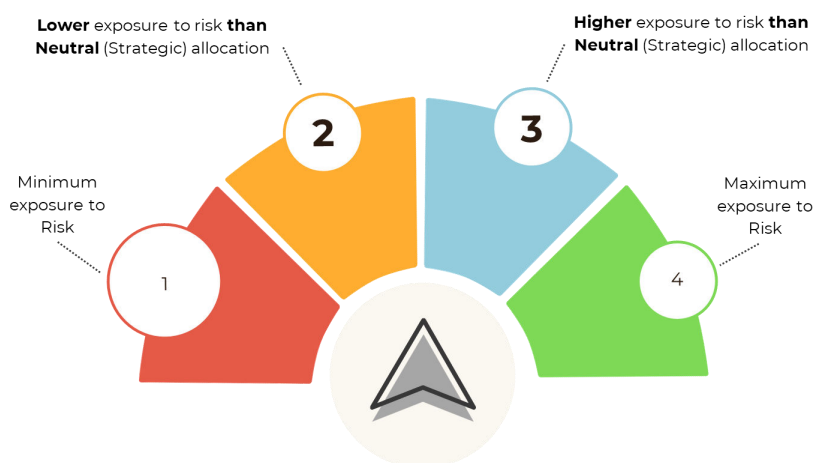
Les interventions des responsables de la BCE ont attiré notre attention quant à l'incidence des brusques fluctuations du sentiment, du pétrole et des devises sur les anticipations de la politique monétaire en zone euro. Philip Lane a tenu des propos moins accommodants que ceux auxquels les investisseurs s'étaient habitués. Il a souligné les risques de hausse de l'inflation, notamment liés aux effets de second tour, l'inflation sous-jacente pouvant encore progresser à mesure que le choc énergétique initial se répercute sur l'économie. Christine Lagarde s'est montrée légèrement plus accommodante que lors de la conférence de presse suivant la réunion. Ses déclarations, selon

lesquelles une réponse plus vigoureuse de la BCE ne s'imposait pas, pourraient également faire écho aux anticipations actuelles du marché. Elle a cité des analyses de la BCE indiquant qu'un taux d'inflation supérieur de 1% à la cible - soit le niveau actuel - impliquerait un relèvement des taux de 50pbs selon le cadre de la règle de Taylor. Enfin, Isabel Schnabel a jugé appropriée la décision de relever les taux en juin, tout en précisant que la BCE devra poursuivre ce resserrement pour ramener l'inflation vers l'objectif de 2%.

Le message des décideurs est clair : si les évolutions récentes ont quelque peu allégé la pression, la BCE n'est pas encore prête à crier victoire face à l'inflation et de nouvelles mesures seront probablement nécessaires.



Obligations



Vers une volatilité accrue

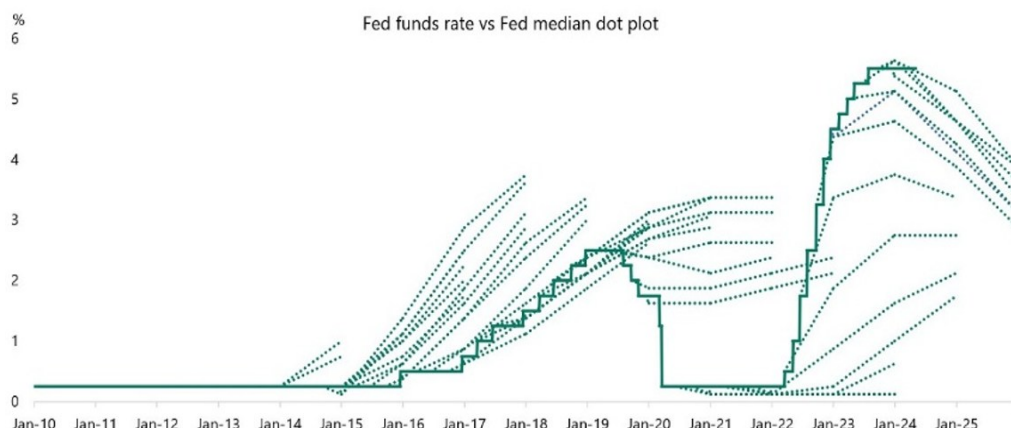
Le nouveau président de la Fed a tenu sa première réunion. Elle a clairement montré que la Fed s'éloigne de plus en plus du recours au forward guidance concernant les décisions de politique monétaire à venir. Le forward guidance est un outil utilisé par les banques centrales pour informer le public de l'orientation probable de la politique monétaire future. Lorsqu'elles y ont recours, les ménages et les entreprises peuvent utiliser ces informations pour prendre leurs décisions en matière de dépenses et d'investissements. La Fed a commencé à l'utiliser dans ses communiqués au début des années 2000. Avant de relever les Fed Funds en juin 2004, le FOMC avait modifié progressivement la formulation de ses communiqués pour signaler qu'il approchait du moment où un resserrement de la politique monétaire se justifiait. Un autre exemple remonte à la réponse apportée à la crise financière mondiale : la Fed avait ramené ses taux à zéro et avait utilisé le forward guidance pour communiquer sur l'orientation probable de la politique monétaire, en indiquant la trajectoire future des Fed Funds.

Quelles conséquences un recours moindre au forward guidance pourrait avoir sur les taux ?

Il est difficile d'affirmer, sur cette seule base, que les taux devraient être plus élevés ou plus bas. Toutefois, on peut supposer que les taux deviendront plus volatils. C'est précisément ce que souhaite le nouveau président de la Fed.

- Tout porte à croire qu'il existe une préférence pour une plus grande discrétion concernant les futures décisions de politique monétaire.
- Le choix de laisser à nouveau les marchés effectuer le travail implique tout simplement une volatilité accrue des taux à l'avenir.

