



SELVI
& CIE

LA LETTRE MENSUELLE

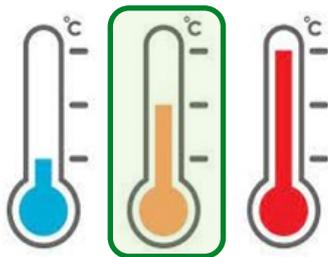
Point de situation tactique

JUIN 2025

Amélioration des symptômes, essentiellement

Environnement mondial

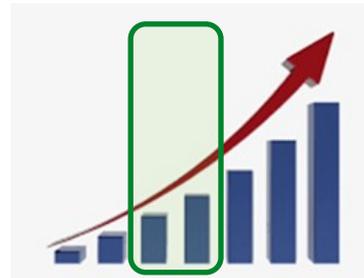
Inflation dans les 6 prochains mois



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 se caractérise 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'IA - les problèmes de financement du déficit et de réduction de la dette.

Perspectives cycliques. À la croisée des chemins

Une guerre commerciale mondiale corrosive reste une menace réelle. Les volte-face de la politique économique américaine sapent la confiance des entrepreneurs nationaux et des partenaires internationaux. L'UE et la Chine entrent dans un nouveau régime de domination fiscale.

Géopolitique. Enfin, finalement un certain statu quo ?

Le volontarisme américain se heurte à des réalités complexes et à des blocs antagonistes dont les intérêts convergent. Si la prééminence du jeu de puissance reste inchangée, l'intimidation et l'imprévisibilité semblent ne rien amener, du moins à court terme.

La dynamique des liquidités mondiales est de plus en plus incertaine

La "plomberie" du marché américain des capitaux se tendra avec le plafond de la dette et les besoins de refinancement supérieurs à la moyenne. Le Japon est également sous les feux de la rampe.

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

La volatilité de l'IPC américain reprendra avec les droits de douane, atteignant potentiellement le seuil clé de 3 %. Le Japon reste un cas unique et sensible qui doit être surveillé de près.

Moral des investisseurs et flux de capitaux très volatils

Moral volatil en raison de la faible visibilité. Néanmoins, l'extrême agilité et l'optimisme des investisseurs individuels américains dominant et soutiennent les actifs à risque pour l'instant.

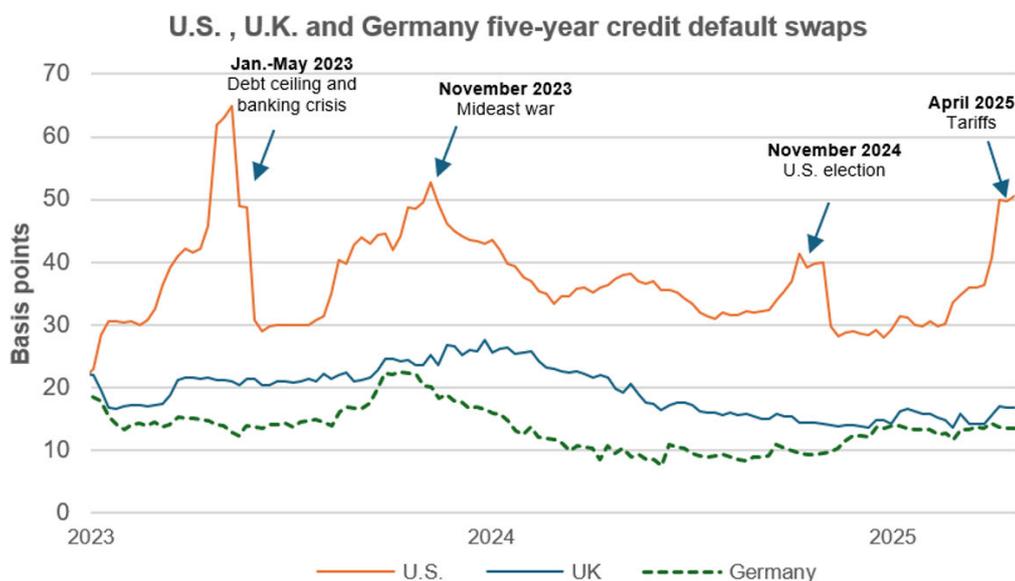
Vision global

TACO (Trump Always Chickens Out) ?

Trump annonce souvent des politiques audacieuses pour les annuler ensuite, ce qui lui permet de dominer l'actualité et de mobiliser ses partisans avec des promesses spectaculaires. Cette stratégie renforce son image de perturbateur et fait qu'il est difficile pour ses adversaires de maintenir une résistance soutenue. Le fait que Trump fasse marche arrière favorise les perceptions d'imprévisibilité et de manque de fiabilité. Pour ses partisans, cela peut être perçu comme une trahison de sa rhétorique musclée, ce qui érode la confiance au fil du temps. Pour le grand public et les opposants, cela suggère un manque de suivi et une priorité pour le spectacle. Cela illustre les faiblesses de son leadership, provoque la baisse de l'enthousiasme du public et de sa cote d'approbation.

Pendant un certain temps, S. Bessent a donné l'image du conservatisme traditionnel en matière de politique fiscale. Là aussi, les choses dérapent, comme souvent avec Donald ! L'administration Trump est confrontée à des défis importants pour faire approuver son "big, beautiful bill" par le Congrès. L'été pourrait être chaud.

La domination / prodigalité fiscale des États-Unis a déclenché des craintes - spécifiques - chez les investisseurs



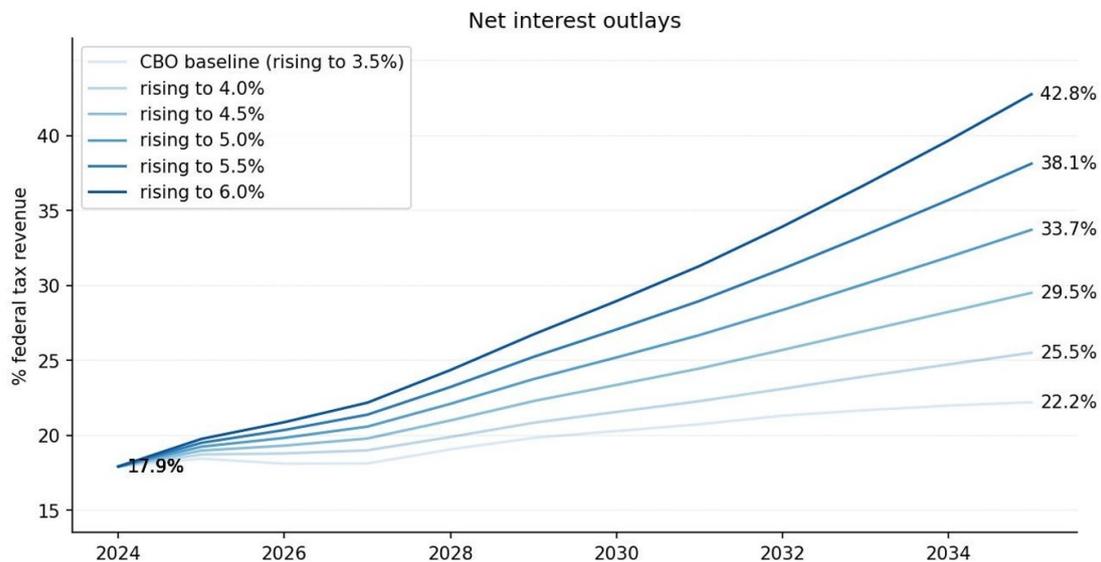
Source: Bloomberg; RSM US LLP

L'issue des droits de douane reste très incertaine

Ces droits de douane témoignent-ils de la volonté de Trump de réduire le déficit commercial des États-Unis ? Économiquement, l'histoire montre que ce processus est inefficace, en particulier lorsqu'il est unilatéral et qu'il affecte des chaînes de production complexes dans des pays très compétitifs (production d'iPhones en Chine).

