



**SELVI**  
**& CIE**

# LA LETTRE MENSUELLE

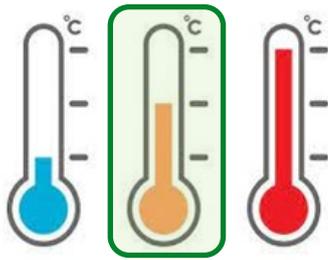
Point de situation tactique

MAI 2025

## En vérité...

### Conditions-cadres mondiales

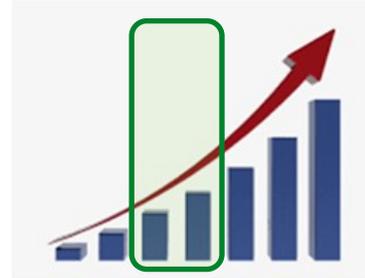
Inflation dans les 6 prochains mois



Position : supérieure aux objectifs des banques centrales (hors Chine)

Tendance : choc ponctuel de CT d'abord

Croissance économique dans les 6 prochains mois



Position : en dessous du potentiel de LT

Tendance : faible

Le régime macroéconomique à long terme est caractérisé par des cycles économiques irréguliers et volatils

Les facteurs suivants auront un impact négatif sur la croissance potentielle : la faiblesse des principaux facteurs structurels (démographie, endettement excessif et productivité), les risques asymétriques de déflation ou d'inflation, le rythme incertain de l'adoption de l'intelligence artificielle (IA). Questions relatives au financement du déficit et à la réduction de la dette

#### Perspectives cycliques. La reflation mondiale attaquée

La guerre commerciale est devenue une menace réelle. L'orientation finale des politiques économiques américaines établira le cadre d'un S2 plus incertain. L'UE et la Chine devraient entrer dans un nouveau régime de domination fiscale

#### Géopolitique. Les dés sont jetés

La nouvelle administration américaine opère des changements audacieux. La probabilité d'événements inattendus a augmenté. La probabilité d'une désescalade dans les conflits d'Ukraine et du Moyen-Orient est plus élevée, mais les implications ne sont pas claires

#### L'élan des liquidités mondiales va progressivement s'affaiblir

La décélération de la liquidité est en cours. On peut s'attendre à un ultime baroud d'honneur - préventif - des banques centrales

## La corrélation négative entre les actions et les obligations se maintient, pour l'instant

On s'attend à ce que la volatilité de l'inflation américaine reprenne au fur et à mesure que les droits de douane seront répercutés sur les consommateurs, et qu'il atteigne potentiellement le seuil clé de 3%. Le Japon reste un cas unique et délicat qui doit être surveillé de près

## Sentiment des investisseurs et flux de capitaux très volatils

La déprime des investisseurs ouvre la voie à un processus de stabilisation / consolidation des actifs risqués

## Vision Globale

### Après les grands remous

Au début du premier trimestre, la séquence de mise en œuvre de nouvelles politiques par l'administration Trump 2.0 n'était pas claire. Dans un scénario favorable et complaisant, la réduction de la dette et la déréglementation devraient s'aligner sur des initiatives plus dangereuses, voire les précéder, notamment en matière de commerce. La réalité s'est avérée aux antipodes de cette vision optimiste. La mise en œuvre des mesures économiquement difficiles a commencé...

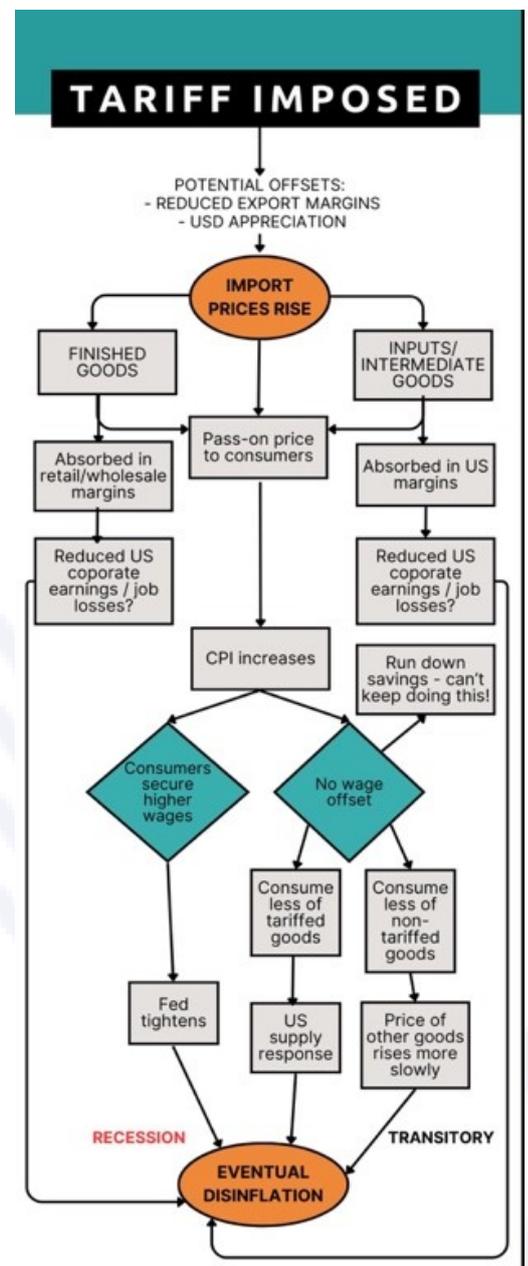
Bien que l'intention derrière la politique douanière 2025 de Donald Trump soit de protéger l'industrie américaine et de rééquilibrer le commerce, elle a entraîné plusieurs problèmes, notamment des hausses de prix, l'incertitude économique, des tensions internationales, la volatilité des marchés et le risque d'un ralentissement mondial. Si certains des objectifs de négociation semblent avoir été atteints, le coût économique et social de cette stratégie reste très élevé, tant pour les États-Unis que pour le reste du monde.