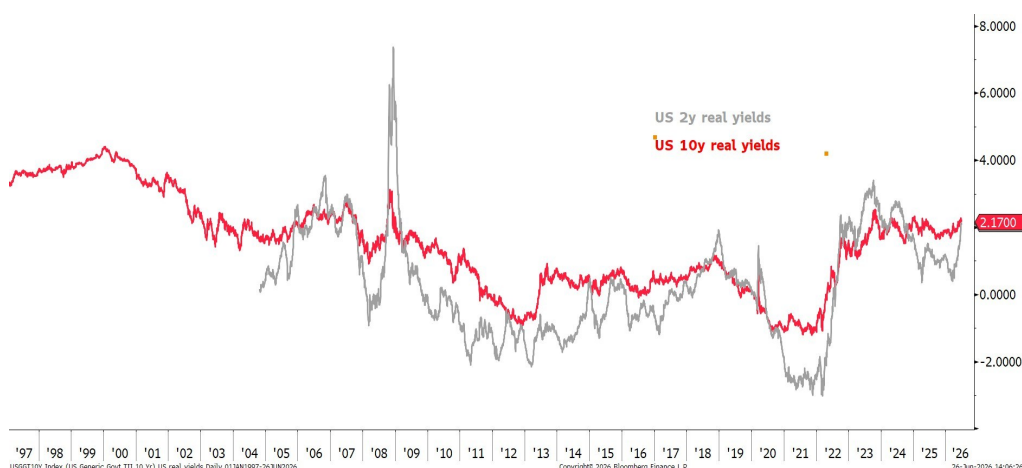
Graph. Les antécédents de la Fed plaident en faveur de l'abandon du « forward guidance ».



La hausse des taux réels US : une source de tension pour l'administration

Récemment, les taux réels US ont augmenté parallèlement à une baisse des anticipations d'inflation. Cela traduit : 1) des anticipations de rendements réels plus élevés pour les bons du Trésor, 2) le maintien des taux directeurs de la Fed à un niveau élevé plus longtemps que prévu, ou 3) l'anticipation d'une offre accrue de bons du Trésor.

Le taux réel US à 2 ans a atteint son plus haut niveau depuis l'entrée en fonction de l'administration Trump. Nous traversons le repli le plus marqué et le plus long de l'histoire du Bloomberg US Aggregate Bond. La situation évolue dans la mauvaise direction, et personne au sein de l'administration américaine ne prend note de ces développements. C'est l'exact opposé d'une stratégie visant à résorber la dette par l'inflation.



Au vu de l'effondrement des anticipations d'inflation aux US, on pourrait conclure que la Fed s'apprête à adopter une position nettement plus restrictive. Cela rappelle le récit entourant le DOGE : les investisseurs étaient convaincus que les dépenses publiques finiraient par baisser, ce qui ne s'est malheureusement pas produit. La raison principale n'était pas un manque de volonté, mais l'incapacité du système à supporter une telle réduction. Il en va de même pour la politique monétaire. Le PCE, indicateur d'inflation privilégié

par la Fed, a atteint son niveau le plus élevé depuis avril 2023 (4,1%). Son sous-jacent (ex-alimentation et énergie) a grimpé à 3,4%, un pic depuis octobre 2023. L'inflation US évolue à un rythme plus de 2 fois supérieur à l'objectif de la Fed. Compte tenu des niveaux d'endettement actuels, la capacité de la Fed à maintenir une politique restrictive est bien plus limitée.

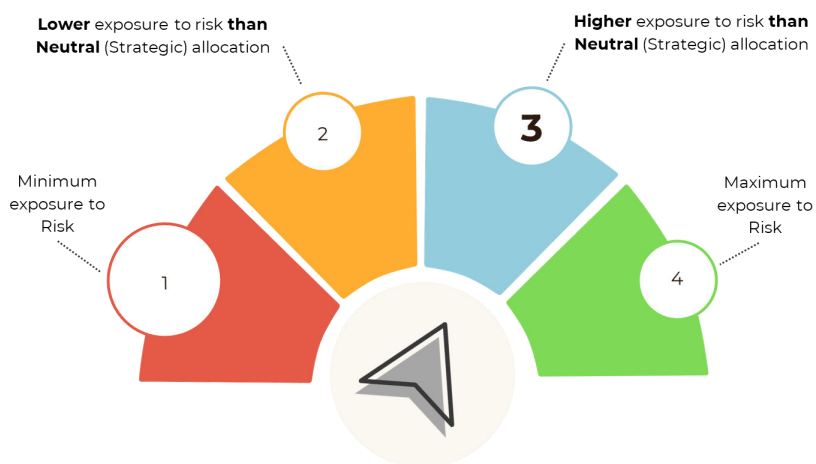


Enfin, le bilan de la Fed a augmenté de 11 milliards à la mi-juin pour atteindre 6'740 milliards, son niveau le plus élevé depuis mars 2025. Le total des actifs a progressé de 162,8 milliards depuis le début de l'année. Cette hausse a été tirée par les bons du Trésor, qui ont bondi de 251,8 milliards pour atteindre 4'490 milliards, un record depuis juin 2024. Le bilan de la Fed continue de croître, ce qui est aux antipodes de la position affichée par le nouveau président de la Fed.

Les décideurs devront faire face à cette réalité. Il s'agit d'une source d'incertitude majeure.