Ou a-t-il l'intention d'augmenter considérablement les recettes fiscales pour réduire encore l'impôt sur le revenu ? Si oui, cela pénaliserait gravement le secteur privé, les marges des entreprises et la consommation des groupes défavorisés.

Relations délicates entre les recettes fiscales (tarifs) et les taux longs (vigiles)



Au mieux, des rapports de force raisonnables pourraient être établis avec des partenaires forts comme la Chine, l'Europe et l'Inde, tandis que des pays plus faibles comme le Royaume-Uni pourraient offrir des concessions. Le Japon, Taïwan et la Corée du Sud, avec leur épargne excédentaire, leurs monnaies surévaluées et leurs avoirs élevés en titres du Trésor américain, sont des cas intéressants compte tenu du pivot des États-Unis vers l'Asie. La résurgence du protectionnisme de Trump est fondamentalement contre-productive et, en fin de compte, plus préjudiciable aux États-Unis.

Les États-Unis poursuivent avant tout une stratégie de dévaluation du dollar afin d'améliorer leur compétitivité. Cette approche non déclarée est l'élément clé de sa politique économique et a plus de chances de réussir que d'inverser les flux commerciaux multilatéraux par la force.

Il est possible qu'une nouvelle série de chocs sur les prix mondiaux se produise (sous l'effet de l'offre). Les États-Unis risquent d'éprouver plus de difficultés que leurs partenaires commerciaux. Un nouveau régime monétaire est en cours d'élaboration.

L'administration américaine se heurte à une opposition croissante

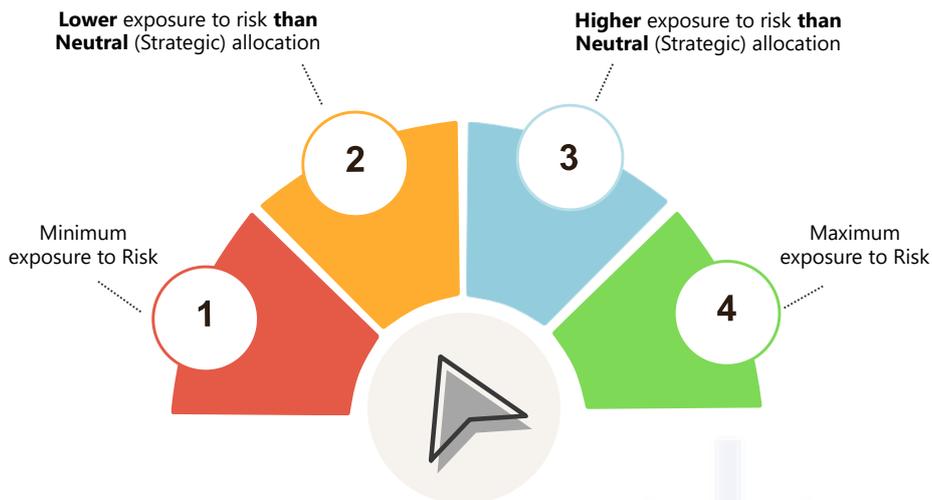
Tant aux plans internationaux que nationaux, ainsi qu'avec les marchés obligataires

Recommandation d'allocation d'actifs

La cessation temporaire des hostilités commerciales par Trump a contribué à apaiser les craintes d'une récession imminente. Cela a réveillé les investisseurs privés aux États-Unis à la recherche d'opportunités d'investissement.

En termes de commerce, de nouveaux développements sont attendus de la part de la Chine et de l'UE. Ces dernières semaines, les capitaux internationaux ont continué à quitter les États-Unis, bien qu'à un rythme plus lent. Au-delà des gros titres de Wall Street, de nouveaux signes inquiétants apparaissent sur les marchés. Notamment la hausse des taux d'intérêt mondiaux à long terme, que nous attribuons à une augmentation de la prime de risque. Tout comme les records atteints par l'or et les crypto-monnaies, l'incapacité du Japon à contrôler sa monnaie et ses taux d'intérêt, etc. Les grandes banques centrales, telles que la Fed et la BoJ, sont dans une position délicate pour calibrer la fourniture de liquidités et l'évolution des taux directeurs.

Notre position sur les actifs à risque reste relativement prudente, avec une légère sous-pondération à l'heure actuelle.



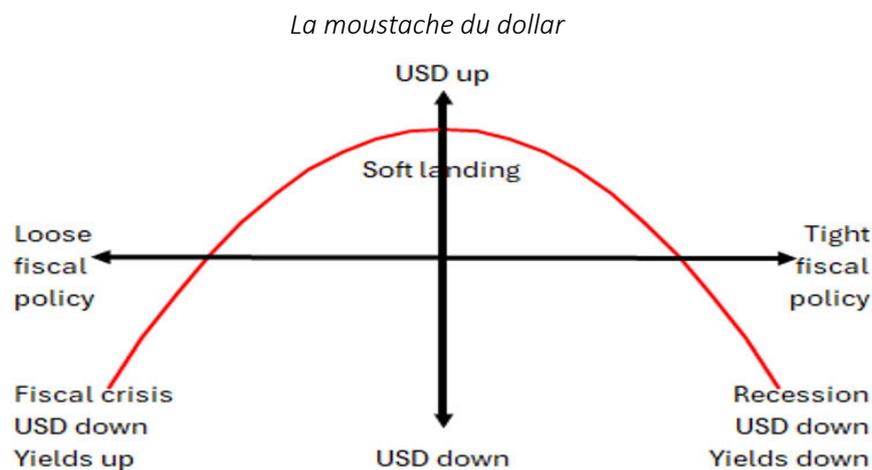
Devises

Après le sourire, la moustache du dollar

Le sourire du dollar est apparu pour la 1ère fois il y a 20 ans par Stephen Li Jen. Ce terme fait référence à une situation dans laquelle le dollar surpasse les autres devises dans 2 scénarios très différents : lorsque l'économie US est forte et que les marchés sont optimistes ou lorsque l'économie mondiale va mal et que l'aversion au risque augmente.

