

LA LETTRE FINANCIÈRE

REVUE, OPINIONS ET PERSPECTIVES DES MARCHÉS

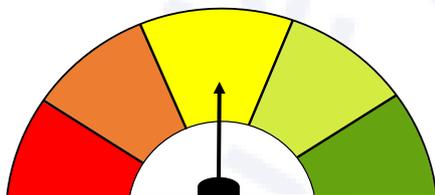


PRINTEMPS 2025

Contexte d'investissement

La pandémie avait déjà bouleversé les grands équilibres et repoussé les limites de la normalité. Depuis peu, une nouvelle phase d'accélération irrépensible s'est enclenchée. Les ordres mondiaux de l'après-guerre, tant géopolitiques qu'économiques, se défont sous l'émergence du Sud Global et les coups de boutoir de la nouvelle administration Trump. C'est un raz-de-marée qui engendrera une myriade d'effets secondaires potentiels.

Nous quittons la transition douce pour sauter dans l'inconnu



Principaux indicateurs en 2025
(au 31 mars 2025)

Indicateurs	Variation %
Eurostoxx 50	+7.7
Swiss Market Index	+8.4
FTSE 100	+4.4
S&P 500	-5.6
Taux court terme EUR	2.3
Taux court terme USD	4.2
EURUSD	+4.5
EURCHF	+1.7
Barclays Euro Agg. Bonds	+2.8
Barclays US Agg. Bonds	-0.9



Perturbations "séculaires"

- Climat
- Réarmement
- Technologie (IA)



Démondialisation

- Guerre commerciale
- La relocalisation
- La dédollarisation



(Géo)-Politique

- Monde multipolaire / fragmenté
- L'essor du Sud Global
- États-Unis illibéraux / néo-impérialistes



Politiques économiques

- Les économies en mode guerre
- Viabilité de la dette
- Grandes Affaires / Accords

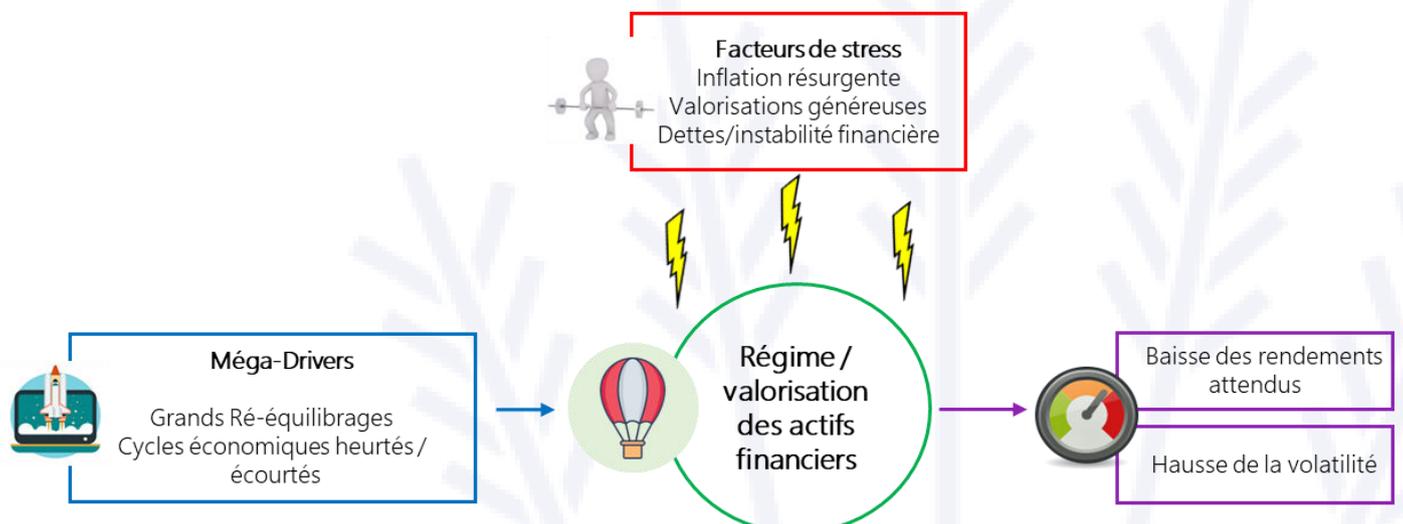
Cadre d'investissement

Nous nous attendons à ce que la volatilité soit généralisée au cours des prochains trimestres. L'augmentation soudaine et durable de l'incertitude mondiale devrait peser sur la croissance, mais aussi sur l'inflation et les taux d'intérêt. Le rééquilibrage mondial des finances publiques, bien que déstabilisant en soi, devrait éviter une récession mondiale, mais devrait favoriser un retour/normalisation des primes de risque, mettant notamment en péril les valorisations généreuses de certains actifs financiers.

La poursuite du cycle timide de reflation qui a débuté au S224 dépendra également dans une large mesure des réactions des banques centrales, c'est-à-dire de l'ajout ou de la suppression de liquidités.

Nous prévoyons un nouveau dénouement de l'effet de levier et des positions spéculatives, tandis que les actifs de couverture et les actifs réels continueront à prospérer. Nous prévoyons une corrélation instable entre les actions et les obligations - proche de zéro -.

Régimes de transition



Les moteurs de long terme

Nous considérons **trois perturbateurs séculaires**. 1) Le changement climatique. Les troubles climatiques atteignent des sommets. Ils tendent à renforcer l'inflation. 2) La géopolitique. Elle connaît des changements tectoniques. 3) *La technologie*. La numérisation séculaire et l'IA sont transformationnelles. Pour les cols blancs également, il s'agit d'une nouvelle et grave source d'insécurité. Il s'agit d'un processus fondamentalement désinflationniste qui, à terme, améliorera la productivité.

La démondialisation. Les BRICS et les pays du Sud s'unissent pour mettre en place un nouvel ordre de règlement des différends commerciaux (yuan, or, etc.). *La dédollarisation* s'accélère et la renaissance de l'or est bien réelle. Les rumeurs d'initiatives perturbatrices de la part des États-Unis - les accords de Mar-a-Lago - ne doivent pas être écartées d'emblée. Les États-Unis ont un besoin urgent de nouveaux outils pour garantir le statut de réserve du dollar, pour plafonner les taux d'intérêt à long terme (stabiliser les charges d'intérêt) et pour capter / drainer les flux de capitaux à long terme.