Actions

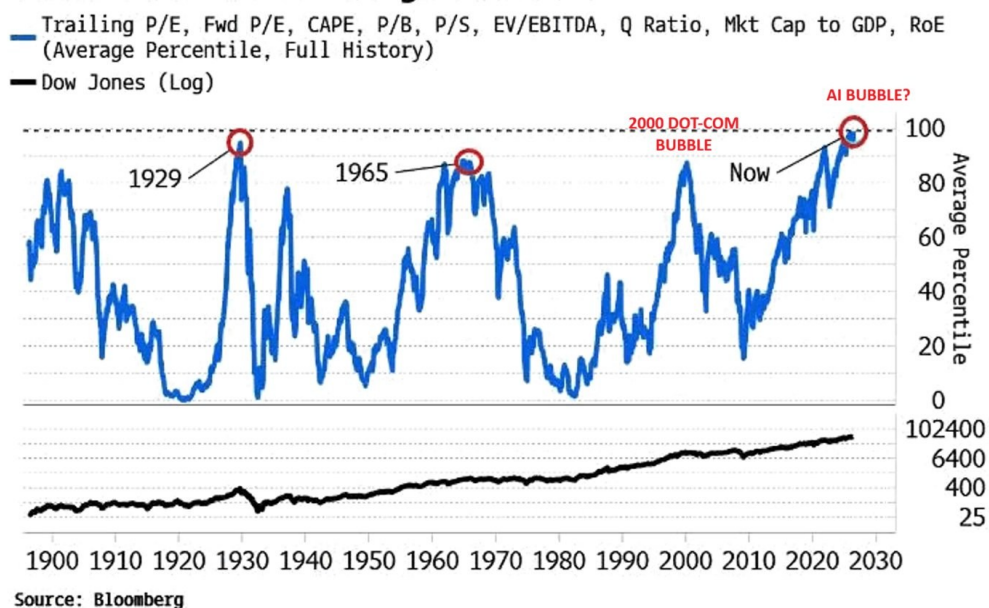
Après un rallye majeur de l'IA, les arguments bull et bear s'entrechoquent. Pour le moment, les prévisions des sociétés de l'IA sont revues à la hausse. Pas de nuages à l'horizon.



Arguments baissiers :

Plusieurs critères d'évaluation donnent une bourse américaine atteignant un niveau record. Mais les valorisations n'ont jamais été un signal de « market timing »; elles peuvent rester élevées tant que les sous-jacents ne se détériorent pas.

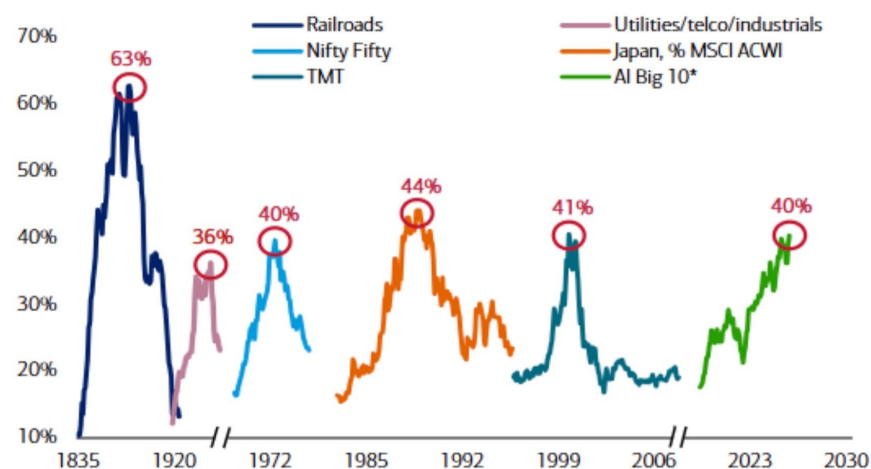
Stocks Reach All-Time High Valuations



La concentration actuelle des 10 premières valeurs rejoint les précédentes périodes de bulle.

Chart 2: The history of stock market bubble concentration

The bubble history of stock market concentration measured as % of US market cap



Source: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon, Bloomberg. Note: Japan is measured as % of MSCI ACWI, all others as % of US stock market. *AI Big 10* = Magnificent 7 + Broadcom, AMD, Micron.

BofA GLOBAL RESEARCH

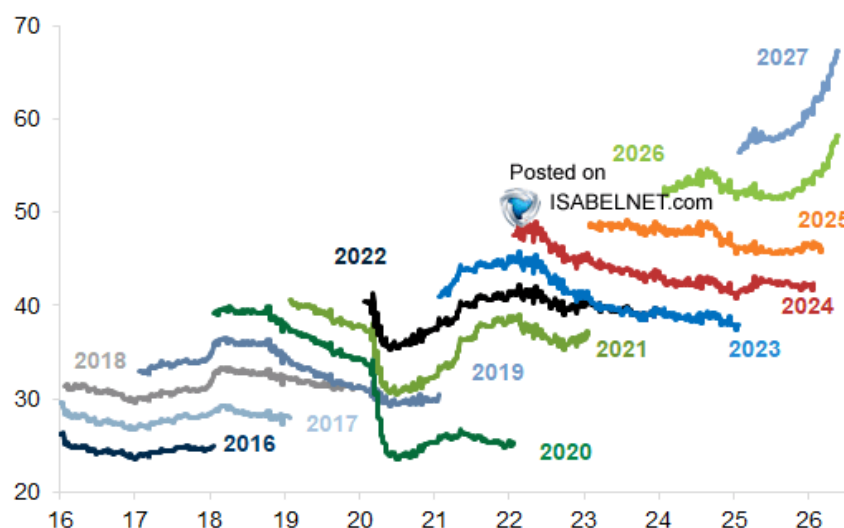
Arguments haussiers :

La croissance des profits est exceptionnelle. Certains analystes montrent que les bourses corrigent au pic des bénéfices par action, mais nous ne pensons pas que nous soyons au pic. Aux US, les analystes tablent sur une progression des profits nets du S&P 500 de 17% en 2027 et de 12% en 2028, après les +25% en 2026.