Si nous adoptons la même méthodologie en matière de politique budgétaire, le dollar risque de subir des pertes, que le gouvernement US connaisse une crise budgétaire ou une récession. Une politique budgétaire trop restrictive est l'option la plus extrême. Elle permettrait de réduire fortement le déficit, mais plongerait l'économie US dans une récession et entraînerait un cycle d'assouplissement important de la Fed. Un compromis serait un atterrissage en douceur, qui serait plus favorable au dollar. Une politique budgétaire trop laxiste est l'autre extrême, entraînant une baisse combinée des obligations US et du dollar, comme récemment. Si cette tendance se poursuivait, elle signalerait une perte d'appétence des investisseurs à financer le déficit US, et une augmentation des risques pour la stabilité financière.

Si l'administration Trump continue d'ignorer les risques budgétaires et attaque ses anciens alliés, l'USD devrait rester mal aimé.



Le moment de l'EUR

L'euro s'est montré résistant face à l'évolution des droits de douane US, faisant preuve d'une résilience remarquable. La présidente de la BCE Lagarde a évoqué la possibilité du *moment de l'EUR*, soulignant le potentiel d'une réponse coordonnée des gouvernements pour renforcer le rôle international de l'euro. Ce discours se reflète en partie dans son récent renforcement. Si les décideurs politiques continuent de préconiser cette approche, nous pourrions assister à une accumulation plus rapide de positions longues stratégiques sur l'euro. L'attrait mondial d'une monnaie dépend de la profondeur de son marché obligataire. Un euro plus fort et plus global contribue à limiter l'inflation, soutient la stabilité du marché obligataire et maintient les taux à un niveau bas.

Au cours de la dernière décennie, 2017 avait été la meilleure année pour l'euro, avec un gain de 16,4%, tandis que 2021 avait été la pire, avec une perte de 9,5%. L'évolution étroite des performances indique une faible volatilité et une forte corrélation au fil du temps. La forte hausse observée au début de 2025 indique une rupture ou une anomalie potentielle, attribuable au contexte géopolitique actuel. L'évolution des prix pourrait suivre une trajectoire similaire à celle de 2017, qui a connu des tensions géopolitiques comparables sous l'administration Trump.

Un redoux de la forte performance de 2017 pourrait amener l'EUR/USD à 1,2050 d'ici la fin d'année

Les devises asiatiques redistribuent les cartes

Pour l'Asie, la réorganisation de ses relations internationales représentera un changement stratégique, une rupture avec la stratégie élaborée au lendemain de la crise financière de 1997. À l'époque, une dépendance excessive à l'égard des financements courts sans collatéraux en USD avait conduit à une crise de la dette et à une forte dépréciation des monnaies asiatiques. Cette leçon a incité ces pays à donner la priorité à la génération de revenus en USD grâce aux exportations vers les États-Unis, accumulant ainsi des excédents réinvestis sur les marchés américains. Depuis 1997, les 11 plus grandes économies ont collectivement acheté des actifs américains pour 4'700 milliards de dollars, portant les investissements totaux à 7'500 milliards. Au début des années 2000, les revenus en USD provenant des exportateurs asiatiques étaient réinvestis sur les marchés boursiers et obligataires US.

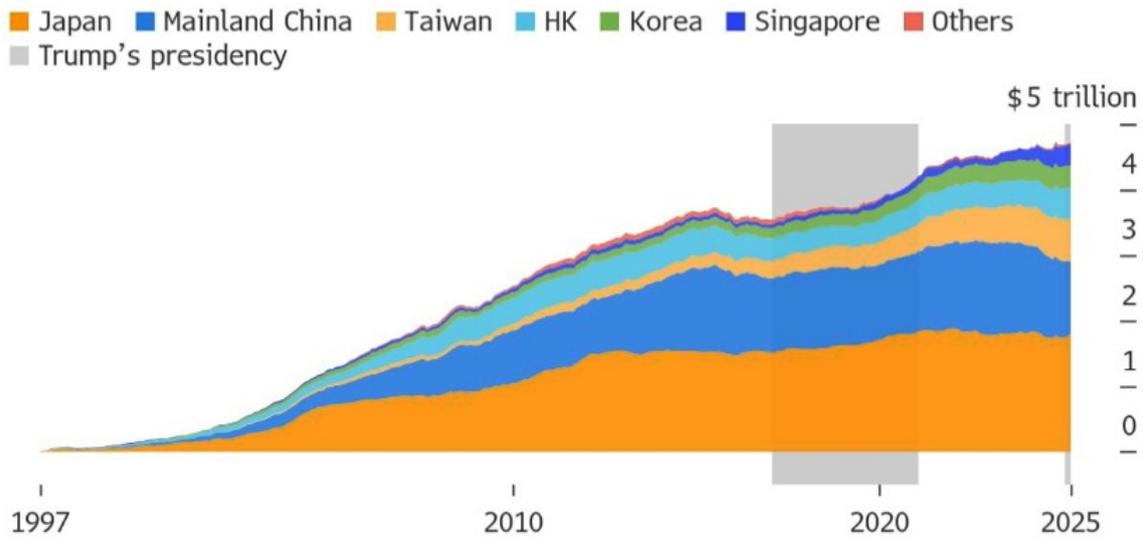
La crise financière de 2008 a été un événement marquant qui a mis en évidence la vulnérabilité et les risques des marchés américains. Au cours de la dernière décennie, les institutions asiatiques ont progressivement rééquilibré leurs portefeuilles afin de réduire leur dépendance excessive aux actifs américains. En 2024, les entrées de capitaux asiatiques aux États-Unis avaient diminué pour atteindre 68 milliards, soit seulement 11% des excédents commerciaux.

Puis Trump a entamé son second mandat. L'engagement du président à rapatrier la production manufacturière aux États-Unis, associé à ses préoccupations constantes concernant l'utilisation de la dévaluation monétaire comme stratégie concurrentielle par d'autres nations, contrastait directement avec le modèle de croissance des exportations asiatiques. Ses annonces inattendues concernant les droits de douane ont suscité une réaction rapide du Japon et de la Corée du Sud, qui ont rapidement entamé des négociations. Les investisseurs ont exprimé leurs inquiétudes quant à la possibilité que les devises soient incluses dans les négociations commerciales, étant donné que la Chine, le Japon, Taïwan, la Corée du Sud, le Vietnam et Singapour figurent sur la liste des manipulateurs du Trésor américain. Malgré les démentis de Washington, les spéculations vont bon train. Les investisseurs surveillent de près les actions des entreprises asiatiques, qui se débarrassent rapidement de leurs avoirs en USD. Il est évident que les devises asiatiques sont nettement sous-évaluées, comme l'indiquent plusieurs indicateurs clés. En moyenne, les principales devises asiatiques, notamment le yen et le yuan, s'échangent à un niveau inférieur de 59% à celui suggéré par la parité des pouvoirs d'achat.

