

Marchés en folie : l'or, encore refuge et, sinon, les obligations d'Etat, malgré tout ?



V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

13 février 2026

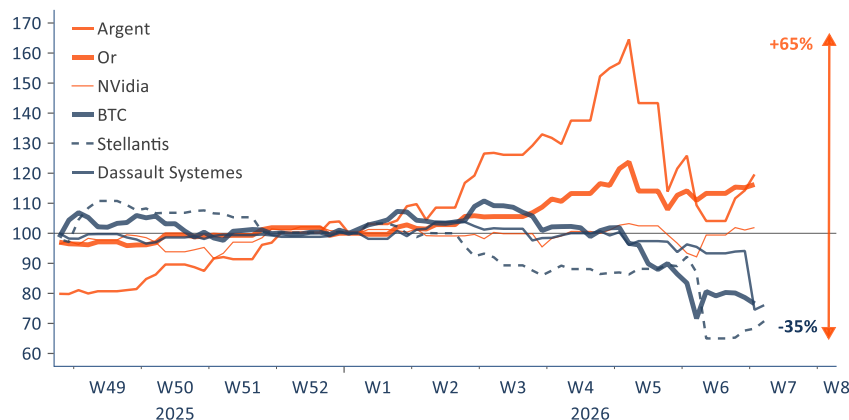
AGENDA - Jeudi 19 mars

SAVE THE DATE

Visioconférence
trimestrielle à 11 heures
Sujet communiqué à une
date ultérieure selon les
développements à venir

Argent, or, JGB, Bitcoin, actions... les phénomènes de volatilité hors norme se multiplient à un rythme inédit ces dernières semaines sans épargner aucune classe d'actif. Si les MAG7 américaines étaient souvent considérées comme la principale source de risque financier pour 2026, ce n'est pas de là que viennent les chocs les plus remarquables ni les plus, potentiellement, bouleversants, mais des victimes collatérales du boom de l'IA sur les acteurs technologiques traditionnels, de celles d'une guerre économique tentaculaire sur un nombre croissant d'entreprises tous secteurs confondus, sur fond de ruptures politiques historiques, en cours ou à venir, telle l'arrivée de Mme Takaichi au Japon, les élections de mi-mandat américaines du mois de novembre, sans parler des scrutins européens bientôt d'actualité.

CHOC INÉDITS EN CASCADE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



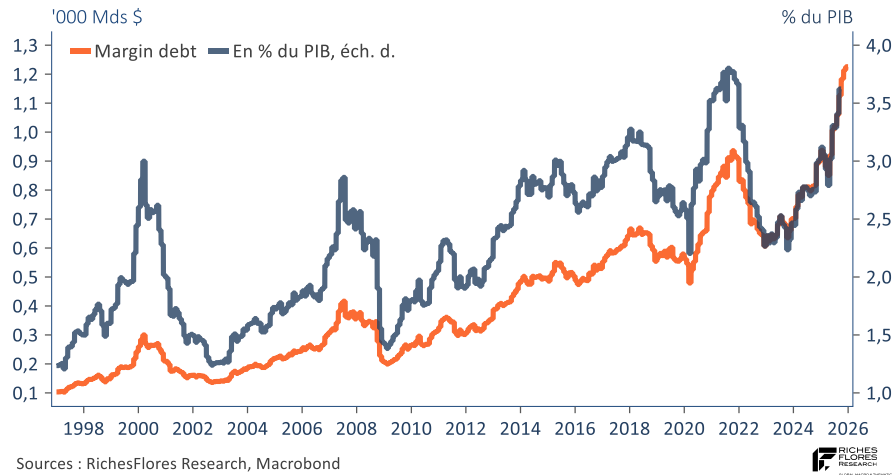
Le monde d'hier se disloque et les sources de bouleversements se multiplient d'autant plus vite que les gardiens de l'orthodoxie monétaire sont menacés et

que grandit l'évidence de la disparition du régime monétaire en place depuis tout juste cinquante ans - accords de la Jamaïque de janvier 1976-, sans que personne ne sache dire de quoi sera fait ce qui suivra.