Les sociétés de la technologie IA affichent de forts taux de progression des revenus et des profits, mais aussi des perspectives hors-normes, sans aucun signal de changement de tendance.

Exhibit 19: MSCI AC World EPS

Consensus estimates in USD



Source: FactSet, Datastream, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

Graph. Profit net par action
du MSCI Monde AC.

Cette croissance est évidemment soutenue par les gigantesques investissements dans l'IA, mais aussi par l'étonnante résilience de l'économie

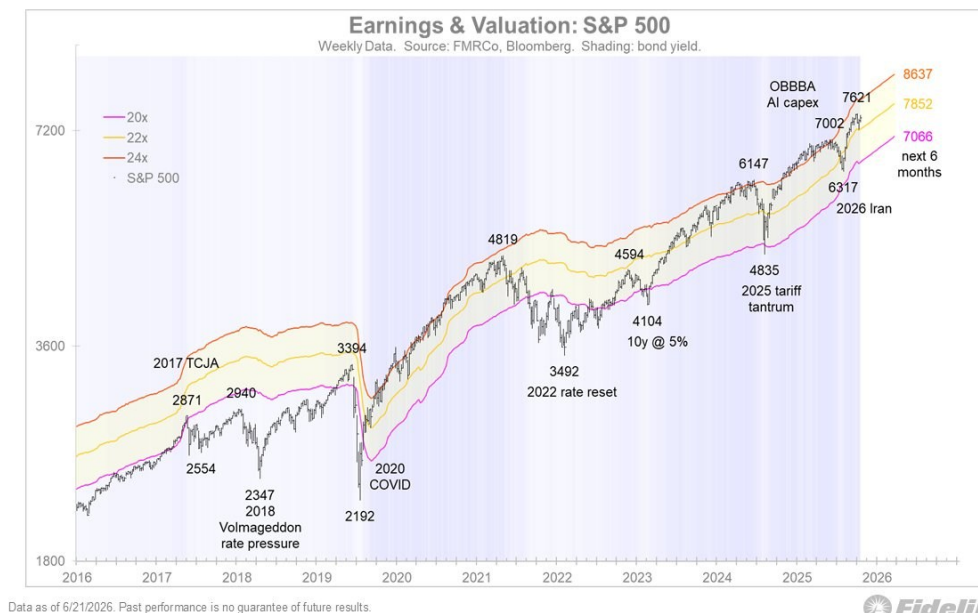
globale et des entreprises face aux chocs géopolitiques et économiques (Covid, guerre d'Ukraine, guerre commerciale américaine, guerre d'Iran).

L'IA n'impacte pas seulement les sociétés américaines de la technologie et l'économie US, mais également les pays producteurs de semiconducteurs et les composants électriques pour les centres de données. Grâce à l'IA, les capitalisations de Taïwan (\$4'500 milliards de capitalisation boursière) et de Corée du Sud (\$4'400 milliards) sont devenues les 5ème et 6ème plus grandes, derrière les US (\$65'000 milliards), la Chine (\$11'000 milliards), le Japon (\$6'500 milliards) et le Canada (\$5'000 milliards), devant le UK (\$3'600 milliards) et la France (\$2'200 milliards). Un puissant effet de richesse pour l'économie globale.

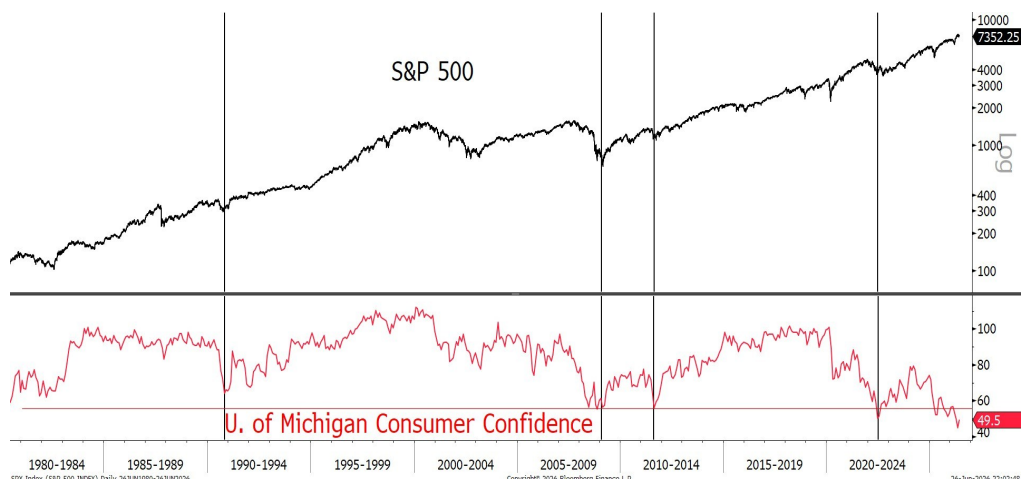
Si les PER des sociétés de la technologie affolent les compteurs sur 2026, les évaluations boursières à 3 ans reviennent en ligne avec les taux de progression des profits. En regardant de plus près, la situation est plus balancée : 185 valeurs du S&P 500 se traitent avec un PER 12M inférieur à 15x.