Selon les données du Trésor, les pays asiatiques ont vendu l'an passé pour 172 milliards d'actifs US, soit 64 milliards de plus qu'en 2023. Deux années de baisses et le mois de mars montrent que les risques d'un tel réajustement sont possibles. Cela représente un risque pour les marchés américains. La Chine et le Japon détiennent conjointement 1'700 milliards en bons du Trésor. Nippon Life Insurance, le plus grand assureur vie national, recherche des

alternatives à ces bons en Europe, en Australie et au Canada. UniSuper, le plus grand fonds de pension d'Australie, 96 milliards d'actifs, a annoncé que ses investissements aux États-Unis avaient atteint leur pic. L'excédent courant des 11 plus grandes économies asiatiques s'est élevé à 900 milliards par an, ce qui représente un potentiel d'investissement sur les marchés étrangers.

Achats cumulés d'actifs US depuis 1997



Sources: Bloomberg, US Department of the Treasury

Note: Others are Thailand, Malaysia, Philippines, Indonesia and India

Bloomberg

Pendant des décennies, les entreprises asiatiques exportatrices ont suivi cette stratégie. Même avant le deuxième mandat présidentiel de Trump, les flux de capitaux de l'Asie vers les États-Unis avaient déjà diminué.

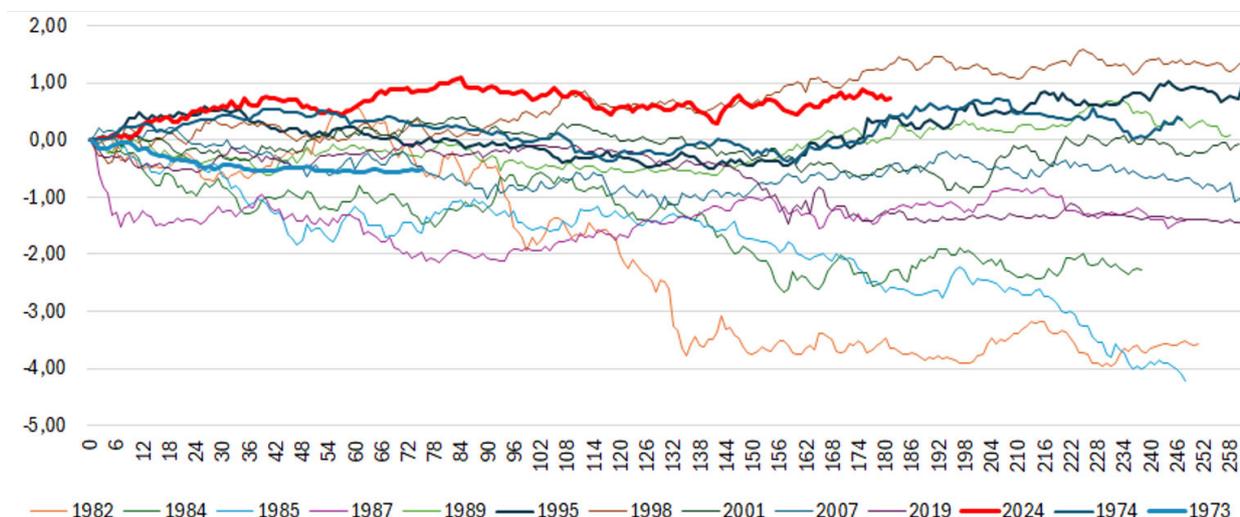
Cette tendance va s'accroître. Les investisseurs asiatiques ont plusieurs raisons de rechercher des alternatives. L'approche de Trump perturbe considérablement la logique qui sous-tend les 7'500 milliards d'investissements asiatiques. Le débouclage a commencé

Obligations

La Fed prône la patience

Après un mois volatil, les bons du Trésor se sont stabilisés, les taux longs US et japonais bénéficiant d'un répit salvateur face à la panique vendeuse. Si ce cycle d'assouplissement semble inhabituel, c'est parce qu'il l'est. Il n'est pas courant que les taux longs soient aussi élevés après la 1ère baisse des taux de la Fed. Les seules comparaisons sont avec les années 1970 et 1998. Ces scénarios ne sont pas rassurant, car la hausse actuelle des taux est due à la reconstitution de la prime de terme. Il ne s'agit pas d'une hausse souhaitable des taux.

Ce cycle d'assouplissement n'est pas classique



Les responsables de la Fed ont indiqué que leur approche prudente en matière d'ajustement des taux directeurs devrait se poursuivre pendant plusieurs mois. L'administration Trump met en œuvre des droits de douane. La Fed devrait prendre le temps de s'assurer que les anticipations d'inflation à long terme restent stables, car les entreprises et les consommateurs s'attendent à une hausse des prix à court terme. Les responsables de la Fed ont indiqué que la banque centrale ne devrait pas envisager de baisse des taux lors des réunions de juin ou juillet, septembre étant la date la plus proche possible.

Compte tenu de l'évolution actuelle de la dette et du déficit, de l'engagement des banques centrales dans le resserrement quantitatif (QT) et de l'évolution de la demande, de bons arguments existent en faveur d'une hausse des taux longs et d'une reconstruction de la prime de terme. Cette transition devrait se faire par paliers, à mesure que les investisseurs s'adaptent au changement de paradigme.

En raison de la résilience économique, nous n'anticipons que 2 baisses cette année (en octobre et en décembre) et 4 au cours de l'année prochaine

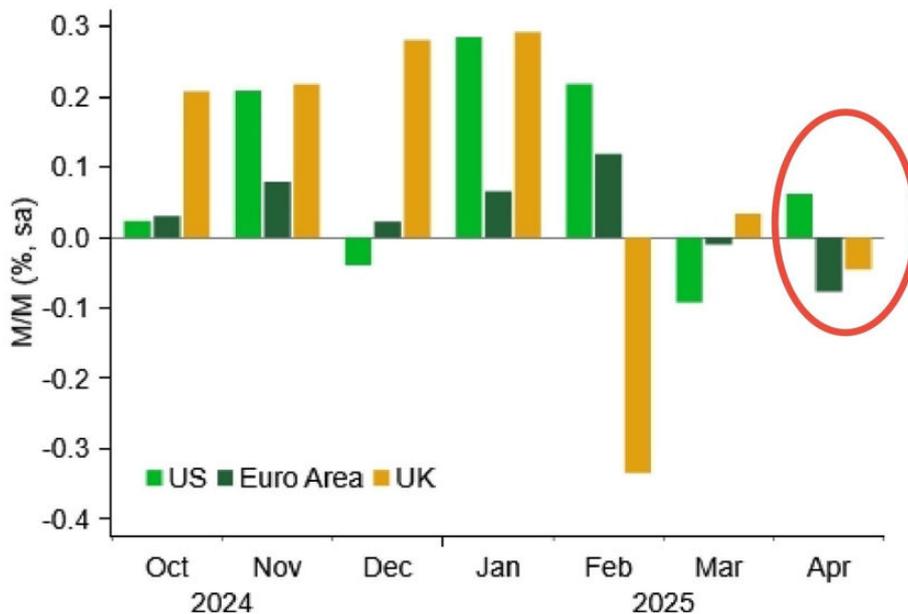
Le taux US à 2 ans restera stable, tandis que le taux US à 10 ans subira des pressions haussières

