



SELVI
& CIE

LA LETTRE MENSUELLE

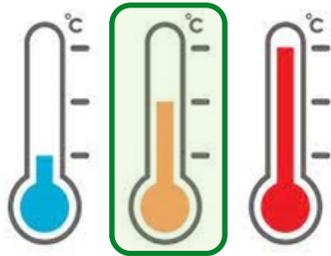
Point de situation tactique

FÉVRIER 2025

Compte à rebours effréné vers l'extase

Environnement mondial

Inflation dans les 6 prochains mois



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

Tendance : grande dispersion

Croissance économique dans les 6 prochains mois



Position : en dessous du potentiel de LT

Tendance : reprise après un creux cyclique (ex-Chine)

Régime macroéconomique à long terme. Cycles économiques irréguliers et volatiles

La faiblesse des principaux facteurs structurels (démographie, endettement et 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. Reflation

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

Les conditions de liquidité sont encore favorables. Mais une décélération est imminente

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

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 politique économique de l'administration américaine. Un nouveau gouvernement allemand pourrait également signifier une reflation plus active dans l'UE.

Moral des investisseurs et flux de capitaux très volatils

La complaisance des investisseurs a entraîné des flux importants vers les actifs à risque. Un certain désendettement et une réduction des flux entrants sont probables à court terme.

Fin du long prologue

Les victoires incontestables de Trump et des Républicains au Congrès ont permis d'éviter une crise institutionnelle intérieure. La loyauté tardive de grands capitaines d'industrie, comme Bezos et Zuckerberg, et l'évaporation soudaine des poursuites contre Trump ont contribué à la sérénité du couronnement du 47e président des États-Unis.

"Allégeance au souverain"

Janvier 2025 a été - rétrospectivement trop - calme, sur le mode "re-risking with Donald"

Les contours de la future politique économique américaine commencent à se préciser. Pendant un certain temps, on a pensé que la rhétorique tarifaire incessante de Trump n'était qu'une astuce pour prendre le dessus sur ses alliés et ses ennemis à la table des négociations. Aujourd'hui, tout le monde s'efforce d'évaluer les conséquences plus larges de sa guerre commerciale - le Canada le Mexique et la Chine ont annoncé des contre-mesures - et son impact potentiel sur le recul de l'inflation. Les plaintes renouvelées de Trump concernant les "énormes" excédents commerciaux de l'Union européenne et du Japon (et la forte sous-évaluation du yen) laissent penser qu'ils seront bientôt dans la ligne de mire.

La brutalité semble avoir remplacé le gradualisme (S. Bessent)

Le spectre de la tristement célèbre loi Smooth-Ackley des années 1930 est de retour

Un environnement d'investissement moins porteur

La perspective d'une guerre commerciale est négative pour la croissance et plutôt favorable à l'inflation. Cela dépendra en fin de compte de l'ampleur et de la durée des droits de douane et de l'intensité des représailles. Elle pourrait être le catalyseur d'une volatilité des devises beaucoup plus forte et déstabilisante. Les banques centrales devraient adopter une approche attentiste, même si le processus de reflation en cours ne devrait pas être interrompu. Les cycles de liquidité ont tendance à précéder ceux des taux directeurs. Le Japon devrait être le premier à réduire sa production de liquidités, suivi par les États-Unis à partir du S2. Le rebond attendu de la croissance nominale mondiale absorbera également une partie de l'excédent de liquidités investissables.

Les tendances en matière de liquidité deviennent moins favorables aux actifs à risque