(Géo)-politique. L'Europe tente désespérément de ne pas se faire évincer des trois sphères d'influence émergentes (les Amériques, l'Asie et la Russie paneuropéenne). Le Canada, le Japon, la Corée et l'Australie perdent également leur ancrage.

Politiques économiques. La domination fiscale est terminée aux États-Unis, mais deviendra une nouvelle norme en Europe, en Chine, etc. Un régime de forte volatilité macroéconomique est probable dans un avenir prévisible.

Détox ou... Intox ?

La doctrine "Monroe"

La doctrine Monroe a constitué un élément important de la politique étrangère des États-Unis. Elle a été présentée par le président James Monroe devant le Congrès le 2 décembre 1823. La doctrine repose sur quatre principes clés : la séparation des sphères, la non-ingérence, la non-colonisation et la protection de l'indépendance. En pratique, elle vise à sauvegarder les intérêts américains en modifiant unilatéralement les relations existantes entre les États-Unis et leurs partenaires/voisins.

Son objectif initial était d'empêcher les puissances européennes d'étendre leur influence sur les Amériques et d'interférer dans leurs affaires intérieures. Au fil du temps, elle a évolué, notamment à la suite du corollaire Roosevelt de 1904, qui a permis aux États-Unis de s'engager plus activement en Amérique latine. Au cours du XXe siècle, notamment pendant la guerre froide, elle a été utilisée pour contrer l'influence de l'Union soviétique sur le

continent américain. Cette ancienne idée revient aujourd'hui en force à travers les projets officiels du nouveau gouvernement d'accélérer l'interventionnisme américain et de redessiner trois grandes zones d'influence : les Amériques, l'Asie et une Russie paneuropéenne.

Trump a essayé de faire croire qu'il était en faveur de la paix.

Mais ses politiques sont pratiquement basées sur la doctrine de Monroe.

Résurgence problématique de la frugalité comme vertu fondamentale

S. Bessent (SB) convainc avec son plaidoyer pour le revirement structurel de la politique économique américaine. Il est impératif que le pays abandonne le modèle de dépenses publiques insoutenables de ces dernières années, la MMT. Des "mesures de désintoxication" sont mises en œuvre pour garantir la réduction du déficit et de la dette publique, au moins par rapport au PIB. Le projet DOGE est un instrument de la boîte à outils. SB reconnaît que cela entraînera des défis à court terme liés à l'activité économique et à la prospérité. Mais la stratégie du gouvernement consistant à promouvoir activement le secteur privé (par des mesures telles que la déréglementation, les réductions d'impôts et l'augmentation des investissements directs étrangers) devrait *en fin de compte* plus que compenser les effets de la contraction.

Deux obstacles importants compliquent ce processus de restructuration. Tout d'abord, la législation soutenant la croissance ne sera pas mise en œuvre avant la fin 2025. Deuxièmement, les tensions commerciales actuelles affectent le moral des consommateurs américains et les futurs investissements en capital des PME. Sans parler des nouveaux problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement et de la hausse ponctuelle des prix.

Les rumeurs non démenties d'un grand plan dit de "Mar-a-Lago", ainsi que la déréglementation accélérée du système bancaire domestique, confirment que le Trésor prend au sérieux le risque d'une hausse indésirable des taux souverains. Comme les démocrates, la nouvelle administration tente de faire baisser les taux d'intérêt - artificiellement.

En théorie, cette politique devait favoriser à la fois la croissance et la productivité. En pratique, il y a de fortes chances que la croissance soit médiocre et que l'inflation soit stagnante en 2025.

Compte tenu du changement de cap brutal de la nouvelle administration, un accident/déraillement plus grave de l'économie américaine n'est pas à exclure.

Rééquilibrages globaux et séculaires

L'UE et la Chine vont adopter une politique budgétaire bien plus accommodante. Ces mouvements sont stratégiques et structurels. La dominance fiscale de l'UE et la Chine garantira la poursuite de la reflation mondiale naissante initiée par les États-Unis.

À l'instar des démocrates, l'administration Trump élabore des solutions d'ingénierie financière nouvelles et innovantes. Elle explore une série d'options, notamment la réévaluation de l'or de Fort Knox, la création d'un fonds

souverain et l'adoption des crypto-monnaies comme monnaie de réserve. Ces mesures pourraient influencer les prix de marché ; franchement on est loin de l'orthodoxie prônée par SB... Parallèlement, le Sud Global, qui connaît une croissance soutenue, se désengage progressivement de la sphère USD. L'utilisation d'actifs réels tels que les matières premières et les métaux précieux comme garantie pour les transactions commerciales et financières augmente.

Le Japon a réussi à sortir de la déflation et est en train de normaliser sa politique monétaire. Ses taux souverains se sont découplés de ceux de l'Occident et, plus encore, de ceux de la Chine. La fin des sorties substantielles de capitaux japonais, liées à l'excès d'épargne, augmente l'incertitude pour l'avenir.

D'importantes transformations économiques et financières se profilent à l'horizon

Les effets seront ressentis dans le monde entier, car les États-Unis, l'épicentre, ont la volonté ferme et définitive de bouleverser l'ordre établi

Conseils en matière d'investissement

Le contexte mondial de l'investissement s'est détérioré au cours des dernières semaines/mois.

Des queues de distribution normales (fat tails) plus larges se sont formées. Une guerre commerciale corrosive - dont la probabilité a augmenté - serait sans aucun doute négative pour les actifs risqués à moyen terme.