Une belle opportunité de couverture contre l'inflation

Les obligations longues ont fait preuve d'une résilience remarquable malgré les incertitudes budgétaires et

politiques, le taux US à 30 ans atteignant 5,0%. Les TIPS à 30 ans offrent un taux réel de 2,7%, le plus élevé en 20 ans, et le break-even à 30 ans est ancré à 2,3%. Cela témoigne d'un manque d'alignement. Les taux réels longs offrent aux investisseurs un rendement substantiel, tandis que le marché ne reflète pas suffisamment le risque d'inflation structurel associé à la prodigalité budgétaire. Les risques liés à une Fed plus politisée et moins indépendante, qui pourrait compromettre sa crédibilité, augmentent. Si les effets des droits de douane sont toujours incertains, certains signes montrent un rebond de l'inflation US et une baisse dans d'autres régions. L'inflation européenne passera sous son objectif prochainement, principalement en raison d'une baisse de l'activité et d'un renforcement de l'euro.

Signaux divergents dans les variations mensuelles du CPI de base



Les indices d'inflation des biens de base corrigés des variations saisonnières envoient des signaux ambigus. Nous observons une remontée aux États-Unis, qui repasse en territoire positif, tandis qu'en zone euro et le Royaume-Uni elles sont à nouveau en territoire négatif. Cet écart continuera à se creuser dans les mois à venir.

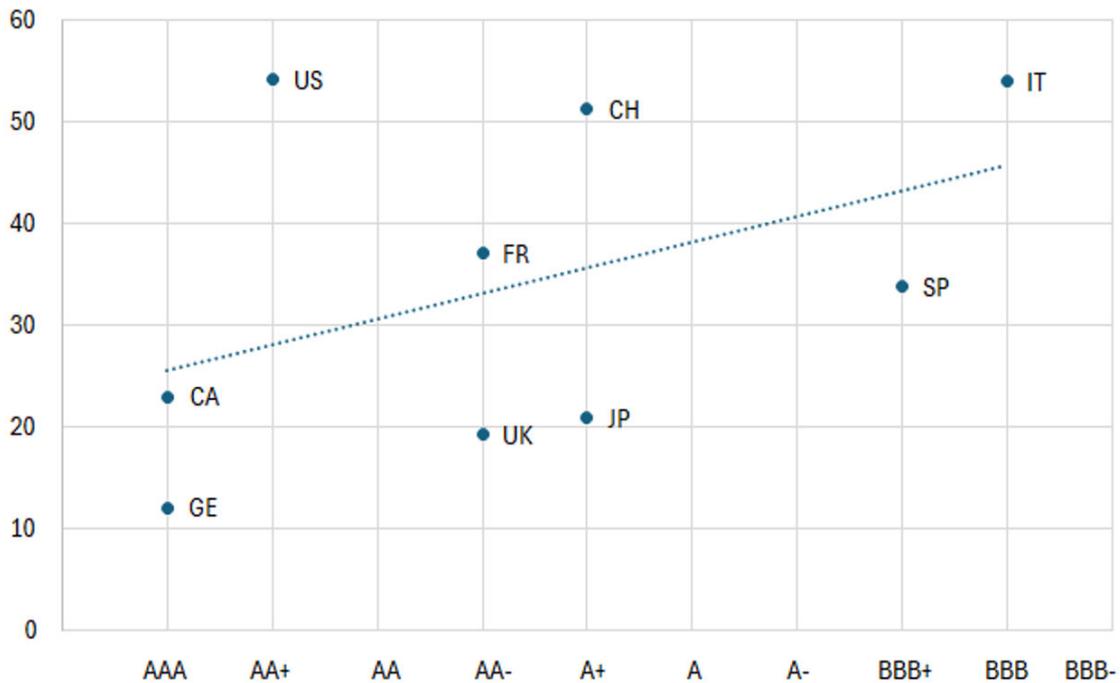
Les break-evens US ignorent la pression haussière persistante de la dépense budgétaire. Les TIPS US offrent des taux réels attractifs. À l'inverse, privilégiez les obligations nominales européennes par rapport aux obligations US

US Big Beautiful Bill (BBB) : un nom qui lui va si bien

La dégradation par Moody's a incité le marché à réévaluer le risque de défaut de paiement de la dette américaine. La capacité du gouvernement américain à émettre dans sa propre devise lui permet de respecter ses obligations, ce qui soulève des questions quant à la valeur de ces remboursements.

Les CDS à 5 ans du gouvernement américain ont augmenté. Bien que le prix des CDS puisse être influencé par le risque d'un défaut technique lié au plafond de la dette, un tel événement serait tout de même considéré comme un défaut. La probabilité d'un défaut à court terme reste très faible. Cependant, le coût de la couverture de la dette publique US contre le défaut correspond aux notations Baa1/BBB+, similaires à celles de l'Italie.

Les spreads des CDS US correspondent déjà à une notation BBB



De nouvelles dégradations de la note des États-Unis sont probables, conformément aux prévisions du CBO, à moins que des mesures ne soient mises en œuvre

Le crédit IG est résilient

Les perspectives de croissance de la zone euro restent moroses, mais une BCE toujours active pourrait s'avérer favorable. L'intérêt des investisseurs pour le portage reste fort. La demande d'actifs pour ce segment a augmenté. La solidité des fondamentaux et la demande favorable pour les spreads IG ont continué à faire baisser les spreads. L'IG se négocie juste en-dessous de sa moyenne longue, tandis que les spreads HY sont nettement plus serrés. L'impact de la hausse des taux a été atténué par la maturité moyenne élevée de la dette des entreprises.

Dans l'ensemble, si les spreads de crédit sont actuellement bas par rapport aux normes historiques, les fondamentaux devraient être le principal moteur de la performance. Le fait que les indicateurs de crédit restent bon et qu'une approche plus prudente en matière d'endettement est une bonne nouvelle. En outre, le niveau actuel des taux reste attractif et la résilience de l'activité économique pourrait soutenir la performance des obligations d'entreprises.

Nous maintenons notre préférence pour la qualité

Actions

Brouillard

L'opposition politique et judiciaire s'organise. Donald Trump est affaibli. Une cour de justice américaine a provoqué la surprise en jugeant illégale une partie des droits de douane imposés par Donald Trump. Quelques heures plus tard, une cour d'appel américaine suspendait la décision prise en première instance. Sans se prononcer sur le fond, elle a remis en place les droits de douane, le temps de prononcer elle-même son jugement.

