

LA LETTRE FINANCIÈRE

REVUE, OPINIONS ET PERSPECTIVES DES MARCHÉS



HIVER 2024-2025

L'environnement mondial

Régime macroéconomique à long terme. Cycles économiques irréguliers et volatils

La faiblesse des principaux facteurs structurels (démographie, endettement excessif et même productivité) pèsera sur la croissance potentielle. Les risques asymétriques de déflation ou d'emballement de l'inflation restent élevés. Le rythme incertain de l'adoption de l'intelligence artificielle ajoute à l'incertitude. Les questions du financement du déficit et de la réduction de la dette pourraient perturber les équilibres à long terme.

Perspectives cycliques. La reflation devrait prendre de l'ampleur

Les États-Unis et la Chine mèneront la reprise en 2025. L'Europe et le Japon seront à la traîne, tandis que les marchés émergents seront

Principaux indicateurs en 2024
(au 19 décembre 2024)

Indicateurs	Variation %
Eurostoxx 50	+9.6
Swiss Market Index	+4.5
FTSE 100	+6.0
S&P 500	+23.0
Taux court terme EUR	2.3
Taux court terme USD	4.1
EURUSD	-5.9
EURCHF	+0.6
Barclays Euro Agg. Bonds	+3.2
Barclays US Agg. Bonds	+1.4

dispersés. Le S1 sera déterminant pour la mise en place des nouvelles politiques économiques américaines. Un consensus (trop ?) fort sur l'exceptionnalisme américain s'est construit.

Géopolitique. Une lueur d'espoir à l'horizon ?

Le changement audacieux de l'administration américaine redistribue les cartes. La probabilité d'événements de type "fat-tail" (positifs et négatifs) augmente. La détermination et la cohésion de ce que l'on appelle l'axe du mal (Chine, Russie, Iran, Corée du Nord) seront mises à l'épreuve. Une désescalade du conflit ukrainien pourrait en fin de compte profiter à l'UE.

L'abondance des liquidités mondiales se maintiendra, à court terme

Les conditions de liquidité sont favorables, grâce à l'ingénierie financière américaine 3.0 et à la Chine.

Corrélation négative entre les actions et les obligations rétablie

La prévision d'un IPC inférieur à 3 % au cours des prochains trimestres est réexaminée, en fonction essentiellement des priorités et de la forme (séquence de mise en œuvre) de la future politique économique de l'administration américaine. Un nouveau gouvernement allemand pourrait également signifier une reflation plus souple et plus active dans l'UE.

Sentiment des investisseurs et flux de capitaux très volatils

La cyclothymie des investisseurs a entraîné des flux importants vers les actifs à risque. Des signes de complaisance sont apparus.



Perturbations "séculaires"

- Le climat / efforts de guerre
- Technologie / IA
- Inégalités



Démondialisation

- Commerce
- Délocalisation
- La dédollarisation



Politiques économiques

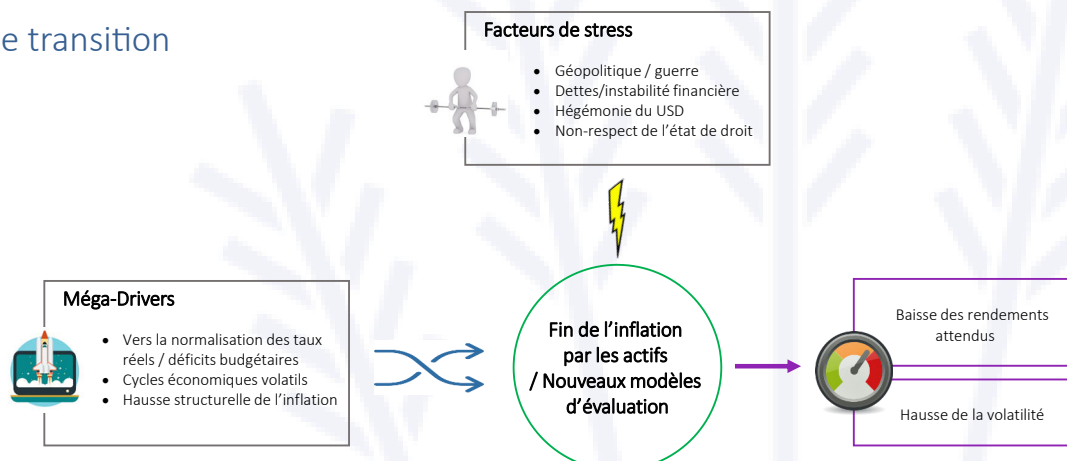
- Soutenabilité des taux réels positifs
- Économie de guerre
- De l'effet de richesse à quoi ?
- Monnaies numériques des banques centrales



(Géo)-Politique

- Nouvel ordre mondial multipolaire
- L'émergence du Sud Global
- La guerre au portes de l'UE

Régimes de transition

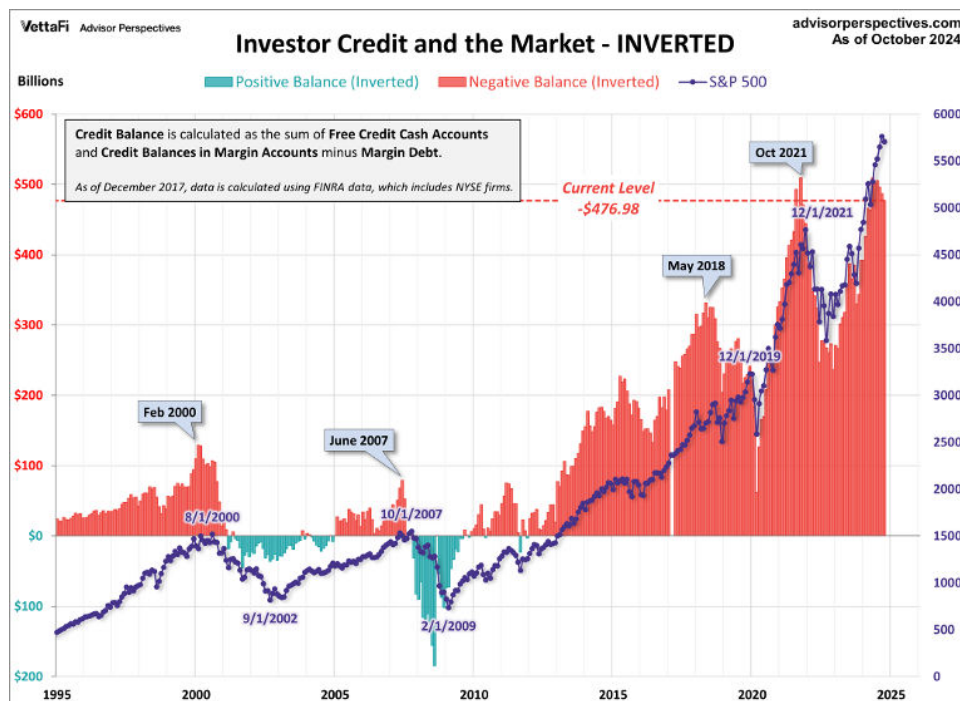


Re-risquer avec Donald

Il ne fait aucun doute que le résultat des élections américaines devrait être favorable aux marchés. Dérégulation, baisse des impôts pour le secteur privé et réformes visant à accroître la productivité (réduction de la taille de l'État, augmentation du nombre de forages, soins de santé, etc.) Le redressement du dollar, des actions américaines et des obligations à haut rendement au T4 suggère que ce scénario est partiellement pris en compte. L'optimisme post-électoral a été renforcé par le calme politique/sociétal - inattendu - et la nomination de personnes rassurantes à des postes clés (S. Bessent).

Les capitaux internationaux ont afflué à un rythme sans précédent vers les actions américaines et les ETF BTC. Selon les dernières données de la FINRA, le niveau d'endettement (marge) des ménages américains s'élève à 815,368 milliards de dollars, soit le niveau le plus élevé depuis février 2022. La dette a augmenté de 28,4 % en glissement annuel.