Budget global des risques

Horizon temporel 12 mois

Position : Neutre

Tendance : Détérioration

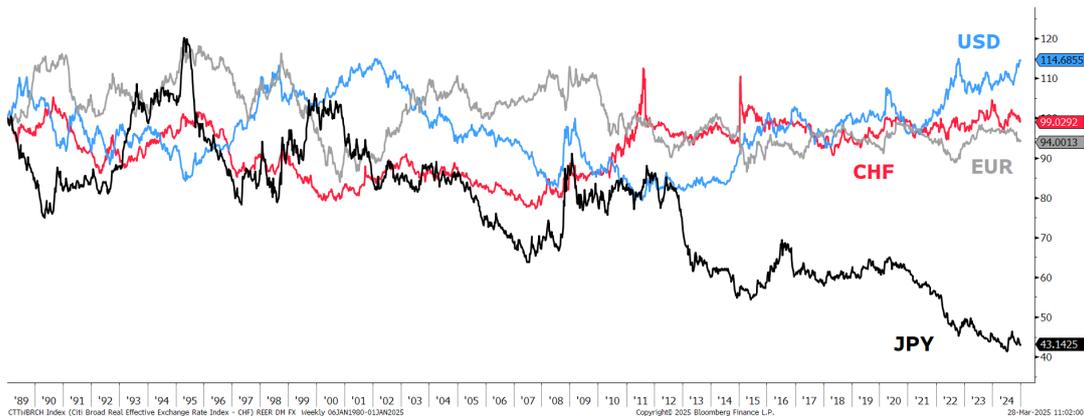
Devises

Le statut du dollar comme seule et unique monnaie de réserve est victime de Trump et de l'Europe.

« Rerating » de l'euro

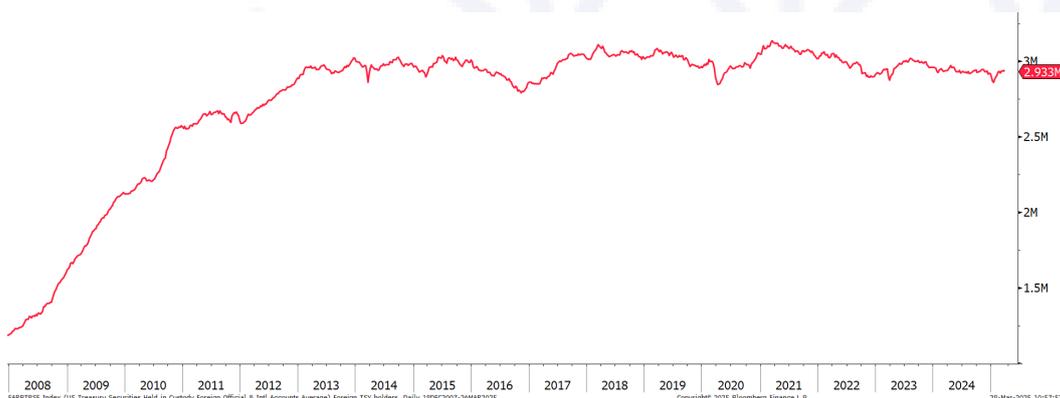
La valeur des devises est généralement influencée par les différentiels de taux, le marché des changes étant considéré comme un prolongement de la politique monétaire. Cela explique pourquoi l'USD s'est apprécié depuis 2021, soutenu par la politique restrictive de la Fed et le discours sur l'exceptionnalisme américain. Toutefois, les politiques de l'administration actuelle étant entourées d'incertitudes, les marchés sont à l'affût de nouveaux signes. Corrigé de l'inflation, le dollar a atteint son niveau le plus élevé depuis 1985, année de l'accord du Plaza, lorsque les États-Unis, l'Allemagne, la France, le Japon et le Royaume-Uni ont coordonné leur politique pour affaiblir l'USD. La surévaluation du dollar s'explique par l'inélasticité de la demande en bons du Trésor US et par le fait que l'USD est un actif de réserve.

Le dollar est la monnaie développée la plus chère



Les gestionnaires de réserves de change, qui détiennent près de 13 trillions de dollars de réserves, pourraient-ils envisager de réduire leur exposition au dollar ? Bien que les données du FMI soient communiquées avec du retard, aucun changement substantiel n'a encore été constaté. Il est également intéressant de suivre les publications hebdomadaires des bons du Trésor détenus par la Fed pour les officiels étrangers et investisseurs internationaux. Il n'y a pas eu de diminution significative de ces avoirs. Nous suivons ces données de près.

Les étrangers n'ont pas encore ajusté leurs avoirs en bons du Trésor



La croissance dans la zone euro devrait augmenter à moyen terme, principalement grâce à la politique budgétaire allemande et à des développements positifs dans d'autres économies de la zone. Ces changements ont déjà provoqué une certaine hausse des volumes sur le marché des options de change sur l'EUR/USD et le skew à un an a diminué. Ce changement en faveur des options d'achat sur l'euro a été observé pour la dernière fois en 2020 et devrait constituer un sujet de discussion important.

La perception de l'EUR comme une monnaie plus sûre jouera un rôle majeur.

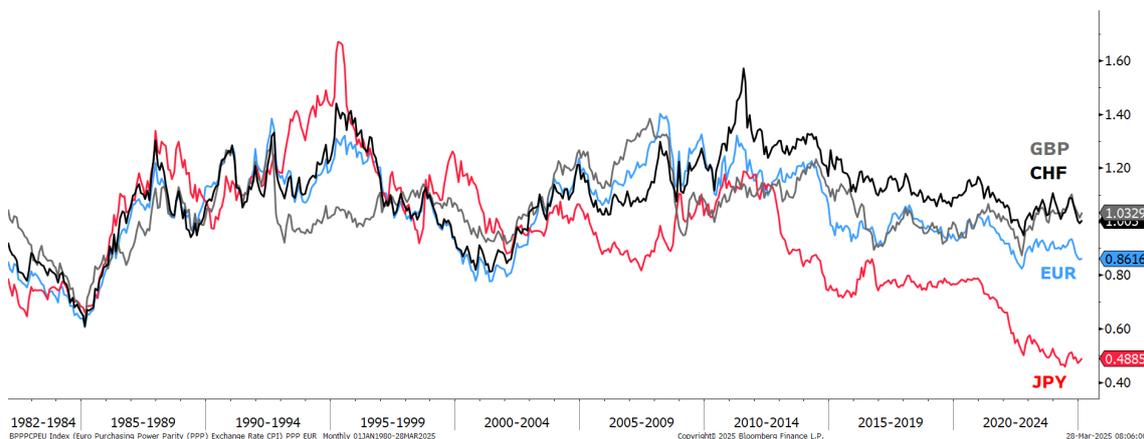
La BoJ est dans une position délicate

La Banque du Japon (BoJ) hésite à agir en raison de la hausse de l'inflation, qui atteint son niveau le plus élevé depuis la grande crise financière. La BoJ est actuellement dans une nouvelle phase de sa politique, axée sur la réduction de son bilan et sur la libre fixation des taux de change.