Dans un tel contexte, les liquidités toujours plus abondantes ont constitué un terreau particulièrement fertile à des phénomènes spéculatifs débridés, même quand il s'est agi de chercher des refuges que les obligations souveraines ne permettent plus d'assurer, dès lors que les États sont beaucoup moins préoccupés par la soutenabilité de leurs comptes que par les batailles géostratégiques ou idéologiques qu'ils engagent ou subissent.

Justifiée ou non, la recherche de sécurité ne pouvait s'accommoder de la frénésie qui s'est emparée des cours des métaux précieux sans provoquer de vagues d'ampleur proportionnelles à leur envolée récente, comparables aux vagues scélérates de la météo marine. L'argent et l'or n'ont pas de raisons fondamentales de ne plus être considérés comme des réserves de valeurs de premier choix mais toutes les chances d'être perçus comme beaucoup trop risqués pour servir de refuge immédiat. Dès lors que reste-t-il ? La confiance dans la capacité de D. Trump à sauver les marchés américains ? L'argument est, assurément, difficile à accepter dans le tumulte et le contexte politique américain en présence, face à la montée des risques financiers que la guerre technologique du président américain décuple. Signal d'alarme : fin 2025, les dettes sur marges (« margin debt ») ont atteint 1.230 milliards de dollars, un record, équivalent à 3,8 % du PIB des États-Unis, jamais observé sauf période covid, soit encore 36 % des profits de l'ensemble des sociétés américaines ou 1,4 fois ceux des seules entreprises du S&P, l'équivalent de 5,8 fois leurs profits trimestriels...

"MARGIN DEBT" TOTAL ET EN % DU PIB AMÉRICAIN



L'arbitrage en faveur du monde émergent n'est pas à la hauteur des enjeux en présence

Les investisseurs ont retrouvé l'appétit pour les marchés émergents, à juste titre, ces derniers mois, avec à l'appui trois principales convictions :

- 1- Les taux d'intérêt américains vont baisser.
- 2- Le dollar va s'affaiblir.
- 3- Les perspectives de croissance conjoncturelle et structurelle du monde émergent hors Chine s'améliorent, portées tout à la fois, par les avancées du Sud Global, par la transition énergétique accélérée -soutenue par la Chine- et les effets positifs de la transition technologique, tant pour les pays d'Asie, incontournables dans ce domaine, que pour le reste du monde émergent, dopé par les revenus de matières premières dont ils sont souvent les premiers producteurs et les bénéficiaires économiques structurels qu'ils peuvent retirer de la révolution technologique et énergétique en cours.

Aucun de ces sujets n'est, aujourd'hui, remis en question. K. Warsh, futur président de la Fed, c'est quasiment acquis, baissera le niveau des taux directeurs d'autant plus facilement qu'il pourrait avoir de bonnes raisons de le faire à en juger par

l'accumulation des risques financiers et par la détérioration de la conjoncture américaine.

EVOLUTION DES PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ENTRE DEUX FOMC* ET DÉCISIONS SUR LES TAUX EN FIN DE PÉRIODE