*La confiance dans les États-Unis est entamée, ce qui péjore la perception de « l'exceptionnalité » de ce pays*

*La récession et la résurgence des craintes d'inflation dominent désormais*

*Le secrétaire au Trésor américain travaille d'arrache-pied pour stabiliser les marchés des capitaux et s'attaquer aux premiers signes de fuite des capitaux*

*En fin de compte, les droits de douane sont désinflationnistes / déflationnistes*



## Les tensions sur le grand refinancement mondial débutent

L'émergence de Trump 2.0 et l'appétit renouvelé de l'UE pour les dépenses fiscales coïncident avec une phase spécifique du long cycle du crédit. La fin de la répression financière post-covid marque le début d'un nouveau cycle pour la dette publique et privée. Avec le retrait des banques centrales trop influentes ou omniprésentes, les investisseurs doivent réapprendre à naviguer dans le paysage financier. Les taux d'intérêt se normalisent, le prix du risque reprend sa valeur et l'endettement, autrefois banalisé, redevient un critère de sélection et de jugement.

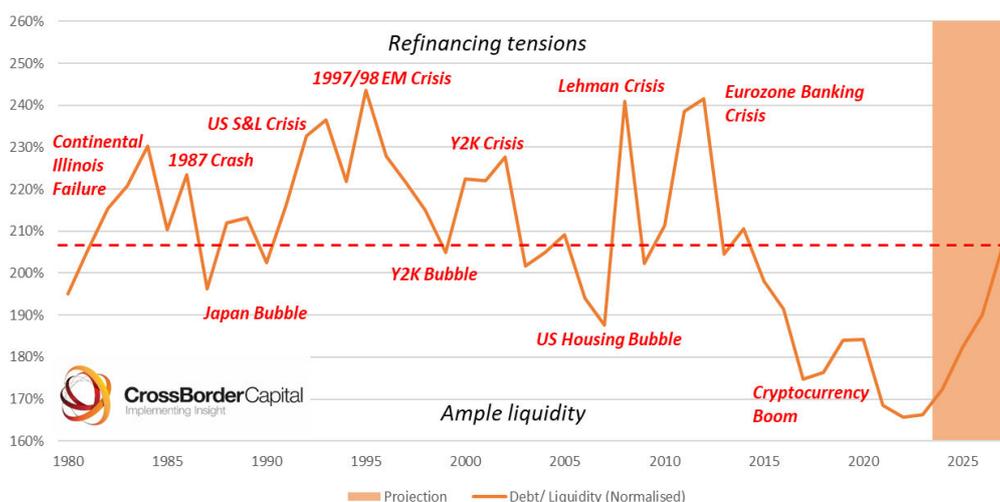
Pour la dette publique, la fin des taux d'intérêt planchers révèle le véritable poids de la dette accumulée. Les gouvernements, longtemps bercés par l'illusion d'un financement gratuit, redécouvrent les contraintes budgétaires. Le service de la dette redevient un poste budgétaire majeur, obligeant à des arbitrages douloureux alors que les besoins d'investissement restent immenses.

La dette privée s'avère être une alternative solide à la frilosité des banques traditionnelles et à la volatilité des marchés cotés. Cependant, l'ascension fulgurante de ce marché, qui a triplé en l'espace d'une décennie, appelle à l'humilité et à la vigilance. Il est irréfutable qu'une dérégulation débridée conduit toujours à l'excès et à la rupture.

L'effet de levier a été une stratégie très efficace, entraînant une augmentation significative du capital-investissement jusqu'à ce que les banques centrales commencent à relever leurs taux en 2022. Les difficultés rencontrées par les grandes universités américaines pour vendre des parties importantes de leurs portefeuilles indiquent un pic du cycle du private equity et une demande croissante de liquidités de la part d'institutions de premier plan.

*Le cycle de refinancement mondial à la croisée des chemins*

### Advanced Economies' Debt as % Domestic Liquidity Stock

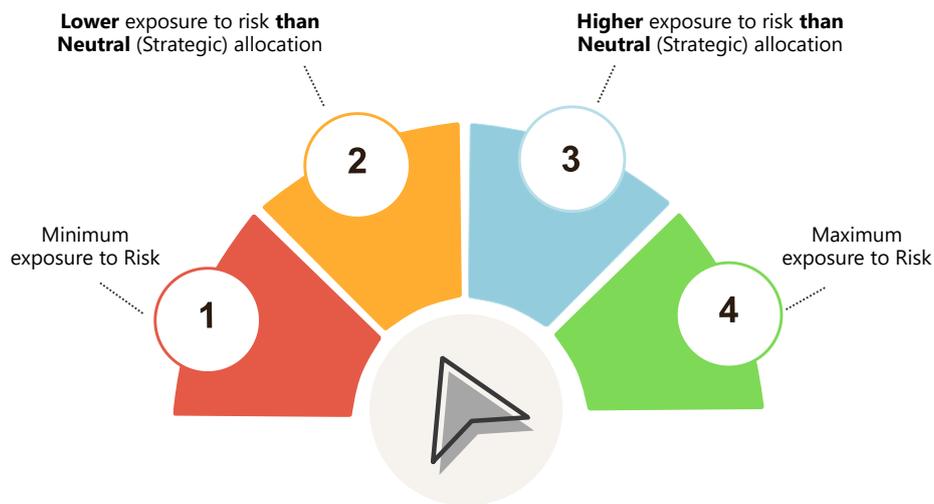


*La volatilité macroéconomique coïncidera avec celle des marchés financiers et la renforcera*

## Recommandation d'allocation d'actifs

Des ajustements rapides des marchés ont été effectués en réponse à une baisse du comportement spéculatif. Le choc initial et la panique des investisseurs complaisants sont maintenant remplacés, logiquement, par une prudence calculée. Il incombe désormais aux banques centrales d'évaluer les évolutions macroéconomiques et de liquidité à court terme et de s'adapter en conséquence.

*Global allocation - Risk budget*



Nous maintenons l'approche - légèrement prudente - d'allocation d'actifs, récemment revue à la baisse, et nous repositionnons activement les secteurs et les pays.