Le Japon est l'un des risques macroéconomiques mondiaux les plus sous-évalués. Une liquidation durable des obligations entraînera des répercussions dans le monde entier. Ce risque augmente. Comme de nombreux pays lourdement endettés par le passé, le Japon est confronté au risque d'une baisse conjointe des obligations et de sa monnaie.

Au fil du temps, la BoJ a considérablement augmenté ses avoirs en JGBs. À 125% du PIB, son bilan porte 75% de JGB et plus de 50 % des obligations existantes. Par conséquent, la valeur du yen est désormais liée à la proportion d'actifs sûrs détenus, plutôt qu'à des obligations longues et volatiles. En outre, la parité du pouvoir d'achat du yen reste dépréciée.

La parité du pouvoir d'achat du yen à des niveaux historiquement bas



Les investisseurs japonais possèdent un vaste portefeuille d'actifs étrangers pour 3,5 billions de dollars, soit 100% du PIB. Tout accident financier national déclencherait une forte aversion au risque, des flux de rapatriement et le dénouement des opérations de carry trade. Les flux de rapatriement pourraient ne pas empêcher la baisse des JGB et le JPY de chuter. La marge de manœuvre de la BoJ serait limitée.

La BoJ a déjà tenté de relever ses taux. La sensibilité de son portefeuille à la duration a nécessité le retour des taux à zéro voire négatifs. Cette fois-ci, elle pourrait ne pas avoir le choix. Les pressions inflationnistes et les attentes des ménages et des entreprises sont de plus en plus fortes.

Avec la hausse des taux, les banques japonaises ont augmenté leur ratio d'obligations désignées comme étant détenues jusqu'à l'échéance (HTM), c'est-à-dire qui ne sont pas évaluées au prix du marché. La situation de la SVB en est un exemple pertinent. Au cours de la période qui a précédé sa faillite, elle avait déclaré la majeure partie de son portefeuille d'obligations comme HTM. Les risques liés à cette approche n'étaient pas immédiatement apparents, mais ils sont devenus évidents lorsque la situation s'est dégradée. L'augmentation des portefeuilles HTM, que les banques japonaises soient ou non couvertes, signale une augmentation des risques de duration. Si les pertes s'aggravent, les banques japonaises pourraient devoir se défaire de leurs avoirs en obligations.

Les détenteurs d'obligations japonaises ne sont pas habitués à des pertes importantes.

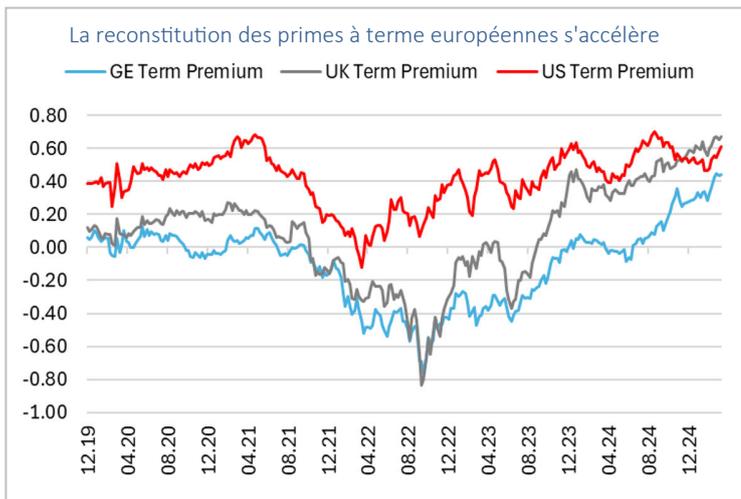
Les ramifications potentielles d'une liquidation des obligations japonaises pourraient avoir une grande portée à l'échelle internationale.

Une sortie potentielle de capitaux du Japon pourrait déclencher une baisse du yen, les investisseurs internationaux étant plus mobiles. Cela devrait faire baisser les taux mondiaux, ces investisseurs recherchant des valeurs refuges.

Obligations

Enfin ! Vers une normalisation des primes de risques.

Les perspectives budgétaires sont d'une importance cruciale



Les propositions fiscales postélectorales de la nouvelle coalition représentent un changement radical dans la politique fiscale allemande. Cependant, la prime de terme est redevenue une question centrale. Les marchés regardent au-delà des implications immédiates et se concentrent sur la situation dans son ensemble. Les changements de politique sont plus importants et plus rapides que la plupart des prévisions préélectorales. Compte tenu des préoccupations sécuritaires qui prévalent, une expansion budgétaire substantielle sera mise en œuvre, au niveau allemand, européen et,

éventuellement, britannique.

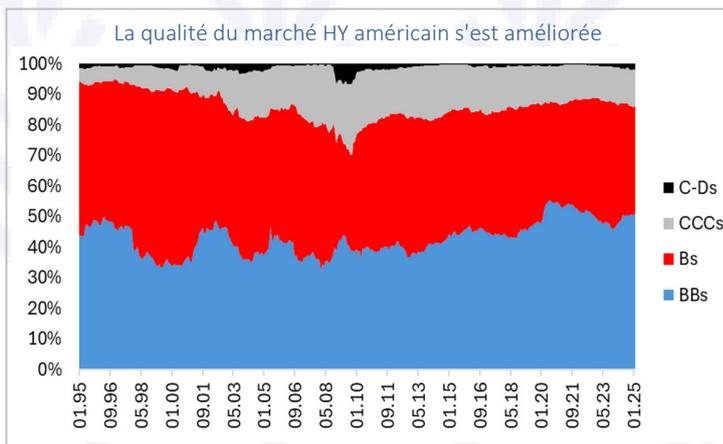
L'ensemble de ces mesures permettra de réduire le risque d'une croissance très faible, mais aussi de taux d'intérêt trop bas.