Les marges d'endettement et le marché tendent à évoluer de manière synchronisée

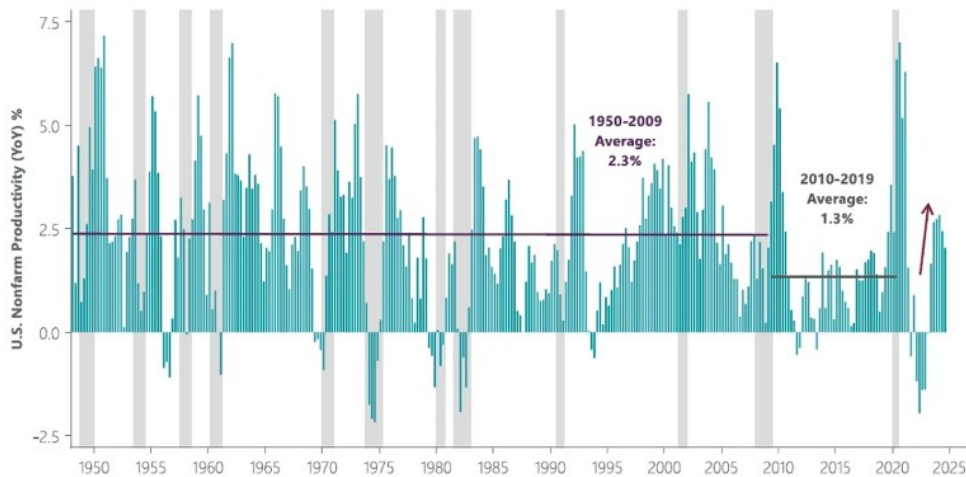


L'exceptionnalisme américain, jusqu'à la limite ?

La croissance américaine a indéniablement surperformé et des signes de résilience continuent d'apparaître. Le parti pris pro-business de l'administration Trump renforce le scénario du "no-landing". Toutefois, cette réussite économique est due à des mesures de relance budgétaire et monétaire extrêmes dans le contexte et après la pandémie. Aucune de ces mesures n'est durable. Et ces excès ont prolongé une inflation relativement élevée. À l'exception du Japon, les États-Unis sont la seule économie du G20 où l'inflation pourrait réaccélérer à partir de la mi-2025.

Le miracle de l'intelligence alternative est dans tous les esprits. Les États-Unis ont été à l'épicentre de ce nouveau paradigme, grâce a) à leurs géants technologiques innovants et b) à la structure flexible de leur économie. Certes, l'IA a le potentiel de bouleverser les équilibres économiques antérieurs et de stimuler la productivité à moyen terme. Mais sa courbe d'adoption à grande échelle pourrait s'avérer plus lente que ne le prévoient les prévisionnistes. Surtout si l'on considère les chocs à venir de la nouvelle administration Trump, en particulier Musk avec DOGE, Rubio sur l'immigration, sans parler des tarifs douaniers.

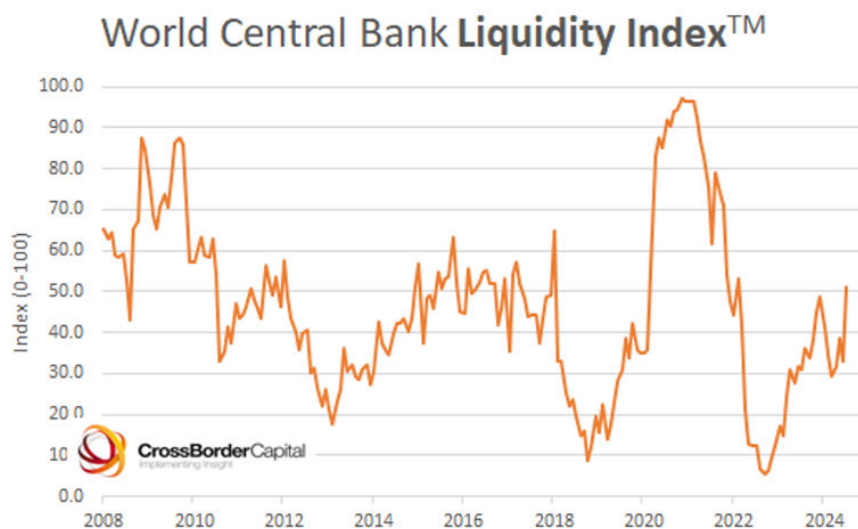
La productivité rebondit



La surperformance de l'économie et des marchés américains au cours des dernières années a été époustouflante. Le concept d'exceptionnalisme américain a-t-il atteint un point de complaisance ?

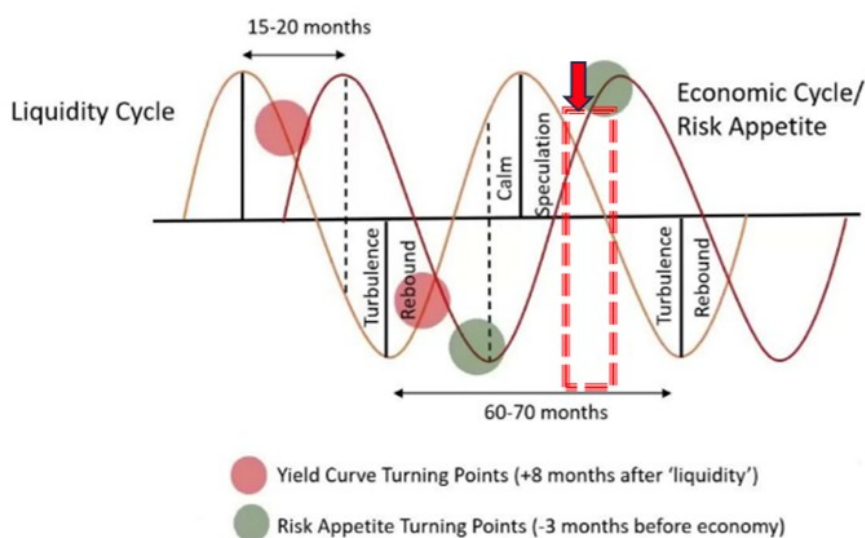
Un environnement confortable de liquidités, pour l'instant

Les banques centrales du monde entier sont entrées dans une phase de desserrement. Cela a conduit à la création de liquidités abondantes, qui ont soutenu les marchés financiers, les valorisations et l'appétit pour le risque. Un cycle de reflation mondiale a débuté l'été dernier.



Si un modèle typique d'interrelation entre la liquidité et le cycle de croissance se met en place, les marchés seront de plus en plus confrontés à des vents contraires. En effet, le redémarrage de l'économie tend à absorber les liquidités excédentaires et les banques centrales réduisent par conséquent la production de liquidités à mesure que les risques d'inflation réapparaissent. Un tel point de basculement est susceptible de se produire en 2025.

The Global Liquidity Cycle



Implication yield curve leads markets by 6-9 months and economy by 9-12 months. Liquidity leads markets by 9-12 months.

Conseils en matière d'investissement

L'appétit pour le risque a peut-être récemment atteint un plateau, voire un sommet. Si le contexte mondial de l'investissement devrait rester relativement favorable au cours des semaines et des mois à venir, l'environnement à moyen terme sera plus difficile.