L'instabilité américaine plonge les entreprises et les consommateurs dans le brouillard, et leur moral fait du yoyo. Le Conference Board Consumer Confidence fluctue selon les déclarations de Donald Trump. L'incertitude va durer. Les négociateurs commerciaux non-américains patinent et aucune entreprise, américaine et étrangère, ne sait quelles taxes s'imposeront. Les partenaires commerciaux des Etats-Unis ont-ils vraiment intérêt à signer rapidement un accord ? Pensant brandir un succès diplomatique, le Royaume-Uni l'a fait dès le 8 mai. Malgré les superlatifs utilisés par Donald Trump et Keir Starmer, le premier ministre britannique, rien n'a été officiellement signé. Il ne s'agissait que d'une déclaration de principes.

Prenons l'exemple d'un conteneur envoyé aujourd'hui vers les Etats-Unis. Le temps physique du déplacement – il faut environ trois semaines entre la Chine et la côte ouest des Etats-Unis – et les annonces ont pu changer dix fois. Les douanes américaines elles-mêmes n'ont pas l'air de s'y retrouver. Un autre exemple est l'achat d'une voiture aux Etats-Unis; faut-il l'acheter maintenant pour éviter des taxes plus élevées plus tard ou l'acheter plus tard si Donald Trump devait perdre judiciairement sa guerre des taxes.

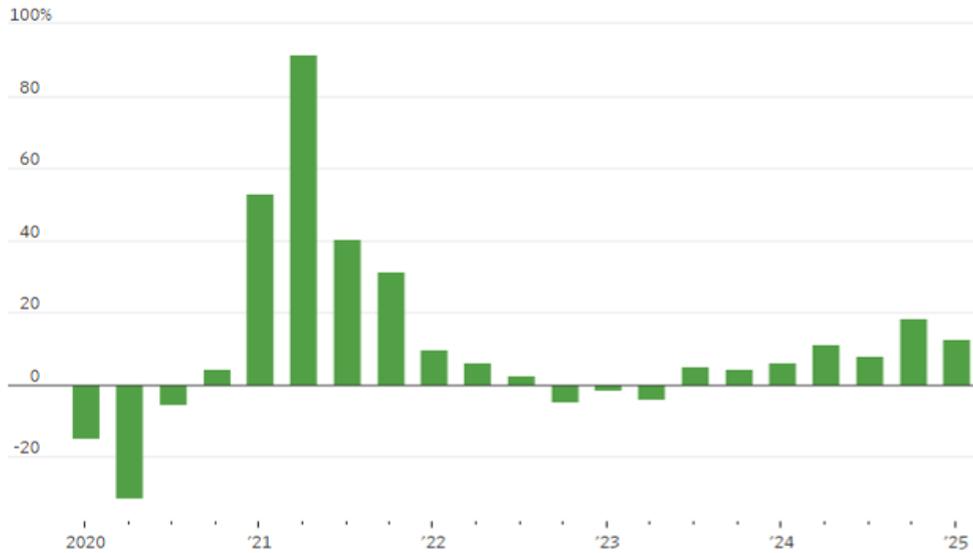
Dans ses gesticulations, à la suite de son approbation de la reprise de US Steel par Nippon Steel, Donald Trump vient de passer les droits de douane à 50% pour l'acier et l'aluminium, affectant principalement les exportateurs canadiens, mexicains et brésiliens dès le 4 juin. Les Etats-Unis importent 25% de l'acier qu'ils consomment et plus de 50% pour l'aluminium. Une très mauvaise nouvelle pour l'industrie automobile américaine.

Enfin, le brouillard des négociations avec les Etats-Unis est d'autant plus fort que les menaces américaines ne viennent pas que des droits de douane. Le budget américain - *the big and beautiful bill* -, voté récemment à la Chambre des représentants (il reste à passer le Sénat), contient une clause qui inquiète fortement les investisseurs. La « section 899 » permet d'imposer des impôts supplémentaires sur les entreprises et les investisseurs venant des pays dont les taxes seraient jugées « injustes », sans que le mot soit clairement défini. Un échec de la mise en place de droits douaniers élevés est un grand risque pour Donald Trump, car il remettrait en question les promesses de baisse d'impôts.

Récession ou pas récession ? L'Histoire montre que le protectionnisme et le nationalisme finissent en récession et en guerres. 70% des stratégestes et des CFO des entreprises américaines anticipent une récession au 2ème semestre 2025. Pourtant, les profits du S&P 500 ont progressé de 13% au 1T25, une croissance supérieure aux 7% estimés fin mars. Les sociétés américaines sont incapables de faire des prévisions et nombreuses d'entre elles les ont

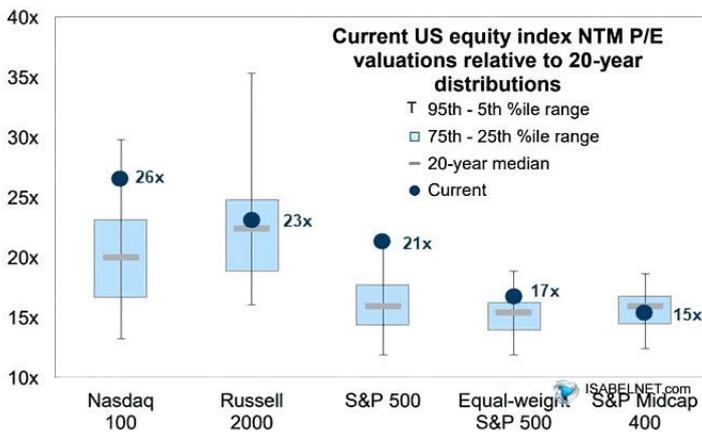
suspendues pour 2025. Les excellents résultats trimestriels, couplé au rétropédalage de Donald Trump sur les droits de douane le 9 avril - *TACO, Trump always chickens out* -, ont permis un puissant rallye (du 9 avril à mi-mai) de 23% pour le MCSI Monde et le S&P 500, de 31% pour le NASDAQ et de 20% pour l'Euro Stoxx (qui avait moins baissé dans la correction de mi-février au 8 avril).