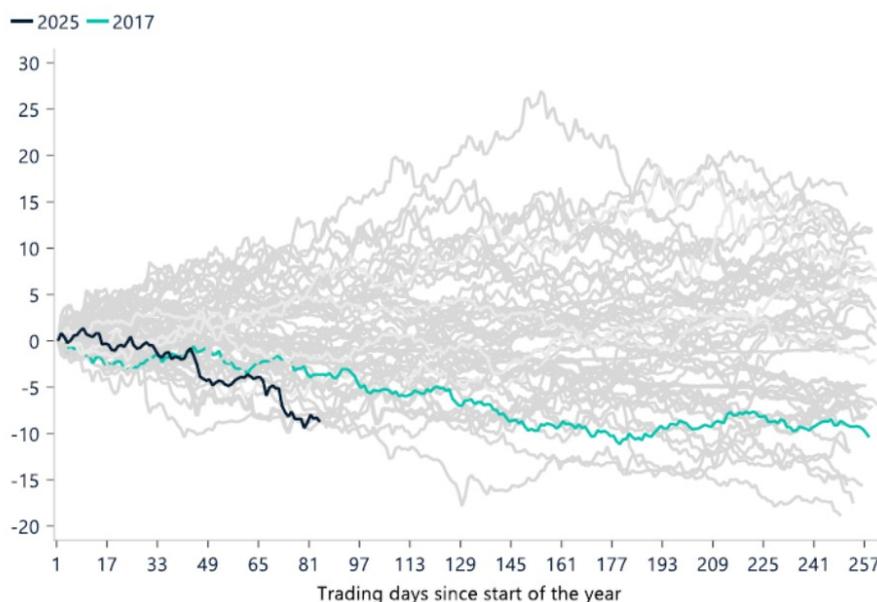
## Devises

### Le concept « d'exceptionnalisme » américain s'étiole

Les 100 premiers jours de l'administration Trump se sont révélés être une période de turbulences. Avril a été marqué par d'importants changements, avec de nombreux revirements et révisions de la politique commerciale. Il semble que l'issue la plus défavorable possible concernant les droits de douane ait été évitée. Malgré le sursis de 90 jours, les droits de douane sont revenus à des niveaux inégalés depuis les années 1930. Le souhait de Trump d'affaiblir le dollar s'est concrétisé, mais à un coût important pour l'économie et les marchés.

Le manque de clarté entourant la politique commerciale US a pour effet de rendre son économie moins attrayante pour les investissements. L'indice USD a connu une baisse de 5% en avril, passant sous le seuil des 100 pour la 1ère fois depuis 2022. Il a connu une baisse de plus de 8% cette année, son 3ème plus mauvais départ dans l'histoire. Les années où il a plus baissé ont été 1986, après les accords du Plaza, et 1973, après l'effondrement du système de Bretton Woods. Nous assistons à un changement de paradigme pour l'USD. Le marché se concentre de plus en plus sur la dédollarisation, avec une réduction des réserves et un désinvestissement en actifs américains surreprésentés. *Les récentes turbulences sur les marchés ont conduit à s'interroger sur le rôle conventionnel du dollar en tant que refuge fiable pour les investissements. Notre point de vue sur le dollar est de nature plus structurelle*

3ème plus mauvais départ de l'histoire pour le dollar



Le dollar a montré des signes de stabilisation, en grande partie en raison du rétropédalage du président Trump sur l'indépendance de la Fed et les questions commerciales. La question fondamentale n'est toujours pas résolue. Les défis auxquels est confronté le dollar sont principalement dus à la perte potentielle de son statut d'actif refuge, mais pas seulement. Une préoccupation est le risque imminent d'un ralentissement économique marqué aux États-Unis. Les pressions persistantes exercées par les responsables de la Fed, favorables à une politique monétaire restrictive, y contribuent. Lorsque l'USD a commencé à baisser en janvier, le positionnement était considérable. Le marché a

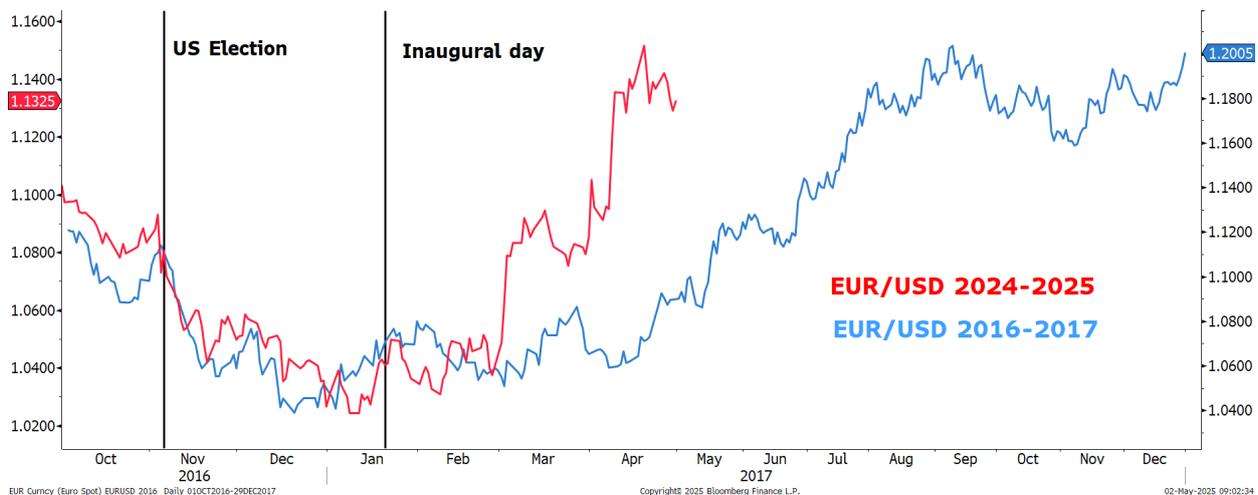
commencé à capituler au début mars et la baisse suivante s'est accompagnée d'une forte réduction des positions longues. Cette évolution est significative : c'est la première fois depuis novembre que le marché est vendeur net de dollars américains.

*Une consolidation du dollar est attendue jusqu'à ce qu'une image plus nette des dommages causés à l'économie américaine émerge*

## L'euro a pris un peu d'avance

L'EUR s'est bien comporté cette année, compte tenu de son statut de 2ème devise la plus échangée. En avril, il a bénéficié de la faiblesse du dollar, malgré les baisses de taux de la BCE et les avertissements sur les risques économiques. L'EUR a surperformé ses pairs, à l'exception du CHF. Après avoir atteint un pic en avril à 1,16, il a consolidé. Le rebond d'avril semble plus fragile, si l'on en croit les différentiels de taux et les inquiétudes relatives à la politique économique US. Ces inquiétudes sont peut-être déjà en train de se tasser, puisque le gouvernement américain a laissé entendre qu'il pourrait atténuer certains tarifs douaniers et que Trump a indiqué qu'il n'avait pas l'intention de limoger le président de la Fed.