		2025	2026	2027	2028	CAGR %
S&P 500	BNPA	294	355	412	456	16%
	PER	25	21	18	16	
Big Tech 7	BNPA	1024	1175	1444	1680	18%
	PER	32	27	22	19	
SOXX	BNPA	192	442	613	724	62%
	PER	70	30	22	19	

Tant que les révisions à la hausse des bénéfices se poursuivent et que les taux restent contenus, ce marché haussier a le potentiel de progresser davantage. L'indice S&P 500 a continué d'évoluer dans une fourchette de valorisation d'environ 20 à 24 fois les bénéfices prévisionnels. Une décélération probable de l'inflation avec le recul des prix de l'énergie est un facteur d'appréciation des multiples.

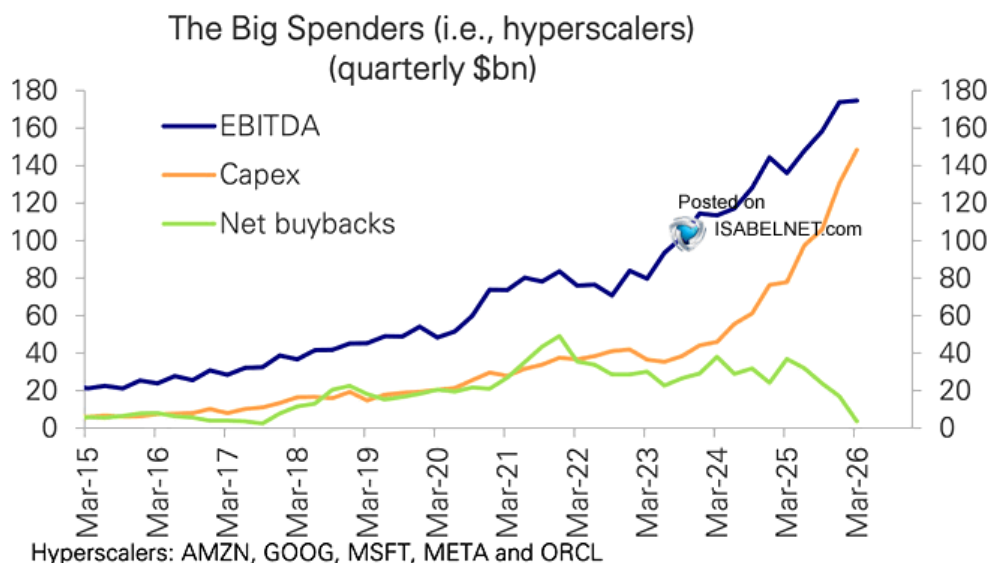


Le sentiment à l'égard de l'économie diffère considérablement de celui concernant les actions. Historiquement, un niveau de 56 ou moins de l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan a été de bon augure pour les actions. La valeur actuelle se situe à un plus bas historique, alors que l'indice avait atteint un sommet historique en 2000.



Les dépenses d'investissement (Capex) des hyperscalers progressent plus vite que les bénéfices et vont réduire les rachats d'actions à mesure que les liquidités sont réorientées vers les infrastructures d'IA. C'est la raison des augmentations de capital et l'appel à la dette. Rien de choquant. De la bonne gestion. En contrepartie, les Big Tech pourraient avoir une politique de dividendes plus généreuse.

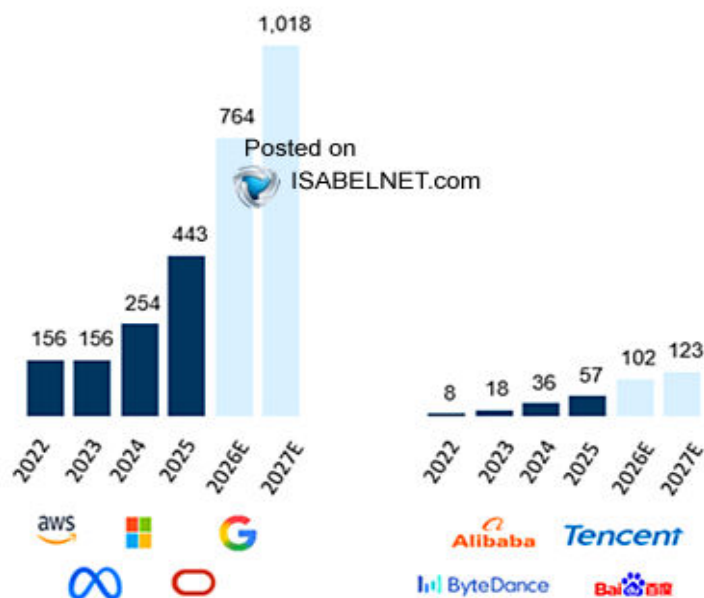
Figure 4: For the hyperscalers, capex is indeed surging much faster than their earnings are and they are slashing their buybacks



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Asset Allocation

Les Capex IA sont clairement une affaire américaine.

Exhibit 9: Both US and Chinese hyperscalers keep scaling up AI Capex
estimates by GS Internet team (US\$bn)



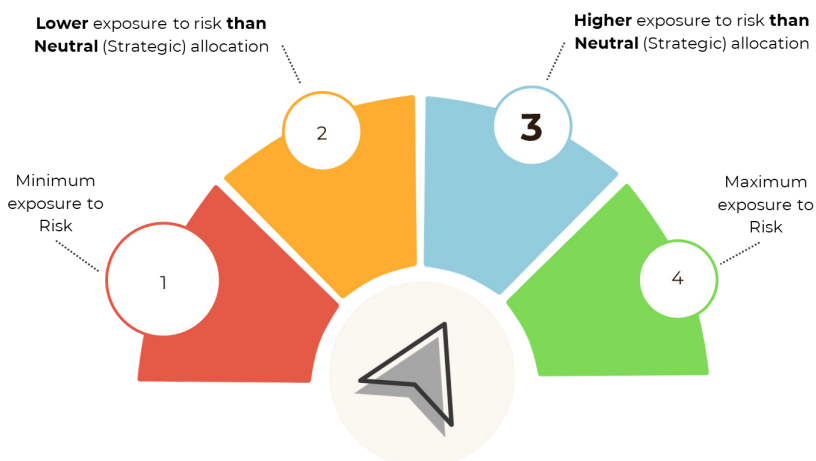
Our Internet analysts calculate Bytedance's (Not Covered) relevant operating metrics by analyzing the industry and companies that they cover, and then extrapolating them to Bytedance.

Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

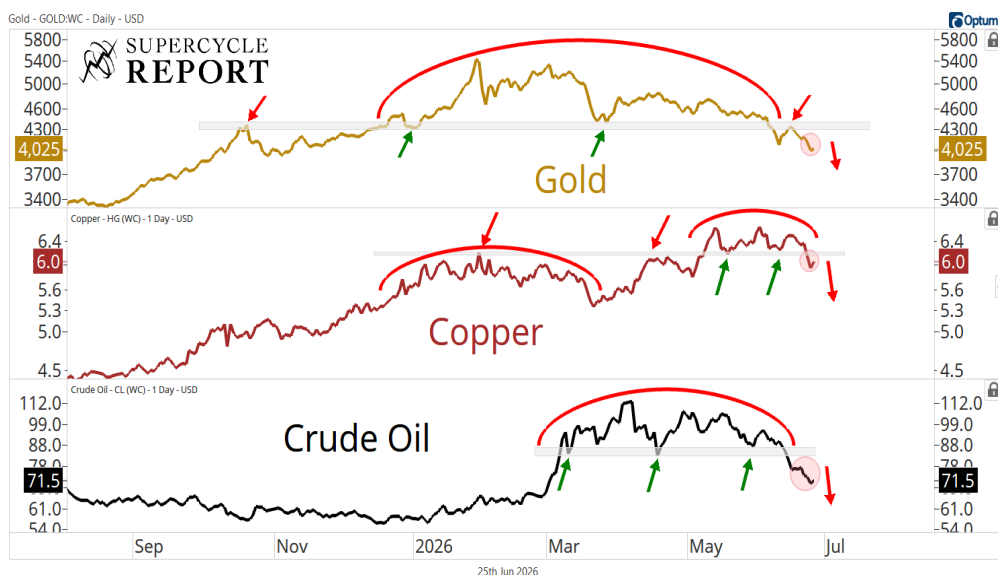
Dans l'allocation actions, les actions émergentes ont surperformé les pays développés depuis début 2025. Le Value a surperformé le segment Croissance depuis novembre 2025, ce qui est contre-intuitif, car les 7 Magnifiques ont connu une compression de leurs multiples. La situation est plus ambiguë entre les secteurs cycliques et défensifs. Concernant les grandes et moyennes/petites valeurs, le Russell 2000 a largement surperformé le S&P 500 depuis août 2025 aux Etats-Unis en raison d'une forte progression des profits, une tendance similaire au Japon, mais en Europe les « large caps » ont dominé.

Investissements alternatifs

Le Supercycle des matières premières sous pression.



La hausse du dollar et la « fin » de la guerre d'Iran poussent les cours des métaux industriels, de l'énergie et de l'or à la baisse.



Dans un autre temps, le prix du pétrole aurait dû aller vers les \$200 le baril compte tenu de l'importance du Proche-Orient dans la production mondiale de pétrole. Mais quatre facteurs ont limité la hausse et permis un recul significatif des cours du brut :

1. Donald Trump et TACO. Le marché anticipait une guerre courte, car Trump se lasse vite des choses, surtout si elles ne vont pas dans son sens. Il a l'extraordinaire capacité de déclarer victoire, alors qu'il l'a perdu. Ou plutôt, l'Iran a gagné.
2. Très rapidement, les 32 pays de l'AIE avaient décidé de libérer 400 millions de barils de pétrole issus de leurs réserves stratégiques. Cette décision constituait le plus important déstockage jamais organisé par l'AIE depuis sa création en 1974 à la suite du premier choc pétrolier. Les

réserves détenues par les membres de l'AIE sont considérables. L'organisation estime à « plus de 1,2 milliard de barils de stocks publics d'urgence » les volumes détenus directement par les Etats, auxquels s'ajoutent « environ 600 millions de barils » conservés par les industriels sous obligation gouvernementale.

3. Grâce à ses importantes réserves de pétrole, la Chine, que certains analystes nomment « la main invisible qui a rééquilibré le marché », aurait réduit ses importations de pétrole de 3 millions de barils/jour. En temps habituel, la Chine importe 11 millions de bj.
4. Un des dommages collatéraux (il y en aura certainement d'autres plus tard) de cette guerre a été la sortie des Emirats Arabes Unis de l'OPEP. Un facteur plutôt baissier pour le prix du pétrole.

Avec les tentatives d'un cessez-le-feu par les Américains, qui cherchent à se sortir de ce borbier pour des raisons domestiques principalement, la circulation maritime pourrait se normaliser progressivement.