La prime de terme se reconstitue, particulièrement au Royaume-Uni. La prime de terme allemande a augmenté suite à la proposition d'importantes dépenses en matière de défense et d'infrastructures. La prime de terme US reste faible sur normes historiques. L'Allemagne et le Royaume-Uni sont traités différemment car leur niveau d'endettement est différent, respectivement de 62,9% et 98,8% du PIB. Les perspectives du Royaume-Uni mettent en évidence les défis budgétaires et économiques. Les finances publiques britanniques sont soumises à de nouvelles pressions. Les pressions financières supplémentaires et le QT de la BoE pourraient pousser la prime de terme britannique à la hausse.

La prime de terme allemande est revenue aux niveaux de 2014, avant que la BCE ne lance son premier assouplissement quantitatif. Plus préoccupante, cependant, est la prime de terme britannique, qui dépasse désormais les niveaux d'avant Lehman

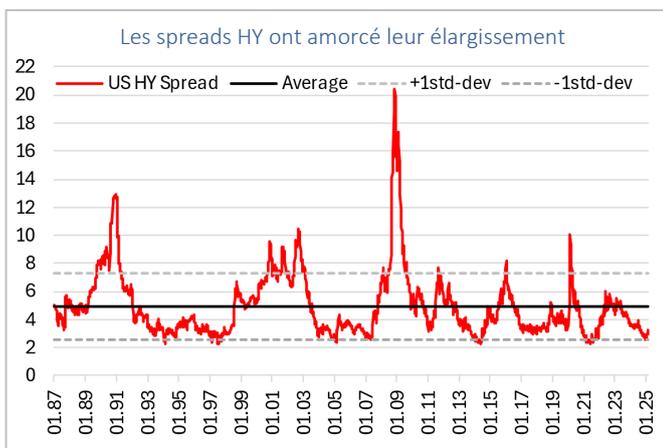
Le spread de crédit est un indicateur avancé

Le spread de crédit du HY est considéré comme l'un des indicateurs économiques les plus pertinents, transparents et utiles. Historiquement, le marché HY finançait les emprunteurs les plus risqués, mais l'augmentation des prêts à effet de levier (à savoir les



leverage loans et private debts) signifie que les emprunteurs les plus petits et les plus endettés n'émettent plus d'obligations. La taille du marché HY est de 1,4 trillion de dollars. Il est égalé par les leverage loans (1,3 trillion) et dépassé par la dette privée (2 trillions). Alors que les marchés privés ont connu une croissance rapide lors de la dernière décennie, le marché HY est au point mort depuis 2014. En revanche, sa qualité s'est considérablement améliorée, les obligations notées BB passant de 41% à 51%.

Si le spread du HY s'élargit encore de 50bps, ce qui semble marginal, les obligations HY pourraient avoir déjà dilapider leur avantage en termes de rendement face aux obligations d'État



Les spreads de crédit ont rarement été aussi faibles. En février, le spread du HY était de 260pbs, un niveau atteint qu'à quelques occasions : en 2007, à la veille de la crise financière, brièvement en 2014 et en 2021, et cette année.

Pour les investisseurs, cela signifie que les performances peuvent être plus volatiles et comporter des risques de baisse plus importants. Si les niveaux actuels de spreads se maintiennent, la performance du HY serait équivalente à celle du Trésor plus le spread. À moins que les spreads n'atteignent des niveaux sans précédent, il est difficile

d'envisager un scénario dans lequel le HY surperforme les bons du Trésor de plus de 2,5% par an. Inversement, si les spreads s'écartent, le HY sous-performera.

Lorsque la croissance est élevée, l'accès au refinancement dans le marché est facile, comme ce fut le cas l'an passé. En revanche, lorsque la croissance ralentit, les spreads s'élargissent considérablement et le HY délivre des performances négatives substantielles.

Au cours des 6 derniers mois, les spreads HY se sont nettement écartés, mais restent proches de leurs plus bas niveaux historiques, ce qui laisse présager d'un nouvel élargissement. Lorsque la volatilité du marché augmente, les investisseurs recherchent des actifs sûrs, ce qui peut exercer une pression sur les actifs risqués tels que le HY.

La situation est devenue plus difficile. En février et mars, les spreads ont atteint des niveaux historiquement bas. À chaque fois, les spreads se sont fortement écartés dans les 6 à 9 mois suivants.

Sous la surface, les angoisses se sont considérablement accrues.

La période de forte performance des obligations privées touche à sa fin.

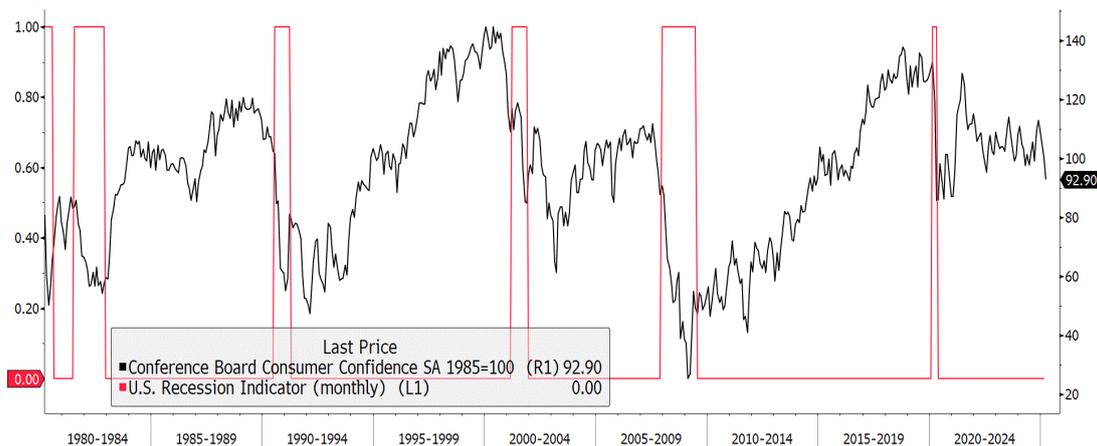
Actions

Le chaos Trump. Les perspectives des profits américains se dégradent.