*L'EUR/USD a rebondi plus vite que de raison*



L'euro s'est redressé plus rapidement qu'il n'aurait dû. La situation actuelle est plus favorable pour que l'EUR attire des flux de valeurs refuges, notamment si un cessez-le-feu intervient entre la Russie et l'Ukraine. La zone euro affiche une balance des opérations courantes excédentaire de plus de 400 milliards sur 12 mois, soit 2,5% du PIB. Le marché des obligations souveraines allemandes devrait connaître une expansion nettement plus importante que prévu, après l'annonce d'une augmentation de 1'000 milliards des dépenses budgétaires en matière d'infrastructures et de défense.

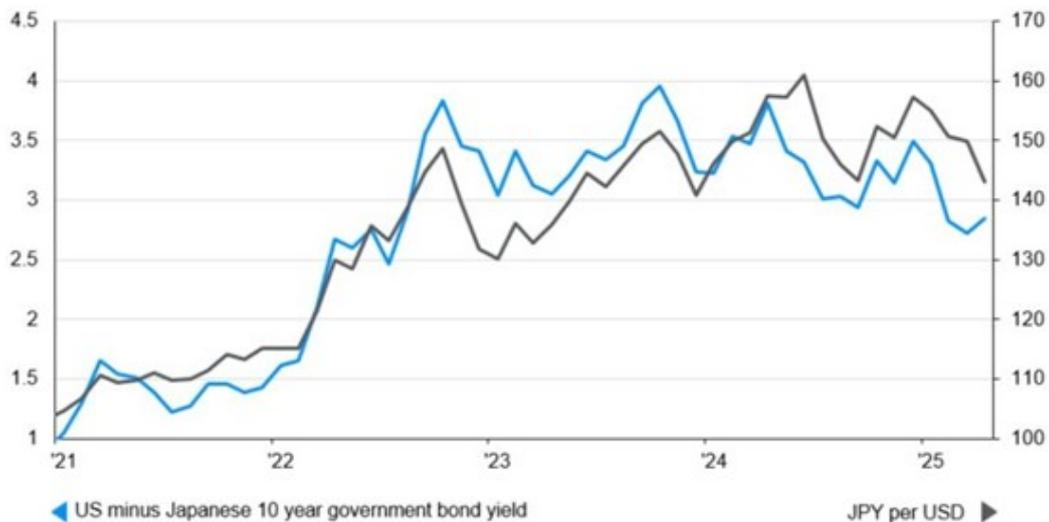
*Le différentiel de taux courts montre un EUR légèrement surévalué. Cela conforte notre opinion selon laquelle l'euro consolidera ces prochains mois*

## Une Banque du Japon en détresse

La BoJ a maintenu sa politique monétaire inchangée à 0,5%, tout en reconnaissant l'impact désinflationniste des droits de douane sur le pays. Les tarifs douaniers sont susceptibles d'exercer une pression inflationniste directe sur

les prix américains, mais il est plus difficile de prévoir l'effet net au Japon. Si la BoJ devait se concentrer uniquement sur l'inflation, il en résulterait probablement un assouplissement plus prononcé et plus rapide de la politique monétaire que celle de la Fed. Toutefois, étant donné que son taux directeur se situe à 0,5%, contre 4,5% aux États-Unis, la Fed dispose d'une marge de manœuvre nettement plus importante pour réduire ses taux que la BoJ. Si la Fed réduit davantage ses taux que la BoJ, le différentiel de taux se réduira et le yen se renforcera.

*Si la Fed réduit ses taux plus que la BoJ, le JPY devrait se renforcer*



Source: LSEG Datastream, Data as of 30 April 2025.

La BoJ a révisé ses objectifs pour d'inflation cœur, fixant à 2,2 % pour 2025 et 1,7 % pour 2026, tout en reconnaissant que des risques baissiers existent. Elle a également réduit ses prévisions de croissance pour 2025 de 1,1% à 0,5% et pour 2026 de 1% à 0,7%, les risques étant également orientés à la baisse. Le yen s'est affaibli à la suite de la réunion. Bien que M. Ueda ait indiqué que des hausses de taux restaient possibles, le marché a exprimé un manque de confiance à son égard.

Le principal risque pour le yen est son positionnement actuel, qui semble très extrême. Selon le CBOT, la position spéculative nette longue sur le JPY/USD a atteint un niveau record, les paris longs sur le JPY ne peuvent pas être facilement complétés. Le JPY est vulnérable à un déblocement de cette position.

*Nous sommes neutres sur le JPY, mais nous surveillons de près son évolution. S'il franchit le support des 140, nous ajusterons notre stratégie en conséquence*

## Obligations

### Un contexte peu lisible

La prochaine réunion du FOMC verra son président Powell occuper le devant de la scène. La Fed devrait maintenir son taux directeur inchangé. Cela entraînera probablement des critiques de la part du président Trump, qui a réitéré son appel à Powell pour qu'il réduise les taux. Auparavant, Trump avait déclaré qu'il n'écarterait pas Powell, ce qui a restauré le calme sur le marché obligataire. De nouvelles remarques de Trump pourraient provoquer de la volatilité.

Bien que la perception publique des droits de douane soit défavorable, peu de données concrètes suggèrent un ralentissement économique significatif. Toutefois, les conditions financières sont devenues légèrement plus restrictives à mesure que le sentiment des investisseurs à l'égard des actifs libellés en USD s'affaiblissait et que l'incertitude augmentait. Les anticipations de baisse des taux (75pbs cette année) reflètent un manque de conviction quant à l'orientation de la politique monétaire. Les investisseurs ne savent pas si la Fed réduira ses taux de manière agressive en réponse à un ralentissement économique significatif, ou si elle maintiendra sa politique actuelle avec une inflation persistante en raison des tarifs douaniers. Dans la zone euro, les données sur l'inflation ont été légèrement plus élevées que prévu, avec une hausse de l'inflation de base de 2,4% à 2,7%. Néanmoins, cette hausse est imputable à l'augmentation de l'inflation des services liés à Pâques. Ce point ne devrait pas susciter d'inquiétude majeure. L'indicateur de suivi des salaires de la BCE montre une nette tendance baissière de la croissance des salaires, soutenant de nouvelles baisses de la BCE.