Indicateurs centrés normés depuis 2010	Depuis le 9/12	31/10 au 09/12 -25 pb	17/09 au 30/10 -25pb	31/07 au 17/09 -25bp
Permis de construire, M/M-12 en %	n/a	-0,6	-0,6	-0,9
Prix PCE, M/M-12	n/a	0,3	0,3	0,3
Prix des logements neufs, M/M-12 en %	n/a	-1,7	-1,4	-0,9
Mises en chantier, M/M-12 en %	n/a	-0,9	-0,8	-0,4
Ventes de logements neufs et anciens, M/M-12 en %	n/a	0,3	0,3	0,1
Consommation réelle, 3M en %	n/a	0,0	0,1	0,1
Anticipations d'inflation ménages (Michigan)	0,7	1,3	1,6	1,6
Composante prix de l'ISM services	0,6	0,7	1,0	0,9
Ind. conditions financières (Fed Chicago), inv.	0,5	0,5	0,4	0,3
Output Gap (RFR)	0,5	0,5	0,5	0,5
Salaire horaire, M/M-12 en %	0,4	0,5	0,5	0,5
CPI, M/M-1 en % (SA)	0,4	-0,2	-0,2	0,3
CPI sous-jacent, M/M-1 en % (SA)	0,2	-0,5	-0,6	0,5
PPI, M/M-12 en %	0,1	0,1	0,1	0,1
Production manufacturière M/M-1 en %	0,1	0,0	-0,2	0,1
CPI, M/M-12 en %	0,0	0,1	0,2	0,1
Composante prix de l'ISM manuf.	0,0	0,0	0,1	0,4
S&P 500, M/M-3 en %	0,0	0,4	0,8	1,5
CPI sous-jacent, M/M-12 en %	0,0	0,0	0,2	0,3
Créations d'emplois, M/M-1 en %	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Démissions, M/M-1 en val	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Inflation 5y/5y (swap)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Ventes de détail, M/M-1 en USD	-0,2	-0,1	-0,2	0,0
Crédit aux ménages, M/M-12 en %	-0,2	-0,8	-0,9	-1,0
Taux de chômage (inv.), M/M-12 en val	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Masse monétaire M2, M/M-12 en %	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4
ISM, manuf et non-manuf synthétique	-0,6	-1,0	-1,3	-1,4
Crédit aux entreprises, M/M-12 en %	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2
Climat des affaires immobilier NAHB	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0
ISM manufacturier	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1
Prix logements anciens, M/M-12 en %	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8

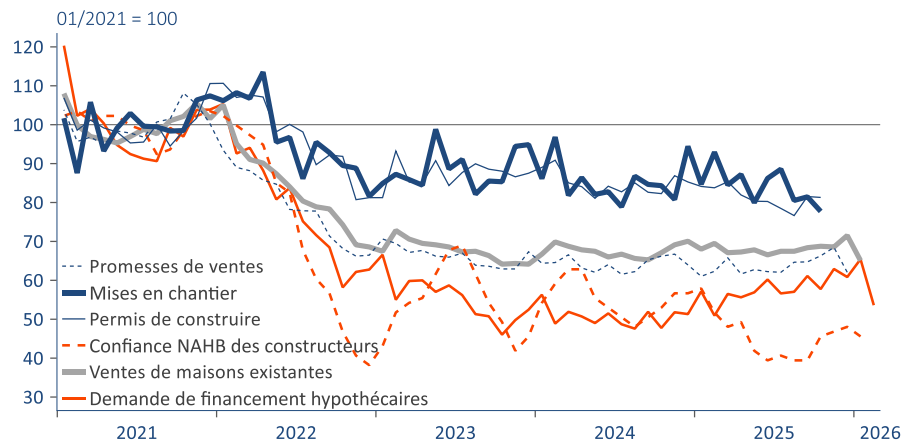
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

*En bleu des conditions favorables à des baisses de taux, en orange des conditions favorables à des hausses, en gris des conditions neutres

Au-delà de l'inertie du marché de l'emploi et des indicateurs de consommation (ventes de détail), c'est aujourd'hui du marché immobilier que viennent les signes les plus convaincants d'un net ralentissement de la conjoncture économique américaine. La chute des ventes de maison en janvier, semble bien, en effet, avoir précipité celle des marchés et le repli des taux d'intérêt américains ce jeudi. Il faut croire que sur ce front, les injonctions de D. Trump à l'égard des institutions de

financement ne portent pas leurs fruits, quand bien même les conditions météorologiques défavorables peuvent avoir amplifié la correction récente.

INDICATEURS IMMOBILIERS AMÉRICAINS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Or, un retournement du marché immobilier serait de nature à changer considérablement la donne des perspectives d'activité et d'inflation, laquelle est aujourd'hui nettement moins source de préoccupation que jusqu'alors.