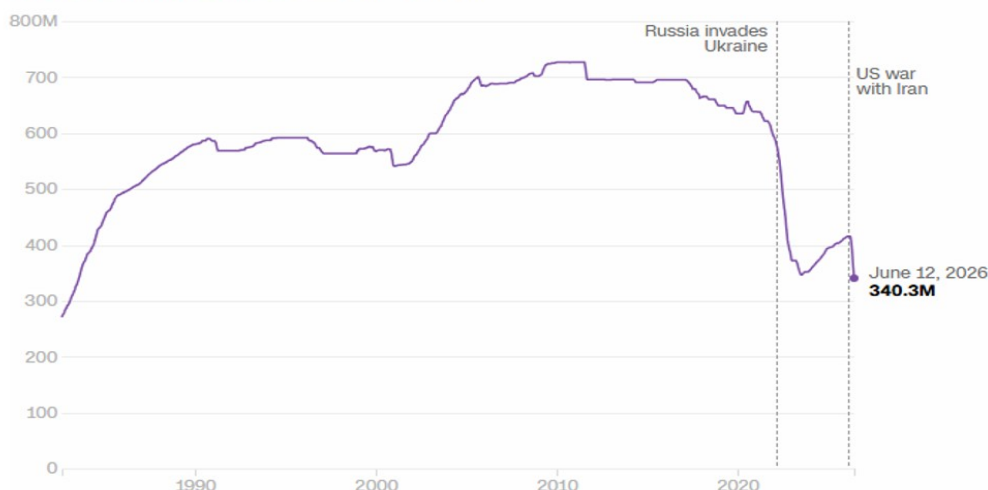
Avec la perspective d'un accord US-Iran, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) a rapidement changé de position, d'une crise aigüe sur l'offre à une surabondance d'offre en 2027.

Il y a encore un risque de hausse des prix du pétrole. Une paix et une normalisation de la production et du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz ne sont pas acquises.

Les réserves stratégiques de pétrole sont arrivées à des niveaux critiques aux Etats-Unis et en Asie. Leurs marges de manœuvre sont limitées en cas de reprise du conflit. Les réserves US sont au plus bas depuis 43 ans à 340 millions de barils pour une capacité totale de 714 millions.

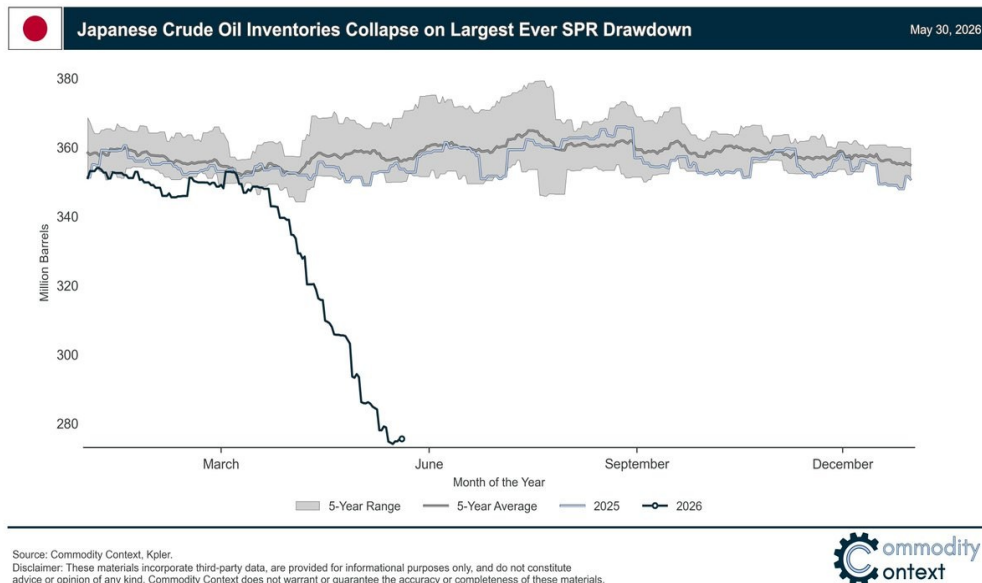
Tracking the US Strategic Petroleum Reserve

The US Strategic Petroleum Reserve held **340.3 million barrels** of crude oil as of June 12, 2026, **down 8.9 million barrels** from the prior week.

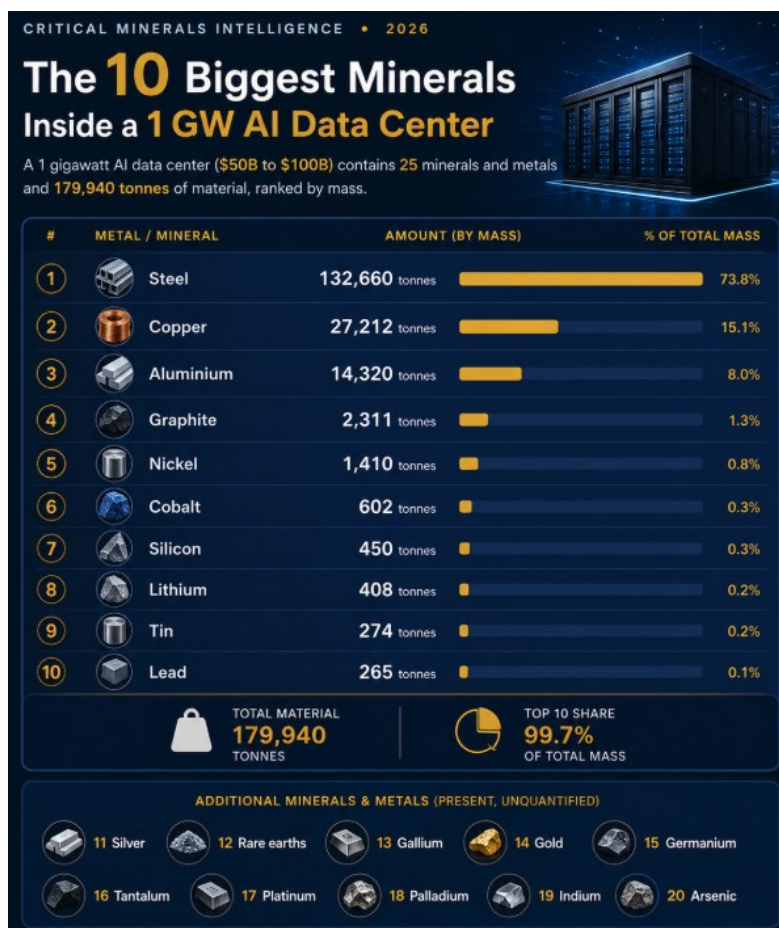


Note: Data last updated June 15, 2026, at 2 p.m. ET.