*Nous continuons à privilégier le marché des obligations souveraines européennes face au marché américain*

### Les déséquilibres entre l'offre et la demande vont rapidement refaire surface

Les récentes turbulences sur les marchés ont mis en lumière une réalité difficile. L'incertitude entourant la politique commerciale a conduit à s'interroger sur l'ampleur de la demande étrangère pour les bons du Trésor US. Les investisseurs non-US détiennent 30% des bons du Trésor en circulation, bien qu'en diminution ces dernières années, les étrangers détenant 45% des obligations à 7-10 ans. L'une des stratégies de gestion de la dette consiste à allonger la maturité. Une maturité de 100 ans offre un délai de remboursement important. Cependant, le Japon a refusé un tel échange, et si un allié proche a refusé, il est probable que d'autres feront de même. Les investisseurs sont réticents à détenir des obligations illiquides à long terme. En outre, le ministre des Finances Kato a déclaré à la télévision que le Japon, premier créancier étranger des États-Unis, pourrait utiliser les bons du Trésor comme monnaie d'échange avec Washington en cas d'imposition de droits de douane.

En 2023, lors du relèvement du plafond de la dette, les taux longs se sont envolés



*La période la plus difficile sera celle après l'extension du plafond de la dette. Les émissions du Trésor US reprendront. Les taux longs US grimperont*

L'annonce du Trésor US concernant son programme de refinancement de mai était sans surprise. Le Trésor US utilisera principalement son TGA jusqu'à ce que le Congrès tranche la question du plafond de la dette. Le volume net des émissions US devrait diminuer jusqu'en juillet. Un moment où la Fed cesse de réduire son portefeuille de bons du Trésor. C'est une bonne nouvelle pour les obligations à court terme. La période la plus difficile sera celle après que le plafond de la dette aura été adressé par le Congrès.

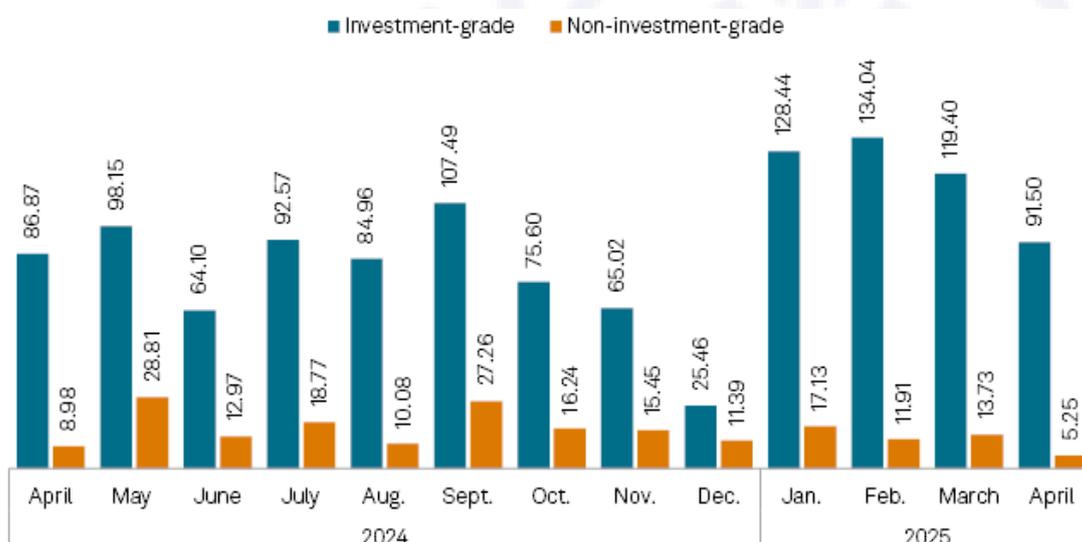
*Le Trésor américain et les taux US seront confrontés à d'autres défis au cours de l'été*

## Primes de risque plus élevées demandées

Les investisseurs demandent des taux plus élevés pour investir dans la dette d'entreprise IG US. À l'instar des actions, les marchés de la dette ont été ébranlés par l'annonce du président Trump, le 2 avril, de tarifs douaniers mondiaux et par sa décision ultérieure, le 9 avril, de retarder de 90 jours la mise en œuvre de ces tarifs. Le spread de la dette IG US a atteint son plus haut niveau en 17 mois à 102pbs le 7 avril, contre 82 le 2 avril. Le spread a reculé depuis son récent sommet, mais est resté supérieur à son niveau de début d'année.

La demande d'obligations IG US a été forte ces dernières années, les investisseurs étant attirés par des rendements élevés dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés durablement. Le récent élargissement de spread semble uniquement refléter le désir des investisseurs d'obtenir des primes de risque plus élevées plutôt qu'un effondrement des obligations dû à une disparition de la demande. En avril, les sociétés IG US ont émis pour 91,5 milliards d'obligations. Bien que ce volume soit inférieur à celui des 3 derniers mois, au cours desquels les émissions avaient bondi et atteint un record trimestriel, les émissions obligataires d'avril ont dépassé l'activité mensuelle observée au cours de 6 des 12 derniers mois et sont en hausse par rapport à avril 2024. Le manque d'appétit des investisseurs pour le segment HY est plus préoccupant. Avec 5,2 milliards, le HY US a connu son plus faible volume d'émission depuis plus de 3 ans. Cela montre que les investisseurs préfèrent la qualité au rendement.

*Les émissions d'obligations privées US ont ralenti*



Depuis le pic de début avril, le spread du IG US a diminué, s'établissant à 89pbs fin avril, lorsque la panique du marché s'est apaisée en raison des indications selon lesquelles les États-Unis poursuivaient des accords commerciaux internationaux et que Trump n'essaierait pas encore de destituer Powell. Il est peu probable que le spread revienne à son niveau antérieur (65pbs) de la fin de 2024/début 2025, car les inquiétudes liées aux tarifs douaniers persisteront. Les deux principaux risques macroéconomiques, l'inflation et la croissance, font entrer les spreads dans une nouvelle fourchette.

Sur une base prospective, tant que nous n'aurons pas plus de clarté sur le programme politique de Trump, le risque demeurera dans le système financier. Il convient également de noter que les investisseurs institutionnels disposent déjà d'un niveau de liquidité très élevé. Ils cherchent à réinvestir à des niveaux de spreads plus élevés. En outre, les rendements plus élevés des obligations du Trésor continuent de soutenir les rendements élevés des obligations d'entreprises qui ont en partie stimulé la demande.