Devises

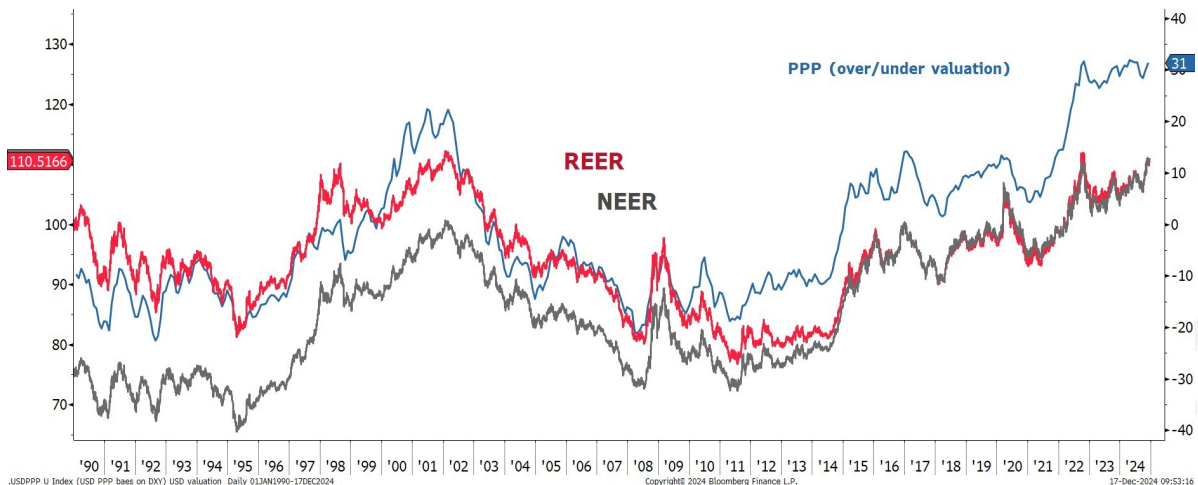
Le consensus semble trop extrême

L'une des évolutions les plus marquantes des marchés en 2024 a été la bonne tenue du dollar. Il est en passe de connaître son plus important rallye annuel depuis 2015. De plus en plus de gens se demandent si l'optimisme actuel pourra se maintenir jusqu'en 2025.

Les gains ont été alimentés par l'élection de Trump et la résilience de l'économie américaine, qui a laissé moins de marge de manœuvre à la Réserve fédérale pour baisser ses taux. Le déficit budgétaire, qui pourrait commencer à peser sur le moral des investisseurs, et les tarifs douaniers de Trump, qui pourraient s'avérer moins importants qu'initialement prévu, figurent parmi les raisons d'un potentiel retournement. Par ailleurs, l'économie mondiale pourrait rester stable après la décision des banques centrales étrangères d'assouplir leur politique monétaire. Les politiques commerciales de l'administration Trump, si elles sont mises en œuvre, entraîneraient théoriquement une hausse des prix des biens importés.

Le DXY traverse actuellement une période de mutation, plusieurs forces importantes étant en jeu. Du côté négatif, la tendance des taux d'intérêt réels restera négative en raison de la politique monétaire continue des banques centrales, notamment de la Fed. À l'inverse, la politique commerciale des États-Unis, notamment les tarifs douaniers et la prime de risque associée aux tensions commerciales et géopolitiques, jouera un rôle important en pesant sur ses pairs. À court terme, le commerce sera le principal moteur et soutiendra l'USD jusqu'à la fin de l'année.

Depuis les années 1990, le dollar a rarement été aussi cher



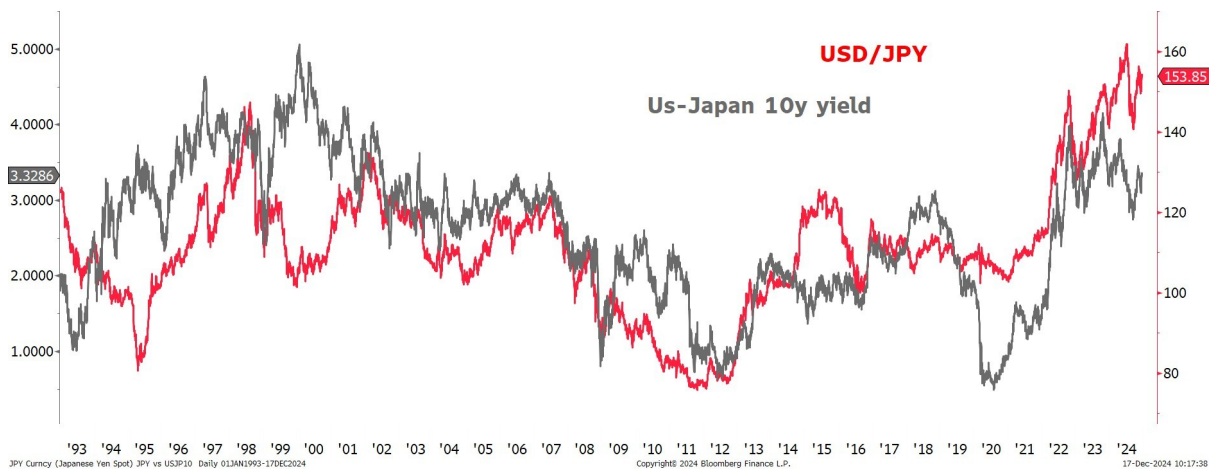
Notre analyse indique que le dollar est actuellement surévalué, tandis que le yen est sous-évalué. Il se négocie actuellement à un niveau supérieur à ce qu'impliquent tous les modèles d'évaluation. La parité des pouvoirs d'achat indique une prime de 30 %, une prime de 11 % en termes nominaux (NEER) et de 10 % en termes réels (REER). Alors que le dollar pondéré par les échanges commerciaux se renforce généralement après un pic d'incertitude politique, la hausse du prix de l'or indique que le statut de valeur refuge du dollar s'affaiblit. Les modèles d'évaluation ne sont pas des outils fiables pour le market timing. Ils ne sont utiles que lorsque le marché est extrême, ce qui est actuellement le cas.

2025 pourrait être l'année d'un USD plus faible. C'est un trade non consensuel. Un risque important pèse sur notre scénario : la possibilité que la Fed maintienne des taux plus élevés durablement, rendant les dépôts en USD plus attractifs. Le DXY s'approche de son top alors que les préférences politiques de la nouvelle administration deviennent plus claires, réduisant ainsi l'incertitude

Une position contrastée de la part de la BoJ

Le yen termine l'année 2024 dans une position sous-optimale. Il est en passe de devenir la devise la moins performante des pays développés, comme cela a été le cas les années précédentes : 2023, 2022 et 2021. Le yen est revenu au niveau qualifié de suffisamment faible pour entraîner une intervention du ministère des Finances et de la Banque du Japon. Toutefois, cette évolution est imputable à la force du dollar et à la hausse des taux américains. L'élargissement de l'écart de taux à 10 ans a entraîné une hausse de l'USD/JPY. Les décideurs politiques s'inquiètent de plus en plus de cette hausse. En réponse, les interventions verbales se sont multipliées et la probabilité d'une hausse des taux de la BoJ a augmenté.

Affaiblissement de la corrélation entre monnaies et différentiel de taux



La BoJ devrait poursuivre son cycle de hausse des taux en 2025, soutenant ainsi le yen. Le gouverneur Ueda surveille de près l'impact du taux de change sur l'économie et l'inflation. La situation actuelle devrait permettre une décision rapide. L'inflation sous-jacente a atteint 2,3 %, soit un niveau plus élevé que prévu et supérieur à l'objectif de 2 % pour le 31e mois consécutif. Toutefois, le ministère des Finances ou la BoJ ne devraient pas ressentir le besoin d'intervenir activement sur le marché des changes. Une intervention unilatérale, non coordonnée au niveau international, est rarement couronnée de succès.

L'un des risques est le retour du « carry trade » sur le yen, car des taux japonais toujours bas encouragent les spéculateurs à vendre le yen à découvert. En juillet, le positionnement spéculatif a montré un record de positions nettes vendeuses sur le yen, alors que le carry trade se dénouait. En novembre, il est à nouveau nettement vendeur, mais à un tiers seulement de son pic de juillet.

Le Japon a connu des décennies de déflation, mais la situation a récemment changé. La pression sur la BoJ s'intensifie, ce qui a d'importantes implications pour le carry trade. Si la corrélation entre l'USD/JPY et l'écart de rendement s'est récemment affaiblie, l'évolution des taux reste un bon indicateur pour l'USD/JPY.