Bénéfices trimestriels du S&P500, variation par rapport à l'année précédente



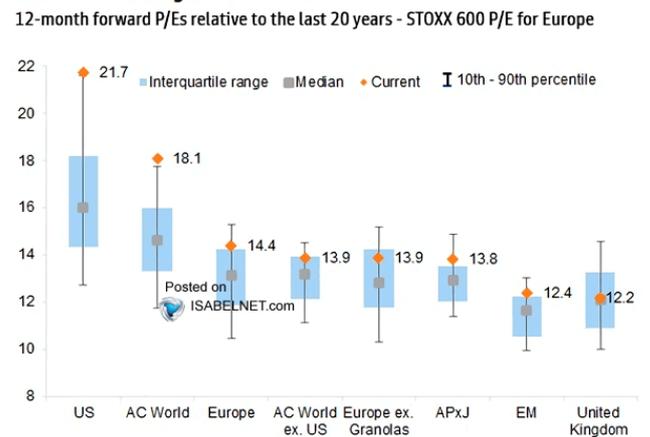
Note: 1Q 2025 includes estimates for companies that have not yet reported.
Source: FactSet

Exhibit 26: US equity index P/E valuations vs. history



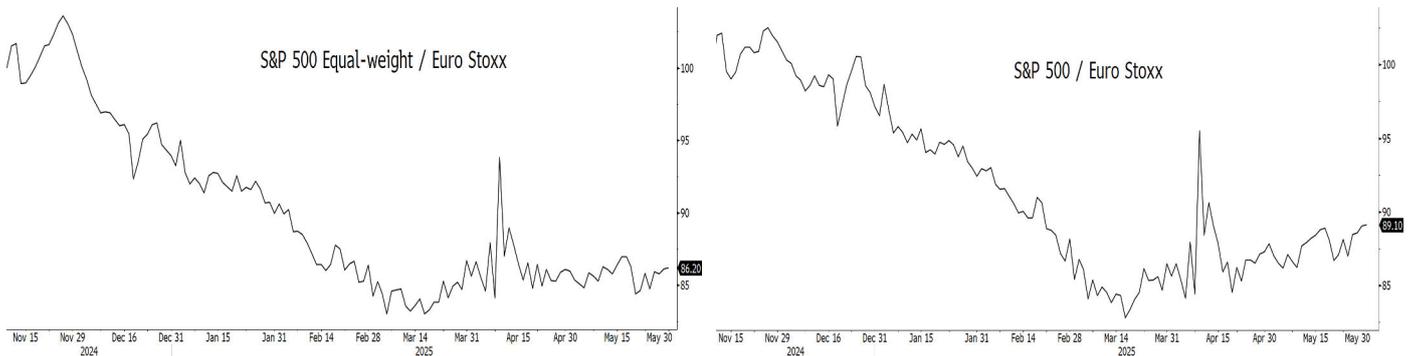
Source: Compustat, FactSet, IBES, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 26: MSCI Regions valuations



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Mais le plus dur est à venir dès le 2T25. Les entreprises américaines avertissent sur les résultats avec l'incertitude totale sur les droits douaniers, l'inflation et les disruptions dans les chaînes d'approvisionnement. L'évaluation du S&P 500 est élevée en termes historiques, raison pour laquelle nous privilégions, depuis quelques mois déjà, les actions non-US. Selon plusieurs métriques, les actions anglaises sont les plus attrayantes.



Malgré une performance relative meilleure depuis mi-mars, le S&P 500 et S&P 500 Equal-Weight enregistrent des sous-performances respectives de 10% et 14% en 2025 par rapport à l'Euro Stoxx.

Sur les 5 premiers mois 2025, les performances boursières des indices US tournent autour de 0%, alors que le DAX explose de 21% grâce aux titres de la défense et ceux liés au plan de €500 milliards, et l'IBEX de 22% et le FTSE MIB de 17% grâce au secteur bancaire. La France est en retrait à cause du secteur du luxe et des impacts dommageables sur leurs exportations vers les Etats-Unis (guerre commerciale).

L'Europe devrait continuer de surperformer les actions US pour des questions de valorisation, de primes de risque et de patriotisme (pourquoi soutenir les actifs d'un pays qui nous attaque !?). Les investisseurs US et non-US vont poursuivre leur diversification. Le risque « dollar » est aussi à prendre en compte. Pour un investisseur en euros, la performance des indices US est de -9% en 2025.

Pour les secteurs, nous surpondérons le boom des dépenses dans l'investissement industriel - Capex -, le secteur financier et la consommation de base (défensif et moins affectée par la guerre commerciale).

La défense européenne est incontournable malgré des performances boursières exceptionnelles depuis février 2022 et des évaluations boursières en apparence très élevées mais qui traduisent la forte progression des revenus et des profits ces 5 prochaines années au moins. L'Allemagne et la Suède ont validé un ratio dépenses militaires/PIB de 5% !

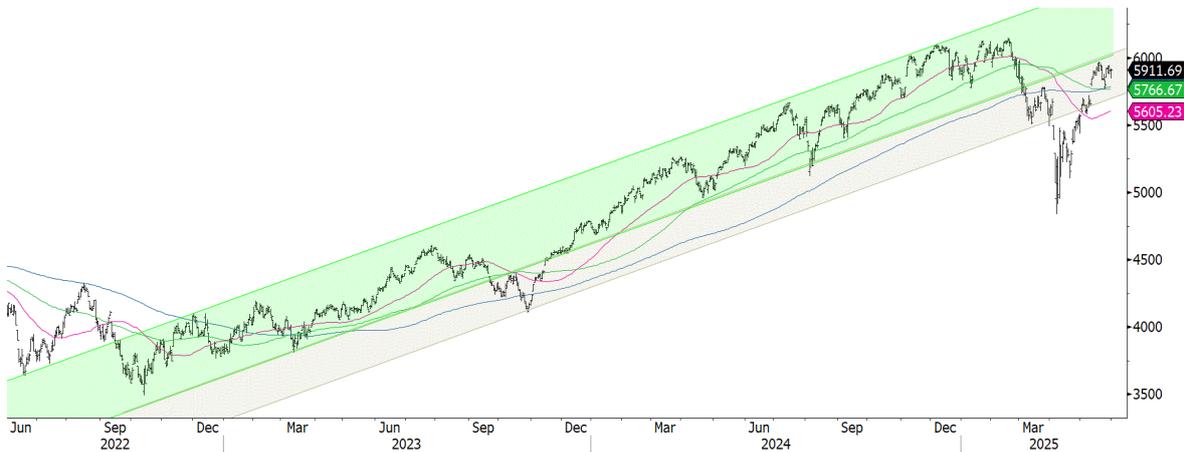
Les autres « mégatrends » du Capex sont l'électrification (EV, batteries) en favorisant les leaders comme BYD et CATL, la transition énergétique (Siemens Energy, GE Vernova), l'IA et ses besoins en électricité (Vistra, Constellation Energy), le *reshoring*, l'espace qui devient une « zone » stratégique commerciale (télécommunication), géopolitique et militaire avec le projet « Golden Dome » de Donald Trump (Boeing), et les métaux industriels.

Comme pour le dollar, il y a une similarité dans le comportement du S&P 500 entre Trump War 1.0 (janvier 2017-janvier 2021) et Trump War 2.0 (janvier 2025 -). En fait, Donald Trump est prévisible dans son processus de négociation. Il revient toujours en arrière. D'ailleurs, l'acronyme TACO est récemment apparu. Il menace fort, mais c'est une « poule mouillée ». On a pu observer cela durant son premier mandat. Les bourses et les taux ont une grande influence sur ses décisions. Nous pensons toujours que le *Trump put* est valable. Par contre, il est difficile d'appréhender le *timing* du *risk-on* et du *risk-off*. On vit au jour le jour.