Le dollar poursuit, de son côté, son mouvement de baisse, quand bien même jusqu'à présent de manière graduelle. Il fait peu de doutes que si les anticipations de baisses des taux directeurs refluent davantage, il suivra la tendance.

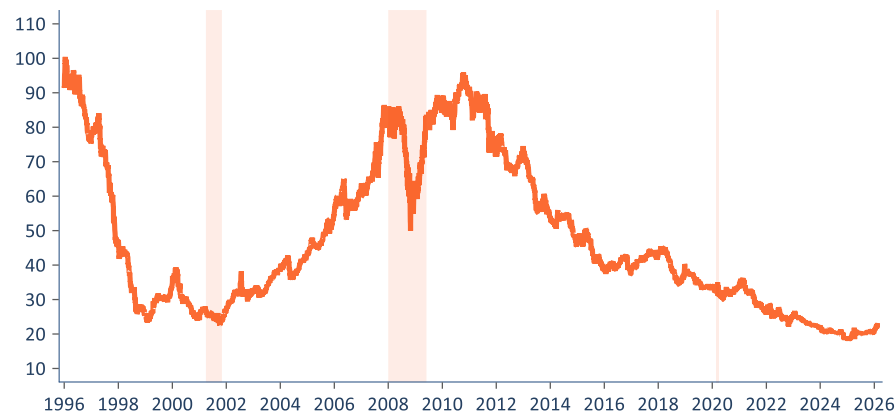
Les arguments en faveur des actifs émergents restent donc de mise, du moins, tant que la conjoncture américaine l'autorise.

Baisses des taux de la Fed et du dollar ne sont qu'une partie du regain d'intérêt pour les émergents qui ont, pour beaucoup, tiré leur épingle du jeu des perspectives de forte croissance de la demande de matières premières, liées à l'IA. Or, ces dernières sont éminemment liées aux perspectives conjoncturelles qui détermineront, outre l'évolution des taux de financement, la capacité des entreprises de l'IA à rentabiliser leurs investissements colossaux. Un coup de frein

conjoncturel américain, et par voie de conséquence, vraisemblablement mondial, constituerait un facteur de risque additionnel sur ce dernier point.

Les marchés émergents n'ont jamais fait preuve de résilience, en effet, durant les périodes de récessions américaines, malgré les baisses de taux de la Fed qui les ont systématiquement accompagnées.

MSCI ÉMERGENT/S&P500 ET RÉCESSIONS AMÉRICAINES



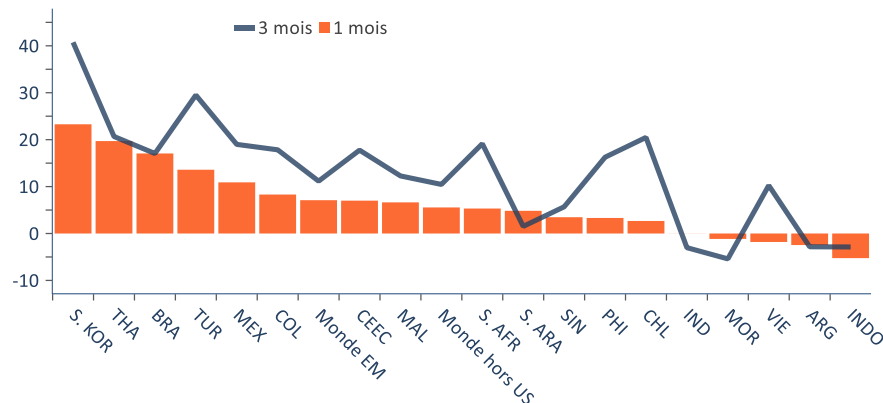
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Leur capacité à servir de rempart à une dégradation des perspectives économiques, et probablement financières, américaines est donc, dans un tel cas de figure réduite, notamment pour les plus grands bénéficiaires de ces derniers mois, exportateurs de matières premières, y compris précieux, et pays le plus avancés en matière technologique, la Corée notamment.