*La balance des risques s'est partiellement rééquilibrée. Nous continuons à privilégier les obligations IG face aux obligations HY*

## Equities

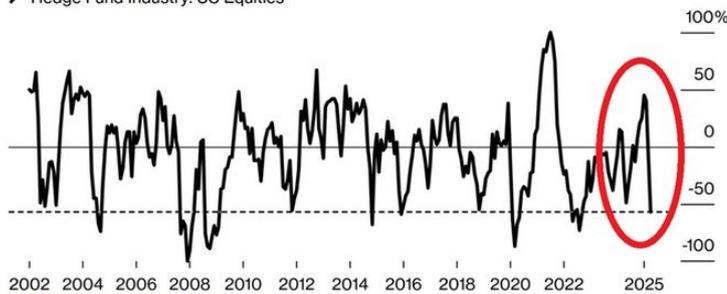
Récession technique, cyclique ou pas de récession ? Le 1er scénario ne remettrait pas en question le *bull market*, le 2ème conduirait au *bear market* et le 3ème « *business as usual* »

La guerre commerciale brutale de Trump pourrait conduire les Etats-Unis et le reste du monde dans une récession. Le S&P 500 avait signalé ce risque le 7 avril avec une rapide entrée (intra-day) en *bear market*. Mais l'annonce par Donald Trump, forcé par une pression sur la dette américaine, d'une pause dans sa guerre tarifaire, tout en conservant 10% de taxes douanières pour toute la planète et 25% sur l'acier, l'aluminium et l'automobile, ainsi que les 145% sur les produits chinois, a permis un puissant rallye des bourses, entre 16% et 18% (intra-day) selon les indices et de 24% pour le Nasdaq et les 7 Magnifiques. La correction des bourses entre février et mars, puis un fort rebond en avril, valide toujours la tendance haussière. Les investisseurs individuels ont été le moteur de ce rallye. On est dans une situation Wall Street vs. Main Street et Hard data vs. Soft data.

*Les investisseurs individuels ont acheté pour un montant record de \$40 milliards d'actions US en avril, alors que les hedge funds ont accru leur pari à la baisse*

### Hedge Fund Managers Add Short Bets on US Equities

✓ Hedge Fund Industry: US Equities



POSTED BY @KOBEISSILETTER  
Source: Unlimited



Source: J.P. Morgan

Techniquement, le S&P 500 est à 1.5% d'une importante résistance à 5'773 constituée d'une ligne de figure tête-épaules inversée et des moyennes mobiles 100 jours (vert) et 200 jours (rouge). L'indice a déjà réintégré un couloir haussier mineur. Le niveau de réintégration du couloir haussier majeur se situe vers les 5'950.



Les sondages montrent qu'une majorité d'Américains, financiers, économistes, ménages, entreprises, croient à une récession au 2ème semestre 2025. La *US Chamber of Commerce* (PME) demande une levée totale des tarifs douaniers pour eux. Les 100 premiers jours sont importants pour un président. Malheureusement, les sondages pour Donald Trump sont les pires depuis 70 ans pour un président américain pour ses 100 premiers jours. Surtout sur le plan économique.

Tactiquement, en raison de considérations techniques plus favorables et l'enthousiasme des investisseurs individuels, nous avons réhaussé notre positionnement à légèrement positif. On analysera si les données *soft*, qui signalent un ralentissement économique, vont se transmettre aux données *hard*.

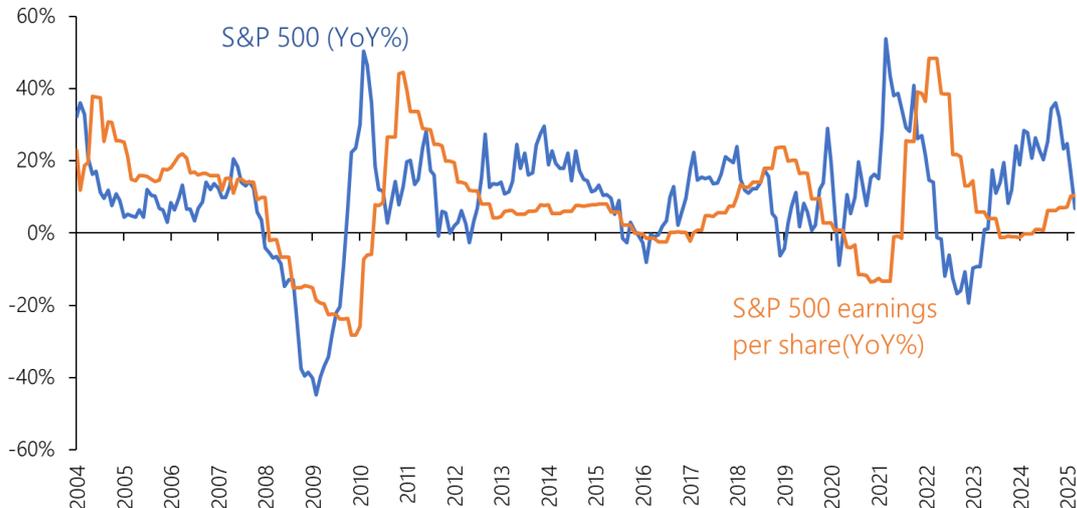
Les points positifs :

- Le paroxysme de la guerre tarifaire a probablement été atteint début avril. La planète a décidé de ne pas répondre immédiatement aux attaques américaines, sauf la Chine, mais de venir discuter pour savoir ce que les Etats-Unis voulaient. Force est de constater sur les 80 pays concernés, une quinzaine sont en train de négocier, dont le Japon, l'Inde, la Corée du Sud et ... la Suisse. La Chine va évaluer la possibilité de discussions avec les US, ce qui signifie qu'ils sont évidemment déjà en train de négocier.
- Les résultats des sociétés du S&P 500 au 1T25 sont positifs avec +13% contre +7% estimé il y a seulement un mois.
- Les Etats-Unis et l'Ukraine ont signé un accord sur les minerais avec une garantie économique pour la reconstruction de l'Ukraine et une garantie territoriale implicite. C'est un accord plus équitable, mais qui reste contraignant pour l'Ukraine, car l'Ukraine devra demander aux Etats-Unis s'ils acceptent des partenaires non-US (européens par exemple) dans les secteurs des minerais, du pétrole et du gaz. Pas forcément une bonne nouvelle pour l'Europe, qui compliquera peut-être l'entrée de l'Ukraine dans l'Union européenne.
- Le recul plus important que prévu du PIB US à -0.3% pour le 1T25 pourrait valider une récession technique, mais il s'explique par une très forte hausse des importations en mars en anticipation à la hausse des droits de douane en avril. Les créations d'emplois étaient nombreuses en avril, démontrant une fois de plus la résilience de l'économie. Le modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta estime un rebond du PIB US au 2T25 à 2.4%.
- Dérégulation et baisse des impôts. Cette semaine, Donald Trump va proposer devant le Congrès son budget 2026 avec une réduction des dépenses et une baisse d'impôts. Il proposera une augmentation des dépenses militaires au-delà des \$1'000 milliards et une diminution de dépenses supérieure à \$160 milliards liée à l'environnement, aux énergies renouvelables, à l'éducation et aux programmes d'aides à l'étranger.
- Le « Buffet Indicator », un ratio capitalisation boursière/PIB, indique une évaluation attrayante des actions.