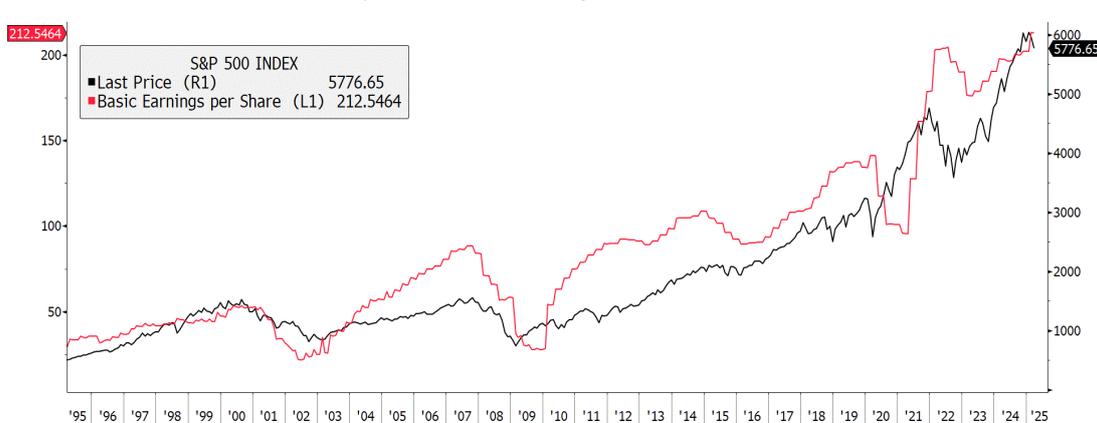
Le risque de récession aux Etats-Unis augmente, donc le risque de déception sur la progression des profits du S&P 500 aussi. D'ailleurs, les analystes sont en train de revoir à la baisse leurs estimations. On rappellera que 10 des dernières 11 récessions avaient débuté sous une présidence républicaine. La pentification de la courbe 10ans-2ans US valide toujours un scénario probable de récession.

Les sondages des consommateurs américains montrent une dégradation de leur confiance dans l'économie, dans leurs revenus et dans l'emploi. L'indice des attentes à court terme (6 mois) est au plus bas depuis 12 ans. Le désir d'acheter une maison et une voiture a décliné.

Une dégradation durable du Conference Board Consumer Confidence conduit souvent à une récession

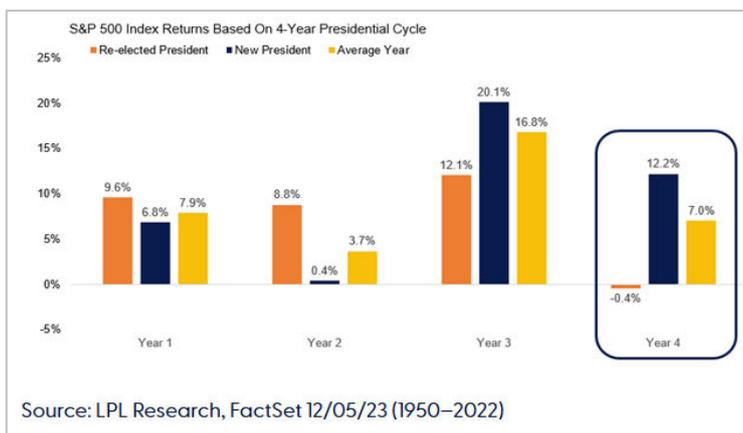


Une contraction des profits conduit toujours à une correction des bourses



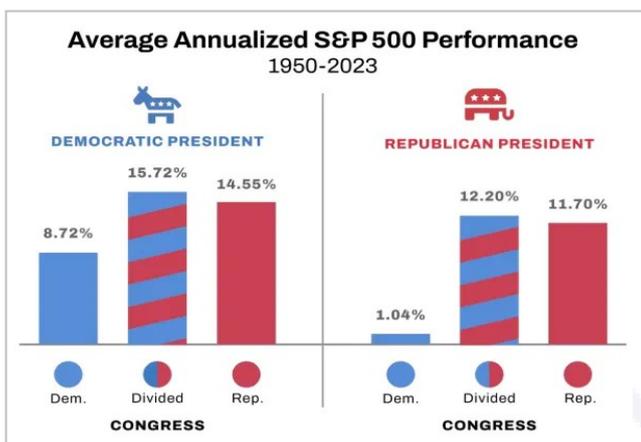
Donald Trump amène le chaos. Le marché attendait un Donald Trump soucieux de soutenir l'économie domestique par une baisse des impôts et un puissant mouvement de dérégulation. Pour le moment, il est occupé par sa guerre commerciale débridée, par sa gestion de la guerre d'Ukraine, obsédé par le prix Nobel de la Paix et quelques transactions, par son agressivité extérieure (Canada, Groenland, Panama) et la destruction de l'Etat fédéral. Un dérapage dans la guerre commerciale augmenterait considérablement le risque de récession.

Selon un sondage de CNBC, la majorité des responsables financiers des entreprises américaines sont pessimistes sur l'état de l'économie américaine, perturbés par la guerre commerciale de Trump et la violence de la réduction de l'Etat fédéral. L'environnement est trop chaotique pour investir et les termes utilisés sont «extrême, disruptif, agressif». 60% d'entre eux s'attendent à une récession au 2ème semestre 2025 et 15% en 2026. Au 4ème trimestre 2024, seulement 7% s'attendaient à une récession en 2025. Les firmes financières anticipent une récession avec 50% de probabilité. 90% d'entre elles croient à un retour de l'inflation à cause de la hausse des tarifs douaniers et un recul des indices actions. 95% disent que l'incertitude a un impact sur leurs décisions opérationnelles. La bonne nouvelle est que la majorité pense que la récession sera modérée.



Historiquement, les performances du S&P 500 sont moins bonnes dans les années 1 et 2 (élections de mid-term) d'un cycle présidentiel et encore moins bonnes avec un nouveau président (déception), en l'occurrence Donald Trump pour ce cycle. Le chaos provoqué par Trump et le risque croissant d'une récession laissent présager des années 1 et 2 volatiles. Durant les 15 dernières récessions, le S&P 500 a corrigé de 30% en moyenne pour une durée moyenne de 14 mois.

Dans tous les cas, le S&P 500 performe mieux sous une présidence démocrate que républicaine. Donald Trump ne semble plus préoccupé par la santé des bourses. Il semble surtout dépassé. La stratégie « Flood the Zone with sh... » de Steve Bannon, qui consiste à noyer les adversaires avec de nombreuses informations pour qu'ils ne puissent plus suivre, revient en boomerang sur le gouvernement américain, amplifiée par l'absence de compétence politique de ses membres.