Source: US Department of Energy, Office of Petroleum Reserves; US Energy Information Administration
Graphic: Matt Stiles, CNN



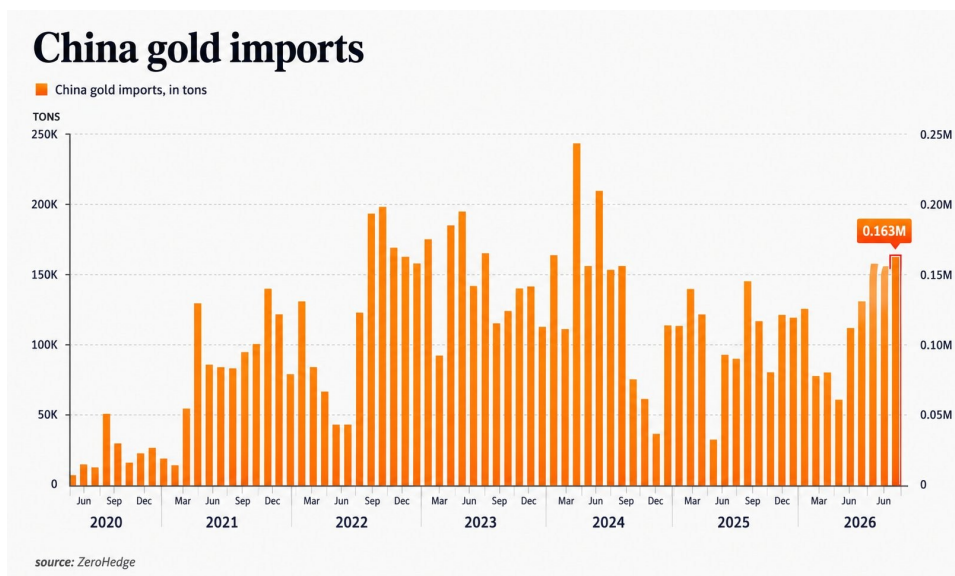
Le Japon détient les 3èmes plus importantes réserves stratégiques dans le monde, derrière les US et la Chine. Pour des raisons opérationnelles et de viabilité des infrastructures, il est impossible de réduire à zéro les réserves stratégiques. Les prix des métaux industriels sont aussi sous pression avec la hausse du dollar. Le prix de l'aluminium a reculé avec les anticipations de reprise des exportations des pays du Golfe qui comptent pour 10% de la production mondiale. Mais structurellement les prix sont à la hausse avec des mines vieillissantes, l'IA, la transition énergétique et l'électrification.



L'or est dans un *bear market* avec une chute du cours de 27% depuis les hauts de fin janvier 2026 (\$5'600). La force du dollar, les craintes d'une hausse des Fed Funds en 2026, la hausse des taxes d'importation d'or en Inde et les ventes de quelques banques centrales émergentes pour soutenir leur devise à cause de la guerre d'Iran sont les principaux facteurs.

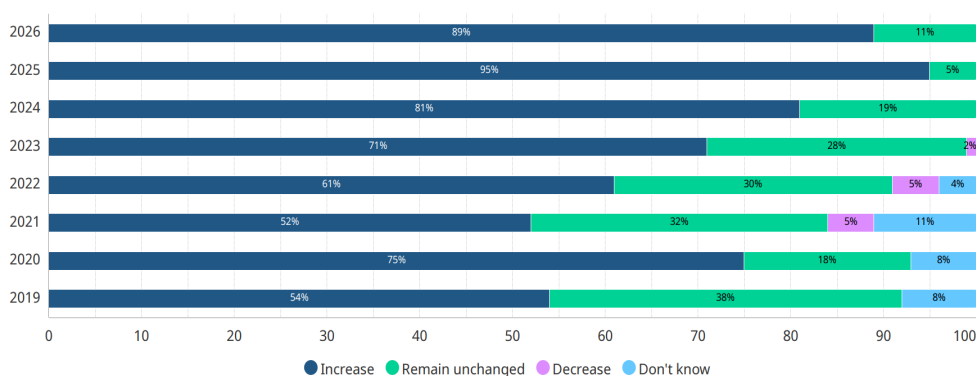
Nous ne croyons pas à une Fed plus restrictive en 2026 et l'inflation devrait décélérer avec le recul des prix de l'énergie et de l'essence.

La correction des prix attire les acheteurs institutionnels. La Chine a importé 164 tonnes d'or en mai, le plus fort mois depuis mars 2024. Sur les 5 premiers mois 2026, les importations chinoises ont augmenté de 76% à 692 tonnes. La banque centrale chinoise a acheté de l'or pour le 19ème mois consécutif.



Le dernier sondage du World Gold Council signale que 89% des banques centrales veulent acheter de l'or dans les 12 prochains mois.

Chart 3: How do you expect global central bank gold reserves to change over the next 12 months?



Sources: YouGov, World Gold Council; Disclaimer
2026 base: all central banks (74); advanced economy (17); EMDE (57). 2025 base: all central banks (73); advanced economy (15); EMDE (58). 2024 base: all central banks (69); advanced economy (24); EMDE (45). "Don't know" was removed as an option from the 2023 survey onwards.

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.