Les points négatifs :

- Les analystes réduisent leurs estimations de progression des profits et de nombreuses entreprises suspendent leurs prévisions face à l'incertitude. Pour le 2T25, les analystes ont réduit la hausse des profits du S&P 500 de +9.1% à +5.7%. Amazon et Apple ont averti que les impacts négatifs de la guerre commerciale commençaient à se faire sentir.
- A 44, le US ISM Manufacturing Production est au plus bas depuis 2020, 2008, 2000 et 1990, chacune de ces années étant une période de récession.
- Historiquement, le retour de la courbe des taux 10 ans-2 ans à une pentification positive précède une récession. Considérée plus sensible, la courbe 10 ans-3 mois est très légèrement inversée, ce qui nous pousserait à être moins inquiets quant à une récession prochaine.

*Comme dans les périodes précédentes, le S&P 500 semble avoir anticipé (tout ou en partie ?) la progression moins forte ou le recul des profits*



Nous sous-pondérons les actions américaines en l'absence des soutiens des plans Biden et de l'IA qui avaient été les moteurs de la surperformance américaine en 2023 et 2024. Avec l'IA chinoise et le choc DeepSeek, les 7 Magnifiques ne surperformeront plus en tant que groupe. Les révisions des profits à la baisse seront plus importantes aux Etats-Unis qu'en Europe et au Japon.

Nous surpondérons les actions européennes. Face à la guerre d'Ukraine et la perte de fiabilité de l'allié historique américain, l'Europe s'active, mais toujours à son rythme, c'est -à-dire lentement. Trois idées devraient booster sa croissance : 1) un plan de dépenses dans la défense de €800 milliards, 2) un plan allemand de €500, avec l'abandon du frein à l'endettement, dédié à l'infrastructure, aux transports, à la défense et à la transition énergétique et 3) simplification administratives et dérégulation. Les points 1 et 2 vont se traduire par la création d'un vaste complexe industriel militaire. L'Allemagne pousse dans ce sens en demandant d'exclure les dépenses militaires des règles communautaires. On est vraiment dans un nouveau monde ! L'institut suédois SIPRI montre que l'Europe a été en 2024 le principal contributeur à la hausse des dépenses militaires globales (+9.4%) avec +17%; cette tendance se poursuivra dans les prochaines années. L'engouement pour le secteur de la défense européenne a propulsé les valorisations à des niveaux élevés, mais nous restons très positifs, car les PER sont en ligne avec les taux de croissance sur les 3 prochaines années et ce processus de réinvestissement n'en est qu'à ses débuts. Sous l'impulsion de l'Allemagne, l'UE veut réduire les charges administratives (simplification) et alléger la régulation. En février, la Commission européenne avait soumis des propositions pour simplifier les règles pour les citoyens et les entreprises. La Grande-Bretagne a également un projet de dérégulation pour supprimer la « paperasserie » et les charges administratives pour les entreprises. La période actuelle est une opportunité pour l'Europe pour accélérer sa croissance économique.

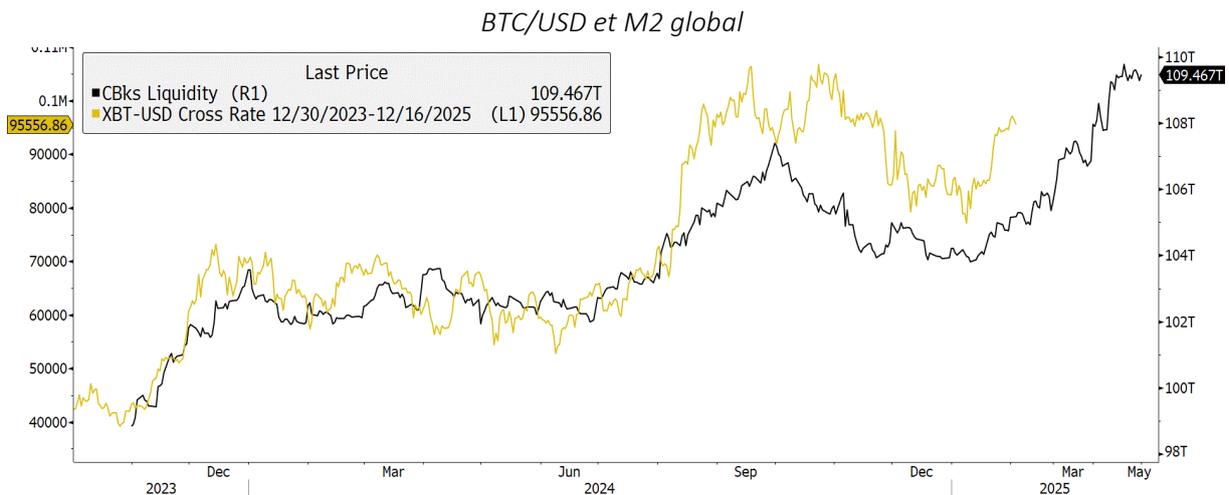
Face à l'insécurité de ses exportations vers les Etats-Unis, la Chine va chercher d'autres débouchés plus fiables pour sa production. En Asie, en Europe, en Amérique latine, en Afrique ? Donald Trump cherche à faire des Etats-Unis un pays-producteur. Au détriment de la consommation ? A terme, cela pourrait être une bonne nouvelle pour les pays émergents asiatiques en termes de consommation domestique, ainsi que de performances boursières.