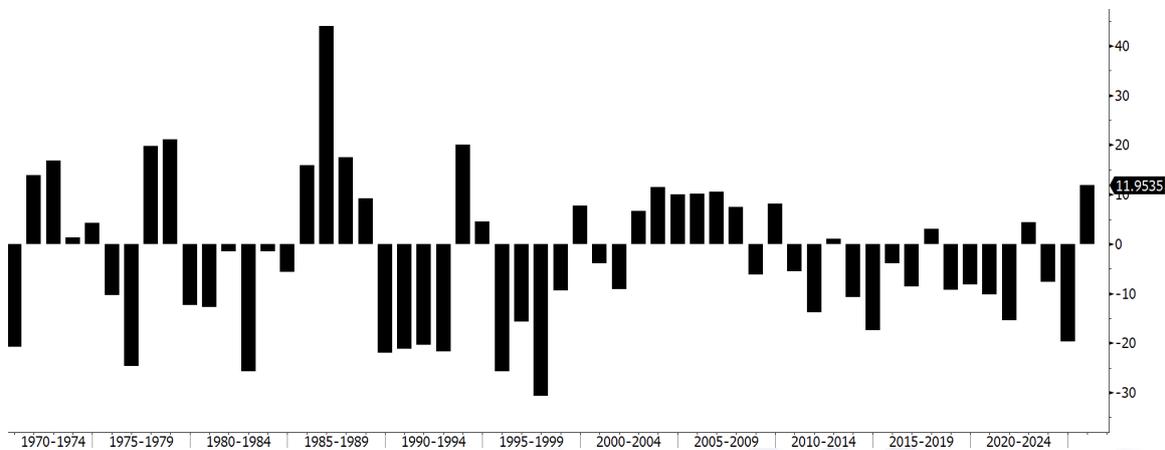
Après une quinzaine d'années de surperformance, portées par les sociétés de la technologie et de la communication, puis par les plans d'investissement de \$2'000 milliards de Joe Biden en 2023 et 2024, les actions américaines pourraient sous-performer ces prochains trimestres, en particulier vis-à-vis de l'Europe. Poussée par des Etats-Unis et une Russie expansionnistes, la révolution européenne arrive enfin avec un plan de dépenses dans la défense de €800 milliards et un plan allemand de Friedrich Merz de €500 milliards grâce à l'abandon du frein à l'endettement. Le secteur de la défense européenne est évidemment à surpondérer, car toutes les contraintes ESG et éthiques vont sauter pour faciliter le financement de la sécurité européenne.

Avec les incertitudes des politiques Trump, et après avoir atteint des points extrêmes, il est possible que le poids de la bourse américaine revienne vers sa moyenne par une surperformance des actions non-US.

Depuis 2000, la dispersion des performances entre le MSCI US et le MSCI Monde ex-US est moins importante. Ces dernières années, si on entre dans les détails, on observe que c'est la technologie et la communication, les Big Tech/7 Magnifiques, qui ont permis au S&P 500 de surperformer. En 2025, sans ce segment, les actions US sous-performent. L'arrivée de l'IA chinoise (DeepSeek, Alibaba,...), moins chère, remet en question le modèle d'affaires de l'IA américain, ainsi que les montants astronomiques mentionnés par les Big Tech fin 2024 et le projet Stargate de Trump de \$500 milliards. En 2025, les valorisations de l'IA US devraient se contracter et permettre aux actions non-US de surperformer. De plus, l'Europe arrive avec des dépenses importantes (défense, infrastructure allemande), alors que Donald Trump réduit les plans Biden, et la Chine veut profiter du chaos Trump avec des messages de multilatéralisme.



Performance relative MSCI Monde ex-US-MSCI US

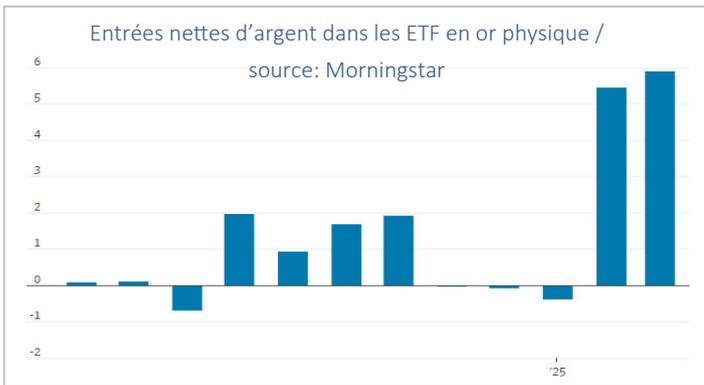


Au cours des 9 périodes de correction des bourses sur les 25 dernières années, nous avons analysé les comportements sectoriels (Bulle TMT, GFC, Covid, Guerre du Golfe, LTCM, Crise de la dette, crise Chinoise, droits douaniers Trump). Il en ressort que les secteurs Santé et Consommation de base surperforment durant ces moments difficiles (ils baissent en absolu). D'autres secteurs peuvent émerger selon les causes de la correction comme l'Énergie et les Services publics.

La pentification de la courbe des taux US est favorable aux valeurs financières. En Europe, les valeurs bancaires et d'assurance enregistrent les meilleures performances sur les trois premiers mois de 2025, et de loin.

Investissements alternatifs

Les cours des métaux industriels et précieux montent. Les risques géopolitiques et commerciaux surpassent le risque de récession.