L'entrée en vigueur de la réforme fiscale américaine depuis le 5 janvier suffira-t-elle à contrer ce risque ? La réponse est de plus en plus incertaine. Les baisses d'impôts effectives sur les revenus des ménages et des entreprises de 2026 ne devraient pas intervenir avant le printemps 2027. Le temps risque d'être long sans amélioration du marché de l'emploi et sans effets richesse comparables à ceux des trois dernières années, malgré la stimulation du crédit à la consommation permise par le plafonnement des taux des cartes de financement.

L'ensemble rend l'arbitrage en faveur des marchés émergents les plus prisés plus aléatoire qu'au cours des derniers mois, quand la capacité d'absorption des flux d'investissements mondiaux de ces derniers est limitée.

PERFORMANCE MSCI DES PRINCIPAUX PAYS ÉMERGENTS, EN \$, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les marchés européens peu aidés

Les bourses européennes ont bénéficié d'un regain d'intérêt certain ces derniers mois, fortes de l'amélioration des perspectives de croissance économiques régionales et des initiatives politiques.

L'approfondissement de la reprise est aujourd'hui palpable et l'évacuation des risques immédiats relatifs à la situation politique française est un facteur de soutien additionnel. Là encore, néanmoins, l'évolution des perspectives américaines dictera sans doute le potentiel de rattrapage et l'appétit pour le risque des investisseurs à l'égard des valeurs européennes, par ailleurs menacées des risques inhérents à l'évolution de l'euro, dans un contexte de rigidité de la politique monétaire de la BCE.

STOXX/S&P500, EN MONNAIES LOCALES

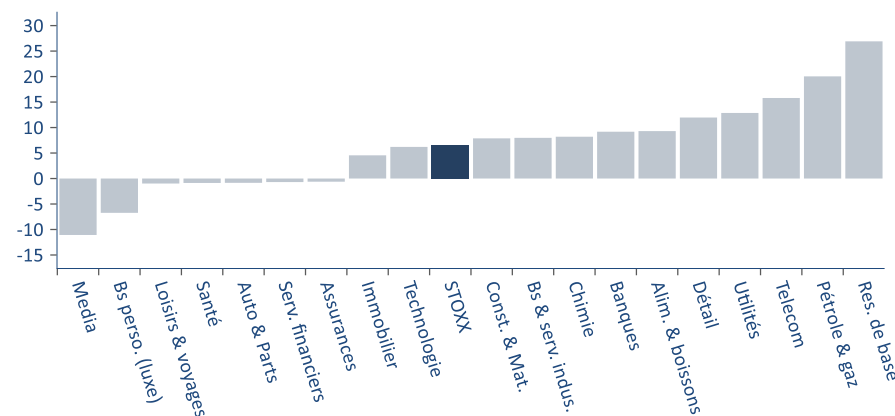


Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Si les bourses européennes ont encore de bonnes raisons de surperformer les indices américains, l'appétit pour le risque a plus de chances d'être contenu que l'inverse dans un contexte de déceptions américaines et de possibles corrections des anticipations sur les secteurs récemment les plus porteurs du marché : ressources de base, pétrole et télécom notamment.

PERFORMANCE SECTORIELLE DU STOXX DEPUIS LE 1ER DÉCEMBRE, EN % R.A.

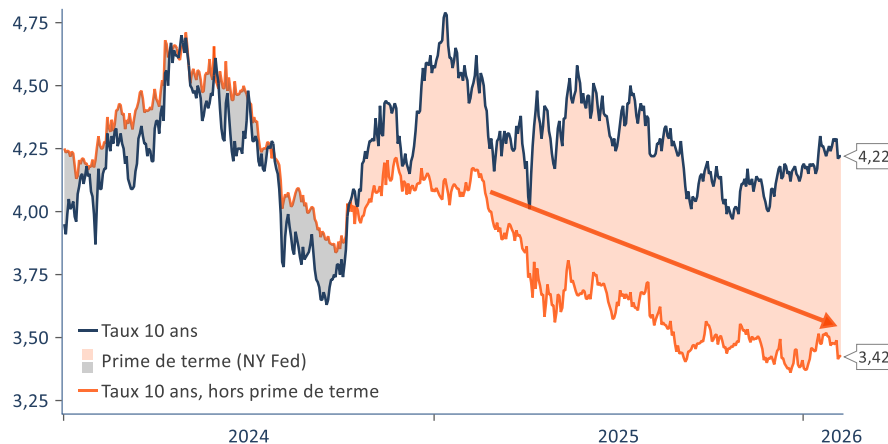


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une parenthèse favorable aux obligations souveraines