En termes sectoriels, nous privilégions en Europe les valeurs financières, l'industrie et plus précisément la défense, et globalement la consommation de base (secteur défensif et peu affecté par la guerre commerciale) et les producteurs d'électricité (forte croissance de la demande avec l'IA et l'électrification des véhicules). Nous restons neutres sur le secteur pharmaceutique ne sachant pas encore quelle sera la politique des prix des médicaments de Donald Trump; les Etats-Unis est un marché majeur pour l'industrie pharmaceutique.

## Investissements alternatifs

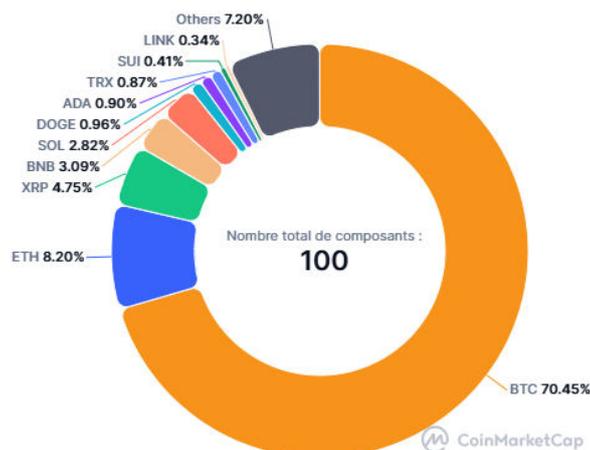
L'or et le bitcoin sont deux instruments puissants pour se protéger contre une crise de la dette souveraine et un choc Mar-a-Lago

Un nouvel ordre mondial. Un Accord Mar-a-Lago pour restructurer les flux financiers mondiaux, réduire la dette américaine et faire baisser le dollar serait très favorable à l'or et au bitcoin. Le dollar resterait une devise de réserve mondiale mais serait utilisé comme une «arme économique», tandis que les cryptomonnaies pourraient jouer un rôle de réserve de valeur selon ce plan susceptible de provoquer des remous. L'or est dans une tendance structurelle haussière et a atteint un plus haut historique à \$3'510 le 20 avril. Actuellement, il consolide pour sortir d'une zone surachetée. On observe aussi des prises de profits chez les investisseurs chinois, même s'ils ont été un gros contributeur aux entrées d'argent dans les ETF investis en or physique. Les banques centrales et les investisseurs individuels sont actifs. L'Arabie saoudite a été un acheteur important au 1T25. On ne peut pas exclure un recul vers les \$3'000-3'100, qui serait une opportunité d'achat. Les faiblesses récentes de l'or et du BTC sont dues à l'appréciation du dollar qui est passé de 1.1570 contre l'euro le 21 avril à moins de 1.13 aujourd'hui.

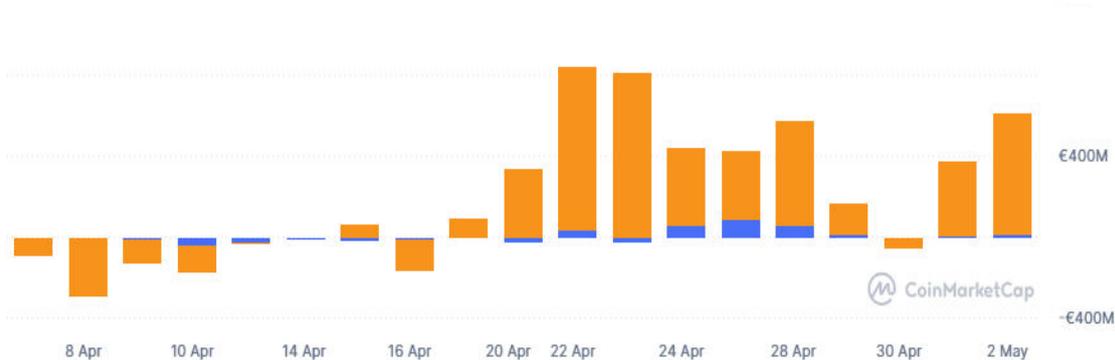


Suite au décret de Donald Trump sur les actifs digitaux, un projet de régulation devrait bientôt être publié, ce qui permettra de connaître la faisabilité d'une réserve stratégique américaine en BTC.

*Capitalisations boursières par cryptomonnaies*



*Flux nets des ETF Cryptos. Un bon mois d'avril*



Nous anticipons le retour du BTC sur ses plus hauts historiques à \$110'000. Et plus si l'on se réfère au Stock-to-flow model. Le graphique ci-dessous montre une cassure d'une résistance.



Les métaux industriels se tiennent très bien. Le cuivre est fortement influencé par la guerre des tarifs douaniers de Donald Trump. Hors des Etats-Unis, les stocks n'ont jamais été aussi bas, en particulier en Chine. La demande américaine est très importante : les traders accumulent du cuivre et d'autres métaux industriels en anticipation d'une hausse des taxes douanières, ce qui assèche l'offre dans le reste du monde. A ce rythme, les stocks de cuivre en Chine pourraient disparaître et ne pourraient plus répondre à la demande domestique. Il pourrait s'agir potentiellement de l'un des plus grands chocs de resserrement que ce marché ait jamais connu. Cette situation provoque un écart de prix important entre Londres et New York. Le risque de baisse des prix internationaux est limité au cas où les traders US libéreraient leurs stocks, car à ce moment la Chine serait la contrepartie. Nous sommes neutres/positifs sur les métaux industriels qui sont un élément important dans la guerre commerciale et géopolitique actuelle.

Les prix du pétrole chutent en raison d'une surproduction non-OPEP, d'une demande moins forte qu'attendu et d'une politique pro-énergies fossiles de l'administration Trump. Donald Trump a annoncé qu'il allait faciliter les demandes de forage. L'Arabie saoudite devrait augmenter sa production de 400K barils/jour dès juin et a signalé qu'elle pouvait vivre avec des prix bas. Son déficit fiscal 2025 est attendu à 2.3% du PIB et probablement plus si les cours du pétrole poursuivent leur baisse. Les ambitions du projet de la méga-ville Neom ont été largement réduites. L'Arabie saoudite a besoin d'un prix du Brent à \$100 pour équilibrer son budget. Une cassure du support des \$59 nous amènerait vers la fourchette des \$40-50. Nous restons prudents sur le secteur pétrolier et nous favorisons les entreprises dans la production et le transport de gaz.

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.