Obligations

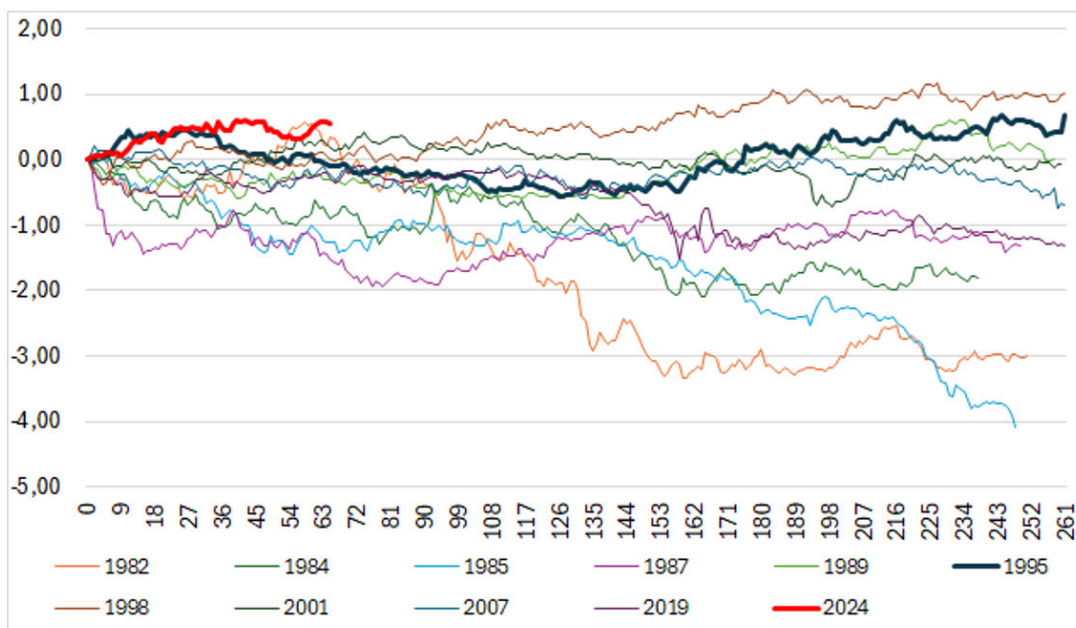
Les données historiques indiquent qu'au cours des quatre dernières décennies, le taux des obligations US à 30 ans a généralement baissé de 10 à 50 points de base dans les deux à trois mois suivant la première baisse de la Fed. Ces dernières semaines, le taux US à 30 ans a augmenté de 40 pbs après l'importante baisse opérée par la Fed en septembre.

Du point de vue du marché et de l'économie, il n'existe qu'un seul parallèle historique. Il s'agit du seul cas connu d'atterrissage en douceur après une période de hausse des taux par la Fed. Comme en 1995, les facteurs de cette tendance sont la vigueur continue de l'économie américaine, le maintien d'un niveau d'inflation supérieur à 2,5 %, la pénurie de main-d'œuvre et la politique d'assouplissement de la Fed, en dépit de la robustesse des performances économiques.

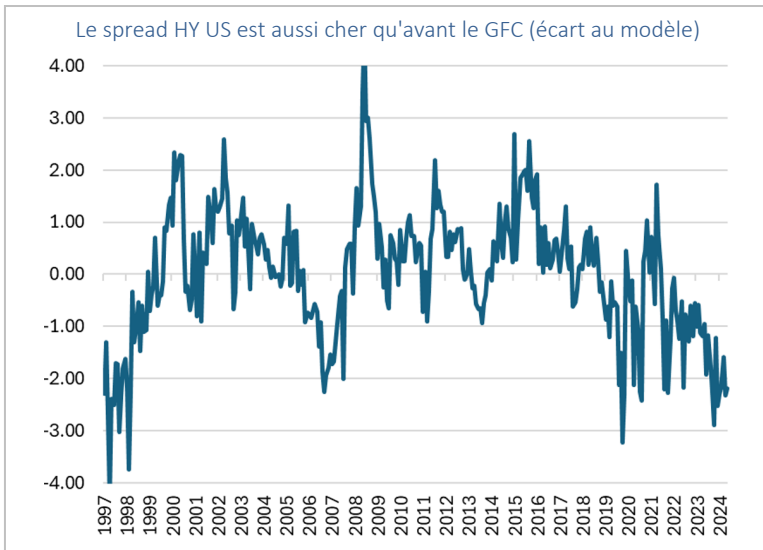
En outre, même dans le scénario le plus défavorable (1982) pour le marché obligataire, les taux longs n'ont pas augmenté de plus de 100 pbs au cours de l'année qui a suivi la première baisse des taux de la Fed. Nous approchons de ce seuil.

Il existe un risque que la Fed perde le contrôle de la partie longue de la courbe des taux. Cette dernière n'est pas influencée par les décisions monétaires de la Fed, mais réagit plutôt à la politique budgétaire et à son impact sur les attentes des marchés en matière d'inflation. À moins que le président Powell ne mette en œuvre une stratégie de contrôle de la courbe des taux, comme l'a fait récemment la BoJ, il ne peut pas faire grand-chose sur le plan monétaire pour faire baisser la partie longue de la courbe si les acteurs du marché s'attendent à une inflation plus élevée.

Les taux longs US n'ont jamais augmenté autant après la première action de la Fed



Même dans un scénario économique très positif, le marché obligataire a pris de l'avance



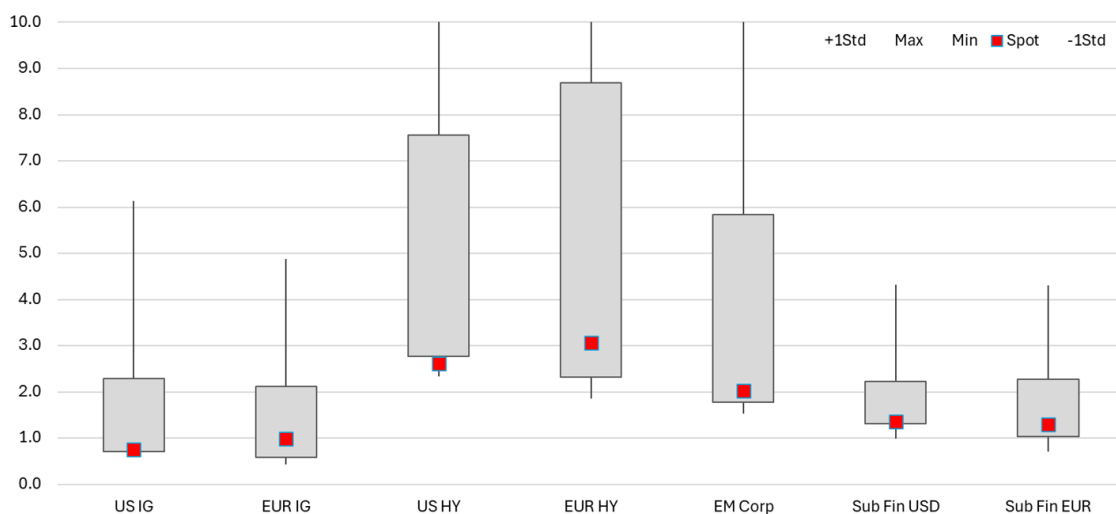
En ce qui concerne la qualité du crédit, les spreads de l'investment grade (IG) et du high yield (HY) ont atteint le décile le plus bas. Notre modèle de valorisation des obligations à haut rendement indique que le marché actuel devrait se négocier à environ 470 pbs. Cependant, à 270 pbs, les obligations HY indiquent clairement que leurs niveaux de valorisation sont tendus. Un écart de valorisation comparable est apparu en 2007. Par la suite, trois mois se sont écoulés avant que les spreads ne commencent à se rapprocher du niveau fondamental. Si les conditions financières s'améliorent et que le cycle

manufacturier mondial se redresse, il est possible que les écarts restent à ces niveaux en raison de la liquidité et des facteurs macroéconomiques.