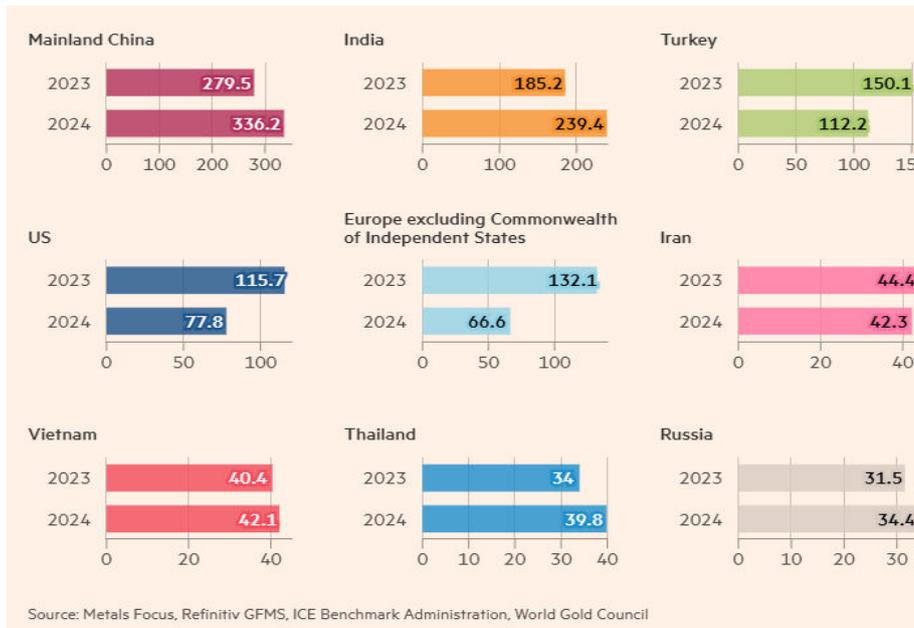
Les prix de l'énergie, des métaux industriels et de l'or se tiennent bien malgré un risque de récession. Le marché considère les risques géopolitiques et commerciaux bien plus importants, expliquant la bonne tenue générale des cours.

L'or profite des risques géopolitiques, commerciaux - Trump n'a pas exclu de mettre des droits de douane sur les importations de métaux précieux - et

inflationnistes. Les banques centrales sont toujours très actives. Après 6 mois de pause, la banque centrale de Chine a repris ses achats d'or en novembre 2024. Après 4 années d'absence, les investisseurs individuels et institutionnels sont redevenus acheteurs nets depuis juin 2024, avec une accélération depuis février dernier.

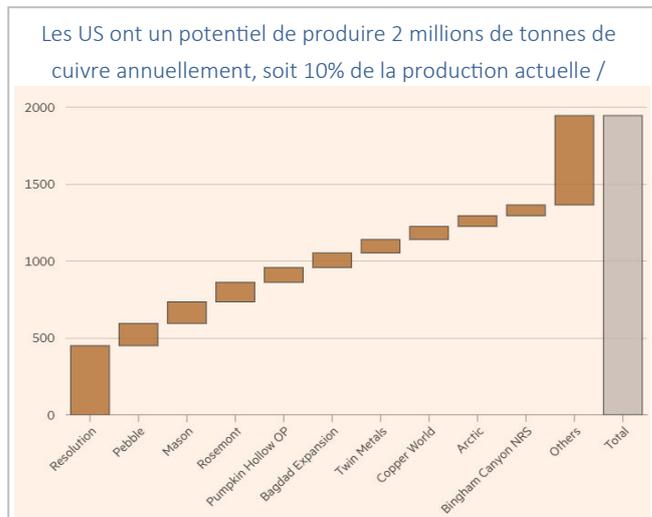
Les ménages indiens, qui comptent pour 20% de la demande mondiale d'or, reviennent massivement sur l'or en raison d'une bourse domestique moins performante.

La Chine et l'Inde sont les plus importants acheteurs d'or au monde. Chiffres 2024 en tonnes



En novembre 2024, les investisseurs étaient optimistes sur les actions et rassurés par le *Trump put*, croyant en un soutien inconditionnel de Donald Trump aux actions. Pour le moment, la réalité est bien différente. Avec l'inattendue agressivité des Etats-Unis à l'extérieur (Canada, Groenland, Panama), l'or est devenu le *Trump put* pour les investisseurs internationaux. L'or devient une protection contre les événements destructeurs. Dans cet environnement chaotique vers un nouveau monde, l'or est promis à un avenir radieux.

Le prix du cuivre atteint des niveaux records, poussé par une demande croissante (transition énergétique, défense, réseaux électriques) et une forte demande aux Etats-Unis venant des négociants pour une accumulation de précaution liée aux potentielles hausses des taxes douanières par Donald Trump. Les stocks de cuivre aux US sont aux plus hauts depuis 2019. Les dernières études montrent un état inquiétant des réseaux électriques américains et européens. Une partie des €500 milliards allemands seront dédiées à ce secteur. Avec le *drill, baby, drill* et le *dig, baby, dig* de Donald Trump pour relancer la production pétrolière et minière, les équipementiers devraient en profiter. Les Etats-Unis ont d'immenses réserves en pétrole et métaux, mais la régulation stricte bloque l'ouverture de nouvelles mines. Selon S&P Global, il faut 29 ans pour exploiter une mine aux Etats-Unis. Donald Trump veut supprimer cette régulation par décrets. Les analystes et les négociants restent positifs sur les prix du cuivre en raison d'un déficit structurel d'offre.



Les prix du pétrole n'ont pas réagi aux sanctions de Donald Trump contre le Venezuela et l'Iran. Le marché se concentre sur la vision de Trump sur les énergies fossiles : produire plus de pétrole, 3 millions de bj d'ici 4 ans, est une formidable arme pour faire baisser l'inflation et dominer l'OPEP. Mais la baisse des cours est pour les producteurs américains de pétrole/gaz de schiste une source d'inquiétude. La menace d'avoir un prix du pétrole à \$50 a poussé les compagnies américaines à réduire leurs investissements pour 2025 et 2026. Dans la guerre commerciale provoquée par Trump, les prix du pétrole canadien avantageux pour les US pourraient se renverser et mettre à mal la politique trumpiste énergétique bon marché. Mais pour le moment, la situation structurelle du marché pétrolier est baissière.

Le bitcoin confirme sa volatilité. Il est sous pression comme les autres actifs risqués. Sa corrélation à 40% avec le Nasdaq n'est pas aussi forte qu'on le pense. Entre 70% et 90%, les variables sont considérées comme fortement corrélées, et entre 50% et 70% comme modérément corrélées. Les liquidités globales (M2) remontent, favorisées par la baisse du dollar. Face à la hausse de la probabilité d'une récession, la Fed devrait baisser les Fed Funds et ajouter de nouvelles liquidités, des mouvements favorables au bitcoin.



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.