Le graphique ci-dessous montrerait une similitude de l'évolution du S&P 500 en raison du comportement prévisible de Donald Trump. Conclusion, la suite de l'année pourrait être positive pour le S&P 500



Le S&P 500 a raté par 2 fois de réintégrer le couloir haussier. On pourrait revenir sur les 5'750 pour terminer la figure de tête-épaules inversée, pour repartir à la hausse sur de bonnes bases techniques



Investissements alternatifs

Consolidation de l'or et du bitcoin

Le dollar et les taux ne baissent plus, favorisant une consolidation de ces deux actifs. Dans l'environnement actuel, ils ont des similitudes qui les rendent attrayantes : une offre limitée et des actifs indépendants.

Le cours de l'or se trouve dans un triangle technique avec un support à \$3'150 où nous serions acheteurs. Les autres points favorables sont la surperformance de l'or en période d'incertitudes économiques, de conflits politiques et géopolitiques, de dettes et de déficits galopants et de risques monétaires, les *Fiat currencies*. Les banques centrales continuent d'accumuler de l'or.

Cours de l'or



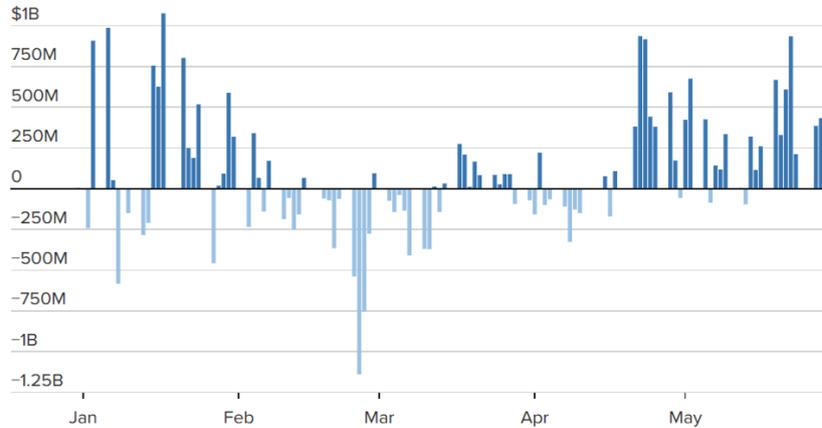
Le bitcoin connaît également un moment de pause, avec plus de volatilité évidemment. Avec la création de produits financiers sur le bitcoin et l'éthereum, le segment des cryptomonnaies est devenu plus corrélé aux bourses et au secteur de la technologie en particulier. Mais les cours devraient repartir à la hausse cet été avec les annonces sur la régulation sur les actifs digitaux et la faisabilité d'une réserve stratégique US en bitcoins. Début juin, un vote au Congrès devrait avoir lieu sur le « GENIUS Act », le Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins, avec une issue favorable pour les monnaies digitales.

Les oligarques au sein de la Maison blanche et les sociétés qui leur sont proches accumulent des bitcoins dans cette perspective. Trump Media, entreprise gérée par Donald Trump Jr., veut se constituer une réserve de bitcoins équivalant à \$2.5 milliards; pour cela, Trump Media & Technology Group (TMTG) veut émettre \$1.5 milliard d'actions et 1 milliard d'obligations. Ces oligarques qui gouvernent les Etats-Unis veulent s'enrichir. A suivre sur le plan des performances, beaucoup moins du point de vue éthique.

La guerre commerciale décosue de Donald Trump a de fortes chances de se terminer en récession, obligeant la Fed à entrer en action avec un soutien monétaire.

Entre mi-avril et fin mai, les entrées de fonds dans les ETFs BTC ont fortement progressé

Bitcoin ETF daily inflows in 2025



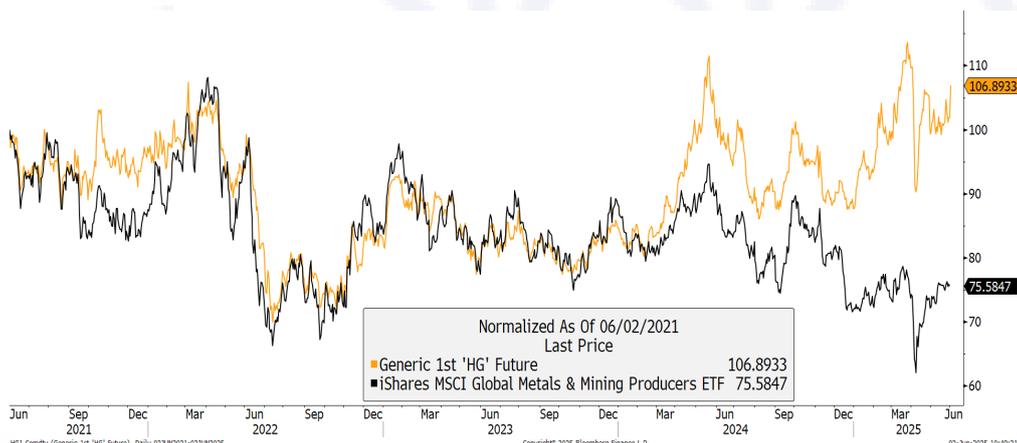
Source: SoSoValue
Data as of May 29, 2025



Pétrole, un prix du Brent entre \$65 et \$40 ces prochains mois : croissance globale faible, hausse de la production non-OPEP et sortie de l'OPEP+ de sa politique de production contraignante pour regagner des parts de marché. L'Arabie saoudite regarde moins les prix, car elle fait appel de plus en plus à la dette pour financer son budget et ses projets comme Neom. En juillet, l'OPEP+ va réinjecter 411'000 barils/jour. L'Arabie saoudite avait fait le plus grand effort en réduisant de 20% sa production à 9 millions de b/j sur les trois dernières années et elle veut remettre rapidement sur le marché au moins 1 million de b/j. Une baisse du prix du pétrole fera plaisir à Donald Trump en raison d'une diminution des tensions inflationnistes aux Etats-Unis, mais le revers de la médaille d'un prix du brut trop bas pour les producteurs américains sera la difficulté à produire plus, car plus assez rentable.

Les métaux industriels deviennent un actif d'importance stratégique. La hausse des dépenses militaires est favorable à ceux-ci et aux terres rares nécessaires aux armes de pointe comme les avions, les munitions et les bombes. Les Etats-Unis sont sous-dimensionnés dans la production de métaux stratégiques, dépendants de la Chine. Les sous-investissements passés pèsent aujourd'hui sur l'offre. Les experts craignent une insuffisance de cuivre dans les prochaines années. Il n'y a pas que la défense, mais aussi l'électrification et la transition énergétique en général. Nous restons positifs sur les métaux industriels.

Cuivre vs ETF Sociétés minières (PICK US). Opportunité d'achat sur les sociétés minières qui affichent dans leur ensemble un retard boursier conséquent sur les prix des métaux industriels, en l'occurrence le cuivre dans le graphique ci-dessous



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.