Les banques centrales devraient réduire les taux, ce qui devrait maintenir les facteurs techniques favorables. La poursuite de la baisse des taux devrait se traduire par une augmentation des flux vers le haut rendement, malgré la faiblesse des spreads. Cependant, un élargissement du spread pourrait annuler l'impact positif d'une baisse du taux sans risque.

L'année prochaine, l'équivalent de 9 % du PIB US de dettes privées devra être refinancé. Un élargissement du spread de 100 à 200 pb pour les obligations HY mondiales correspondrait approximativement à une augmentation du risque de refinancement.

La plupart des spreads sont à leurs plus bas historiques



Le crédit IG US se distingue par des spreads exceptionnellement serrés. En revanche, le crédit IG européen semble plus attrayant que le crédit américain, les spreads se situant juste en dessous de la médiane sur 20 ans. La compression des spreads entre les obligations notées A et BBB est proche de ses plus bas niveaux historiques dans les deux zones

Actions


Un bull market encore jeune.

Après une hausse de 22% en 2023, l'indice global se dirige vers une performance supérieure à 20% en 2024. +42% en 2023-2024 et +60% depuis le début du bull market en octobre 2022, cela peut paraître beaucoup, mais en fait ce bull market est encore jeune tant sur sa durée que sur son ampleur. En moyenne, un bull market sur le S&P 500 dure 5 ans et demi pour une performance de 192%. Le bull market actuel est actif depuis 2 ans et 2 mois avec une hausse de 70%.

This Bull Market Might Be Two, But It Is Still Young
S&P 500 Bull Markets (1950 - Current)

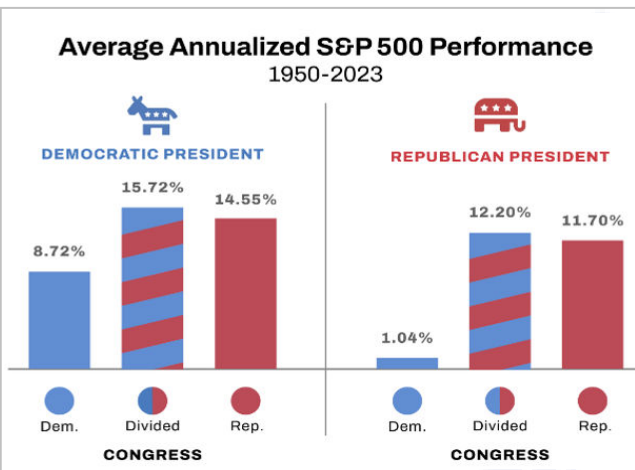
Bear Market Bottom	Bull Market Peak	S&P 500 Change	Years	Bull Start In October?
6/13/1949	8/2/1956	267.1%	7.1	No
10/22/1957	12/12/1961	86.4%	4.1	Yes
6/26/1962	2/9/1966	79.8%	3.6	No
10/7/1966	11/29/1968	48.0%	2.1	Yes
5/26/1970	1/11/1973	73.5%	2.6	No
10/3/1974	11/28/1980	125.6%	6.2	Yes
8/12/1982	8/25/1987	228.8%	5.0	No
12/4/1987	3/24/2000	582.1%	12.3	No
10/9/2002	10/9/2007	101.5%	5.0	Yes
3/9/2009	2/19/2020	400.5%	11.0	No
3/23/2020	1/3/2022	114.4%	1.8	No
10/12/2022	10/11/2024*	70%	2.2	Yes
Average		191.6%	5.5	5 of 12 Started October
Median		114.4%	5.0	

Source: Carson Investment Research, YCharts 10/15/2024
* Most recent new all-time high was on 10/14/2024
@ryandetrack



La plupart des grandes banques d'investissement sont positives pour 2025, avec des objectifs sur le S&P 500 allant de 6'400 à 7'100. Le nôtre se situe à 6'600. Les principaux arguments sont une hausse des profits (+15% en 2025 et +13% en 2026), une économie américaine solide, une politique « trumpienne » pro-croissance, voire libertarienne, des rachats d'actions toujours soutenus, une augmentation des fusions et acquisitions et des politiques monétaires accommodantes. L'IA et les avancées dans le quantum sont aussi des thèmes qui vont pousser les Big Tech / 7 Magnifiques qui comptent aujourd'hui pour 31% du S&P 500 et 21% du MSCI Monde.

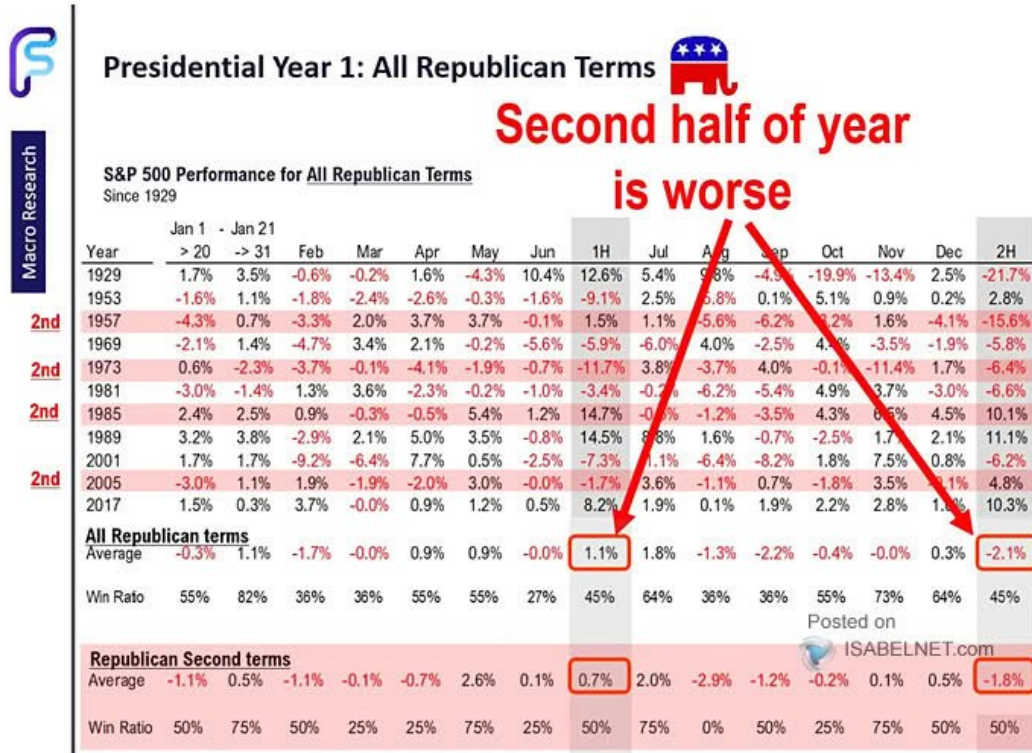
Malgré tout, quelques craintes persistent avec le risque inflationniste de la politique pro-croissance de Trump et les mesures protectionnistes comme la hausse des taxes douanières à l'importation et le renvoi de milliers travailleurs sud-américains. Il y a aussi un risque de perturbations du cycle des affaires au cas où les pays « attaqués » répondraient par une hausse des taxes de douane sur les produits US importés. Il y a donc un risque sur les profits des entreprises et les marges. On rappellera que sur les 11 dernières récessions, 10 avaient débuté sous une



présidence républicaine. Toutefois, les plus positifs croient que ce risque d'inflation sera compensé par la dérégulation, la diminution des charges administratives et la volonté de Trump de faire baisser drastiquement les prix de l'énergie par une production supplémentaire de pétrole de 3 millions de barils/jours à 16 millions de b/j.

On notera que les performances boursières sont moins bonnes sous une présidence et un Congrès entièrement républicains.