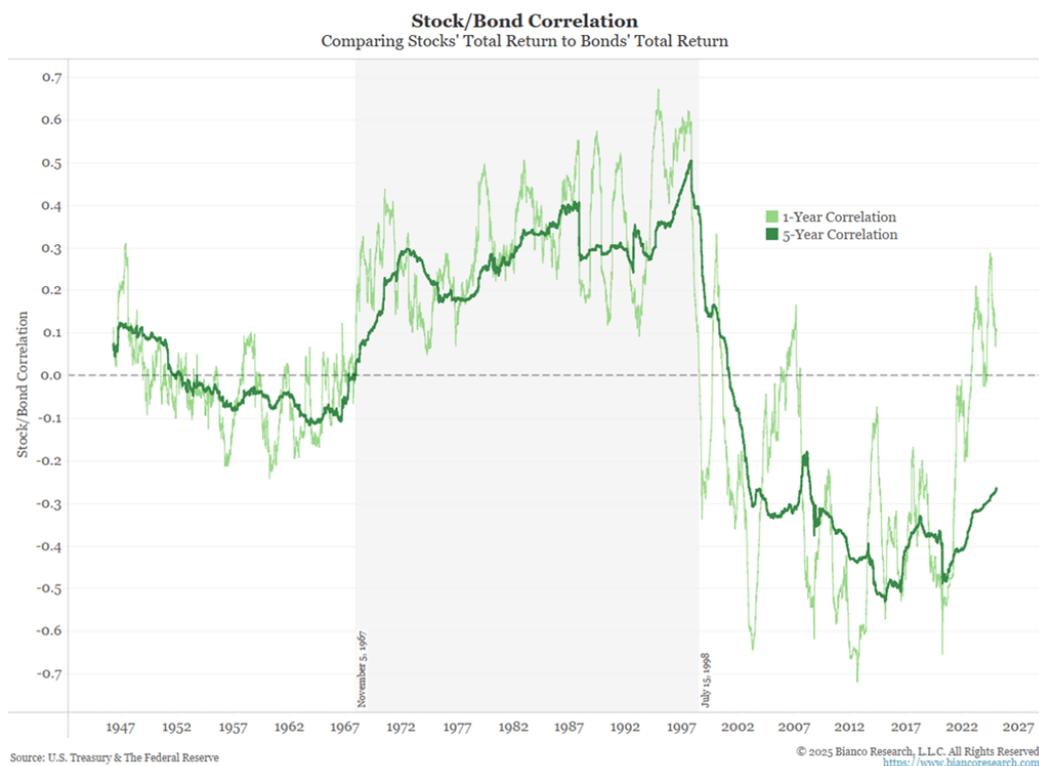
L'élan de la liquidité mondiale s'essouffle



Le point d'inflexion de l'inflation se rapproche dangereusement

Après l'explosion des prix post-Covid, la désinflation s'est finalement imposée. Malgré une certaine rigidité, les indices de prix sont retombés en dessous de 3 %, un niveau clé pour les corrélations entre actifs. Les coefficients de corrélation à moyen terme (5 ans), malgré leur reprise, sont restés ancrés en territoire négatif. Bien que les marchés soient préoccupés par les récentes fluctuations des prix, ils restent convaincus que nous ne sommes pas à la veille d'un nouveau régime inflationniste (grave). Cette perspective, favorable aux actifs financiers, pourrait être bouleversée si les dérives budgétaires continuent de se multiplier et en fonction du scénario de la guerre commerciale...

Une tendance indécise à la corrélation des actifs croisés se dessine ?



Un retour à une corrélation positive entre les actions et les obligations est peu probable à court terme. Mais les risques augmentent à nouveau.

Recommandation d'allocation d'actifs

Les marchés - en particulier les investisseurs individuels - étaient devenus complaisants dans le sillage du "Red Swipe" américain. La nature radicale des politiques de l'administration Trump pourrait déclencher de la volatilité / des prises de bénéfices / le dénouement des carry trades à court terme. Si un certain repositionnement en termes d'allocation sectorielle/pays est justifié, il est prématuré d'opter pour une approche plus prudente en matière d'allocation d'actifs.

Devises

Après une longue période de zigzag, le dollar s'est stabilisé. Les conséquences des plans tarifaires américains resteront un facteur de volatilité sur le marché des changes.

La vigueur du dollar va-t-elle perdurer ?

L'annonce de droits de douane sur les importations américaines en provenance du Mexique, du Canada et de la Chine confirme le rôle central que jouera la politique économique et sociale de Trump. Les tarifs douaniers créent d'importants risques de perturbation des chaînes d'approvisionnement et augmentent l'incertitude économique. Qu'advient-il de l'USD ?

Tout d'abord, l'USD a été la devise développée la plus forte au T4 24 et en 2024, soutenu par un nouveau recul des attentes de baisse des taux de la Fed et par l'optimisme qui a suivi l'élection américaine. La performance réalisée en 2024 en fait le candidat idéal à un retracement.