C'est, naturellement, la conclusion qu'inspire ce qui précède, après une période exceptionnellement néfaste au cours de laquelle les taux de financement se sont fortement renchérissés et quoi qu'il en soit, à brève échéance, des dérapages des finances publiques. Désinflation et dégradation du socle conjoncturel ont pressurisé le niveau des taux longs hors primes de risques dans des proportions qui laissent à ces dernières de quoi se tendre, éventuellement davantage, sans empêcher un tassement des taux de financement induit par la perspective d'un assouplissement monétaire de la Fed.

TAUX DES T-NOTES À 10 ANS ET PRIME DE TERME



Sources : RichesFlores Research, Macrobond *modèle FRB

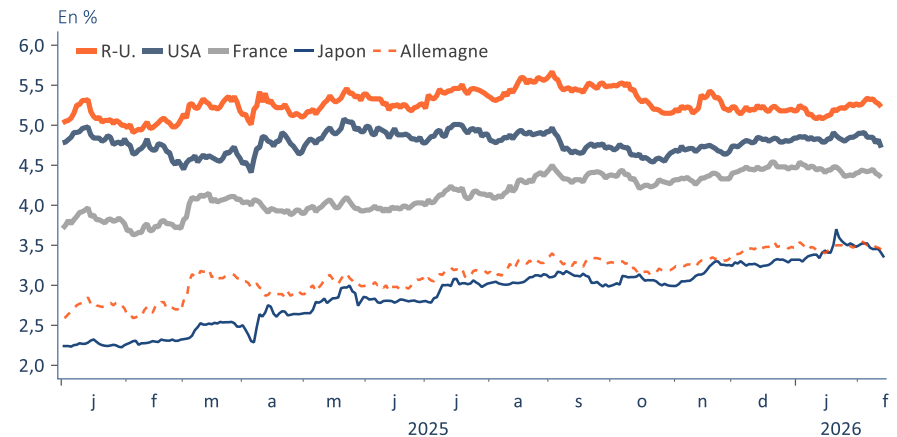
Une telle perspective constitue un changement majeur par rapport à ce qui prévalait ces derniers mois qui trouve son explication dans deux changements principaux :

- L'impact négatif de l'IA sur l'emploi
- La détérioration particulièrement rapide des conditions financières.

Ces deux évolutions ont pour effet de remettre sur le devant de la scène les risques déflationnistes, au contraire des craintes dominantes de ces derniers mois.

En ce sens, le repli des taux de financement à long terme de ces tout derniers jours, y compris au Japon, semble pouvoir être annonciateur d'un mouvement potentiellement durable, jusqu'à nouvel ordre.

TAUX DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 30 ANS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Pour rappel, publications récentes et support de présentation de décembre

[SUR LE VIF – Emploi américain, une bonne nouvelle vraiment ?](#) 11 février

[SUR LE VIF - Ventes de détail américaines, primes de termes, dollar et précieux...](#), 10 février

[BAROMETRE février – Du mieux, sauf pour les consommateurs](#), 6 février

[HDV- Grandeur et démesure des Capex- suite...](#) 6 février

[HDV – N'attendons rien de la BCE !](#) 30 janvier

[HDV – Un pays vieux, comme le Japon, peut-il prétendre à des politiques de relance ?](#) 23 janvier

[HDV – Les moindre appétit pour la Tech américaine, pour l'instant sans dommage](#), 16 janvier

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com