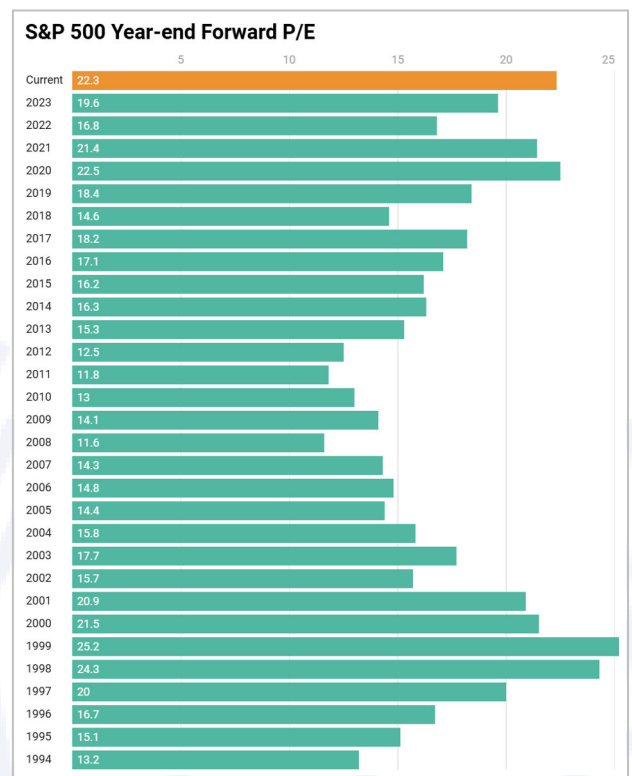
Depuis 1929, le S&P 500 baisse en moyenne au 2ème semestre de la 1ère année d'une présidence républicaine, alors que le 1er semestre est correcte avec les annonces en matière de politique économique et budgétaire. Mais la réalité revient en 2ème partie d'année.



Il est donc possible que les objectifs du S&P 500 soient dépassés au milieu de 2025, par exemple vers les 7'000, et qu'ensuite le S&P 500 corrige pour revenir sur notre objectif des 6'600.

Le S&P 500 a une évaluation généreuse sur une base historique, mais l'indice a un poids plus marqué sur des valeurs de croissance de (grande) qualité. Aujourd'hui, le S&P 500 est composé de 42% du segment Croissance (Technologie, Communication, Amazon et Tesla) contre 36%, par exemple, en 1999, mais à cette époque une partie des sociétés étaient déficitaires avec des bilans beaucoup moins solides. Le stratège de Wells Fargo, Christopher Haley, qui a un objectif de 7'000 sur le S&P 500, considère que la structure de l'indice mérite des évaluations boursières plus élevées. On le suit sur ce terrain.

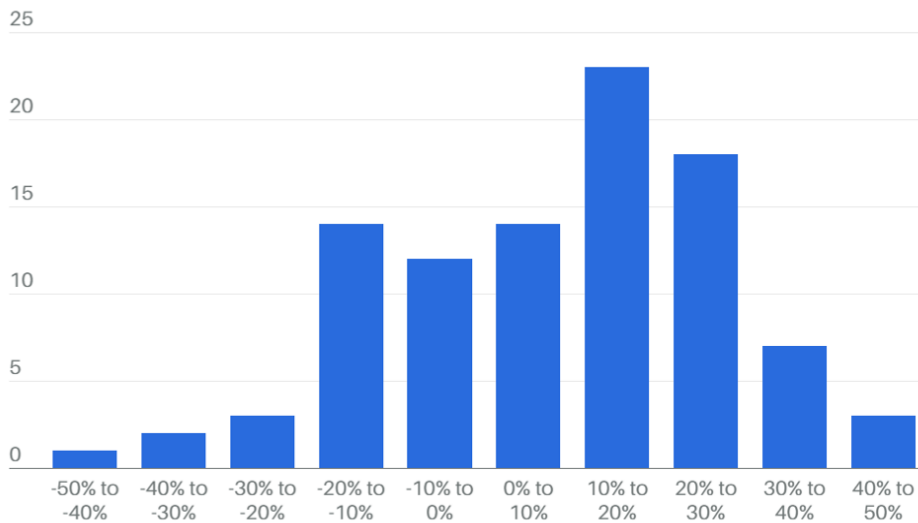
Avec notre approche parfois *contrarian*, il est possible que l'évolution des indices ne se passe pas comme prévu. En 2023 et 2024, les investisseurs, analystes et stratégestes étaient nombreux à être (très) prudents, avec des objectifs d'indices pour la nouvelle année en-dessous des niveaux de fin 2022 et



fin 2023. Actuellement, la quasi-totalité des investisseurs et stratèges s’attendent à une hausse des indices entre 10% et 18%. Mais l’histoire est rarement raisonnable. Selon les calculs de Deutsche Bank, le marché a le plus souvent enregistré des gains entre 10% et 20% annuellement plutôt qu’entre 0% et 10%. Dans 39% des cas, l’indice S&P 500 a gagné 20% ou plus.

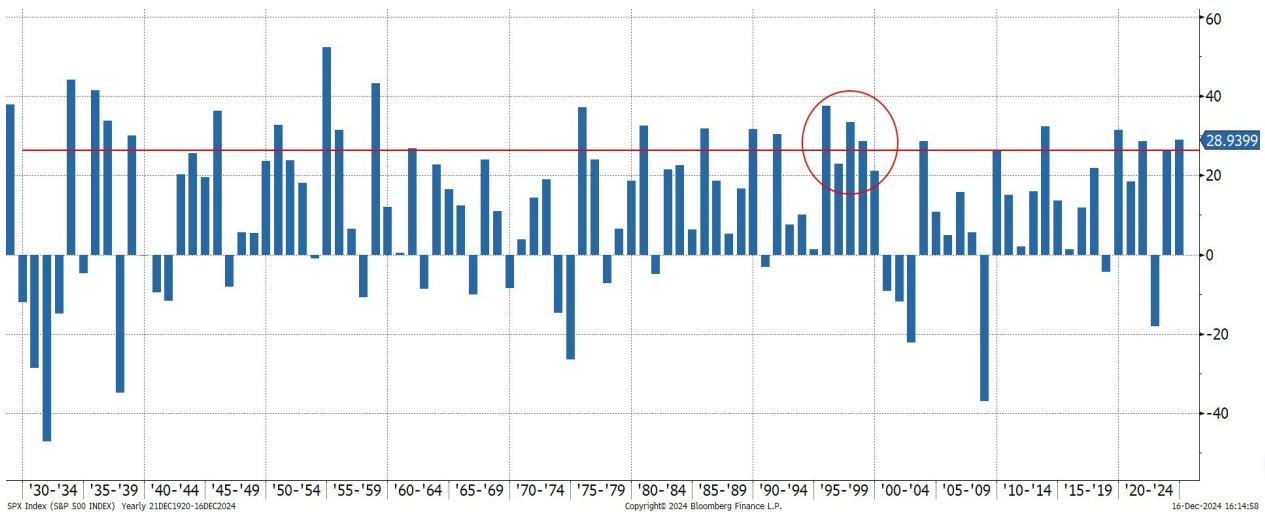
The S&P 500 gained 10% or more—often, a lot more—in 51 of the past 97 years.

Number of years the S&P 500 returned...



Maintenant ce qui renforce notre approche *contrarian* est qu’après deux années consécutives de hausses annuelles supérieures à 25%, il est rare d’avoir une telle performance la 3ème année. Seule la période 95-99 a dérogé à cette règle. Nous ne disons pas que nous aurons une correction, mais répéter une hausse de plus de 25% est extrêmement rare. Sauf si nous avons changé de paradigme avec l’IA, la réindustrialisation et la transition énergétique.

Progression annuelle % du S&P 500

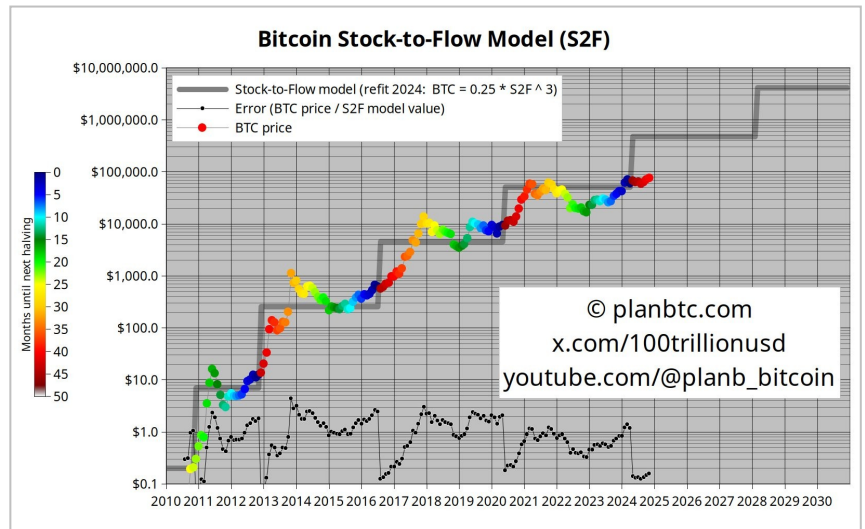


Le consensus est également très large sur une sous-pondération des secteurs défensifs, santé et consommation de base.

Investissements alternatifs

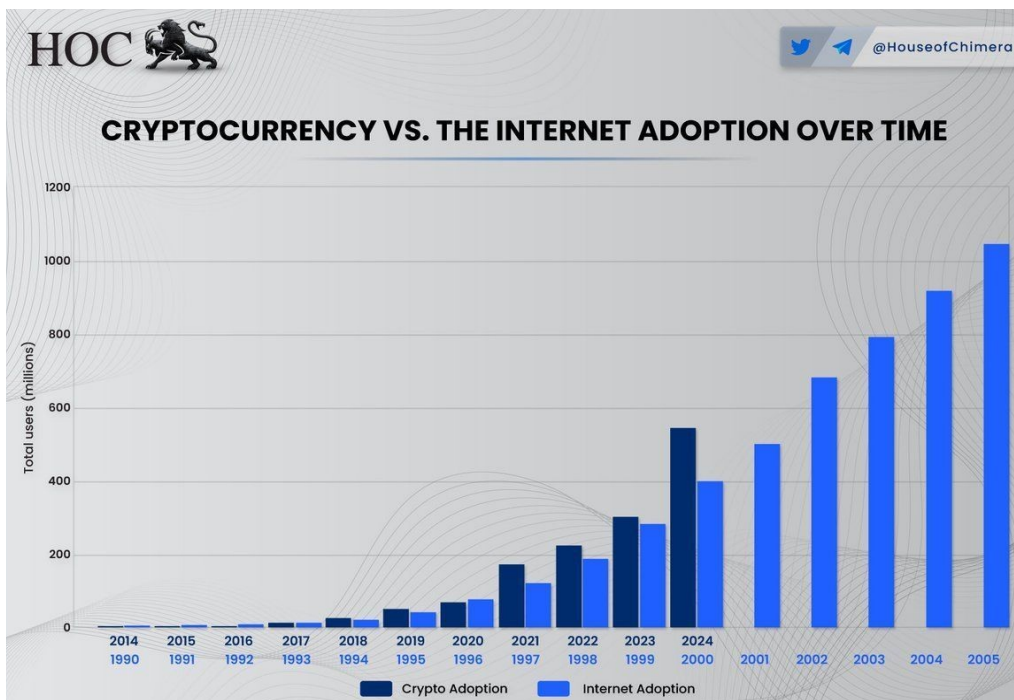
La fusée bitcoin et la résistance de l'or

Un gouvernement US pro-cryptos, un futur patron de la US Securities Exchange Commission, Paul Atkins, connu pour son soutien aux cryptomonnaies, une nouvelle législation texane établissant une réserve stratégique en bitcoins et un Donald Trump en faveur également d'une réserve stratégique en bitcoins ont poussé le cours du BTC au-delà des \$100'000. Certains analystes évoquent une capitalisation boursière du BTC de \$15'000 milliards fin 2025 contre les \$2'000 milliards aujourd'hui.



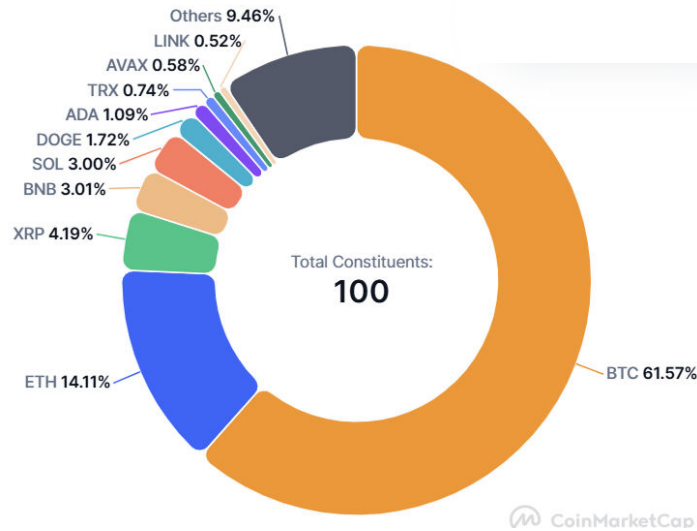
La nette victoire de Trump a certes favorisé le bitcoin, mais ce printemps déjà certains experts annonçaient une telle évolution, se basant sur le *halving* d'avril 2024 et les précédents (2020, 2016, 2012). Le modèle utilisé pour valoriser cet actif digital, dont la quantité est limitée à 21 millions, est le Stock-to-flow, approprié pour les actifs de rareté, comme pour l'or. Ce modèle valorise le bitcoin entre \$400'000 et \$3'000'000 entre 2025 et 2030 !

Comparée à l'arrivée d'internet, la courbe d'adoption du bitcoin semble plus rapide.



Aujourd’hui, le bitcoin compte pour 57% de la capitalisation boursière des cryptomonnaies et 13% pour l’éthereum. La capitalisation boursière totale est de \$3’730 milliards.

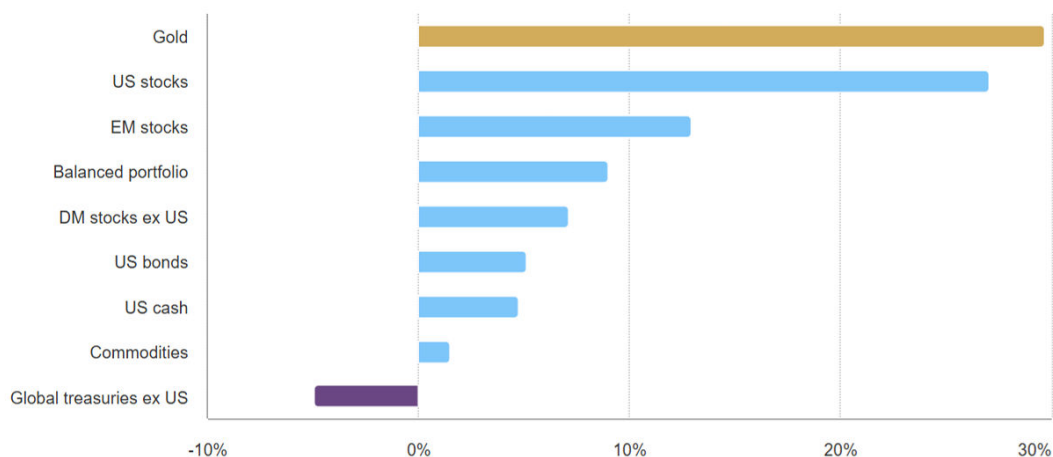
Top Constituents



L’or résiste bien malgré la force du dollar et la concurrence du bitcoin. L’or affiche une des meilleures performances parmi les principales classes d’actifs en 2024 (au 30.11.2024).

Chart 1: Gold has outperformed most major asset classes this year

Major asset class performance y-t-d*



Pour 2025, le consensus (source World Gold) table sur un prix de l’or stable à haussier. Nous restons convaincus que les \$3’000 seront touchés au 1S25. Les yeux seront tournés vers Trump avec ses mesures pro-croissance. La Fed et le dollar seront importants pour l’évolution de l’or.

Figure 2: Market consensus suggests rangebound performance for gold in 2025

Consensus expectations and select gold drivers*

Expected Fed funds rate	Current 4.5% - 4.75% 100bp lower by year end
Economic scenario	Below trend recovery
Opportunity cost	10yr: stable, marginally down
	Dollar: flat to slightly down (normalisation)
Economic expansion	Below-trend growth
Risk and uncertainty	Inflation falls but slightly above target
	Risk-on positioning
	Geopolitical risks elevated
Momentum	Commodities down marginally
	Gold net positioning normalises
Implied gold performance	Rangebound with slight upside
Colour key (effect on gold):	Positive (Blue) Neutral (Light Blue) Negative (Purple)

Source: Bloomberg, Oxford Economics, World Gold Council

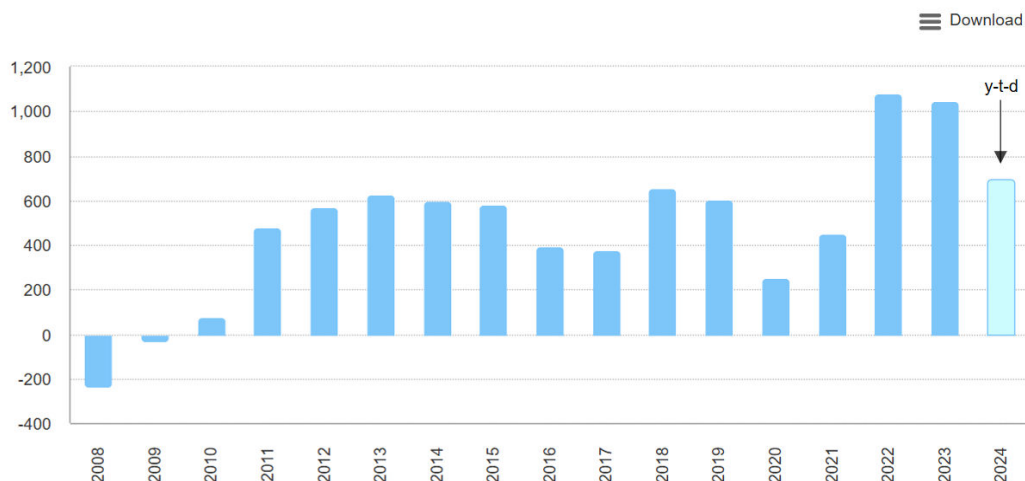
*Based on market consensus and other indicators as of 30 Nov 2024. Impact on gold performance based on average annual prices as implied by the Gold Valuation Framework. See Figure 3 for details.

Hors banques centrales, la Chine et l’Inde comptent chacune pour 20% de la demande mondiale d’or, et 60% pour l’Asie. Les ménages indiens ont augmenté leurs achats d’or en 2024 avec la baisse significative des taxes d’importation, ainsi que les ménages chinois à cause de la débâcle immobilière et la prudence sur l’économie.

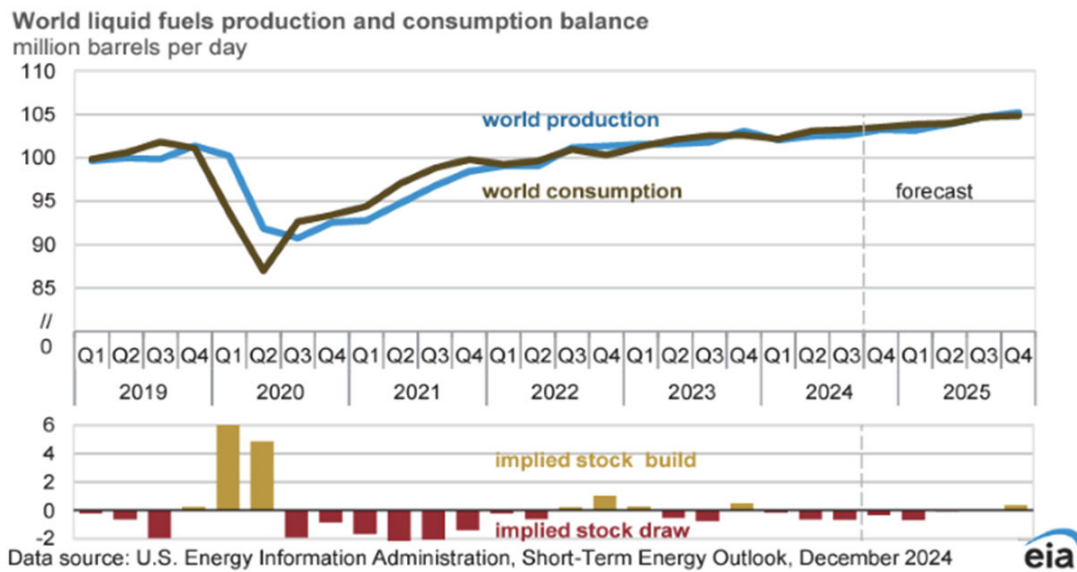
Les banques centrales émergentes continuent d’acheter de l’or, mais à un rythme moins soutenu qu’en 2022 et 2023. Un sondage de World Gold montre que 66% des banques centrales continueront d’acheter de l’or les 5 prochaines années.

Chart 3: Central banks have been net buyers since Q2 2009

Annual central bank and official sector demand*

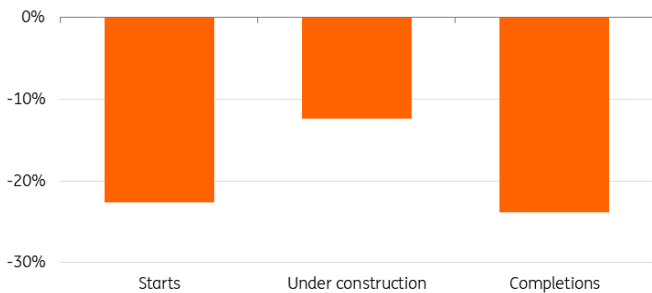


Les prix du pétrole sont sous pression en raison d'une croissance économique globale molle et d'une surproduction des pays non-OPEP comme les US, le Canada, le Brésil et Guyana où Exxon Mobil et Chevron investissent beaucoup. L'objectif du gouvernement Trump sera de produire 3 millions de bj supplémentaires à 16 millions de bj et faire baisser drastiquement les prix de l'énergie pour les Américains. L'Arabie saoudite est bloquée entre le maintien d'une production basse pour garder les prix du Brent au-dessus des \$70 et une augmentation de sa production pour ne pas perdre des parts de marché. Seule une crise géopolitique majeure au Proche-Orient pourrait faire grimper les prix du brut, mais le scénario central reste un prix du Brent entre \$60 et \$70 en 2025.

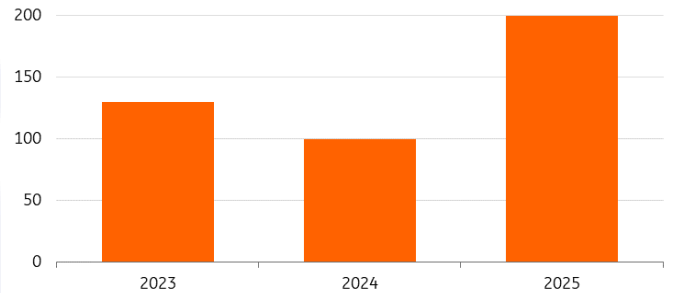


Les risques de baisse du prix du cuivre augmentent avec la hausse potentielle des taxes américaines de douane et la hausse du dollar, ainsi que les efforts chinois insuffisants, pour le moment, pour relancer l'économie. La demande chinoise, la Chine étant le plus grand consommateur de métaux industriels, est de loin en-dessous des niveaux de 2018-2019. Le recul immobilier avait débuté avant la pandémie.

Le secteur immobilier chinois toujours en difficulté



Le surplus d'offre global va se maintenir en 2025. La production chilienne a augmenté de 20% depuis mars



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.