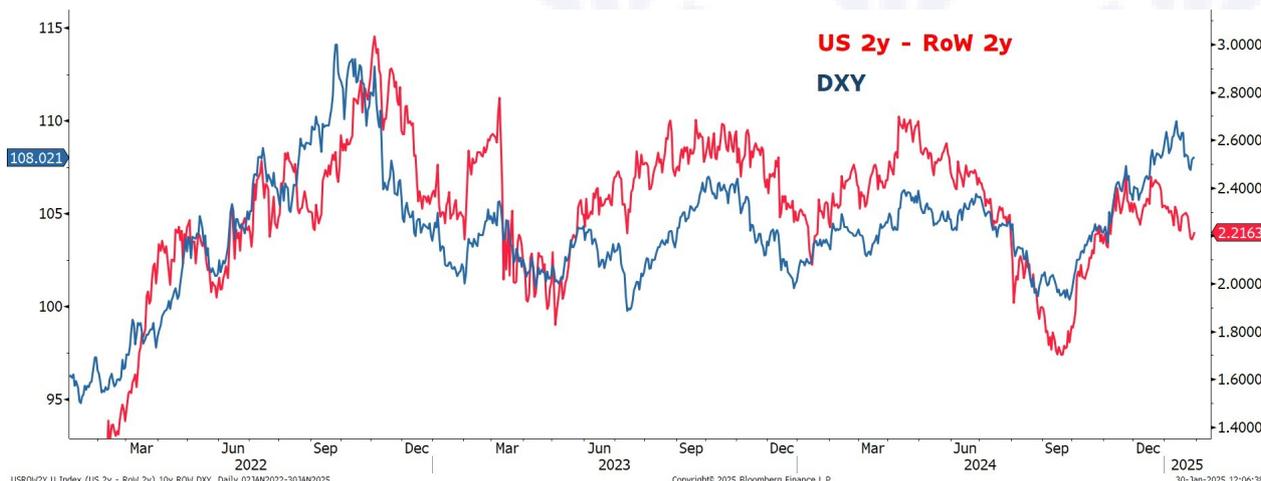
De plus, l'USD a atteint un niveau excessif en termes de différentiel de taux courts et longs. Le marché n'anticipe qu'une baisse des taux de 50 points de base cette année (nous en anticipons 4). La marge de manœuvre pour une nouvelle réduction des anticipations de baisse de la Fed est réduite.

La perspective d'une politique budgétaire expansionniste et des tarifs douaniers représentent par ailleurs des facteurs négatifs pour l'USD. Le déficit budgétaire américain est plus important qu'en 2017 et l'augmentation de la dette américaine devrait constituer un frein. En outre, si les droits de douane entraînent des représailles, ils devraient avoir un impact négatif sur l'activité aux États-Unis et ouvrir plus largement la porte à des baisses de taux de la Fed. Pour l'instant, le thème des droits de douane a été positif pour l'USD en raison de représailles limitées.

Enfin, le positionnement en faveur de l'USD flirte toujours avec son plus haut niveau des 5 dernières années. Tout ajustement du positionnement à la baisse aura un impact majeur.

Nous prévoyons toujours un affaiblissement de l'USD en 2025

Les écarts de taux indiquent une baisse de l'USD



L'EUR/USD montre des signes de stabilisation après une période de volatilité

L'EUR a atteint un plus bas à la mi-janvier avant de rebondir au-dessus des 1,05. Cette année, l'EUR a sous-performé les devises risquées/matières premières, mais une nouvelle faiblesse nécessiterait des nouvelles négatives pour justifier de nouvelles ventes. Tout d'abord, la croissance européenne devrait accélérer, même si elle restera faible en 2025. Ceci devrait être interprété comme une économie ayant déjà atteint un point bas.

De nouvelles baisses de taux de la BCE sont attendues au T1 25. Paradoxalement, l'EUR/USD a rebondi alors même que Trump exprimait sa réticence à imposer des droits de douane à la Chine, tout en se montrant très critique à l'égard de l'UE.

Compte tenu de la survente de l'euro sur la base des écarts de taux, de nouvelles baisses de taux pourraient ne pas être automatiquement négatives pour l'EUR

Le positionnement est une fois de plus extrême

Le positionnement est une fois de plus extrême



Le CNY : une surperformance surprenante

L'USD/CNY a atteint son niveau le plus élevé de l'année en fin d'année, alors que l'USD était la monnaie la plus forte depuis 20 ans. Il a passé la première partie de janvier à frôler les 7,35, avant de se replier avec l'affaiblissement de l'USD. Néanmoins, le yuan reste sous pression en raison des inquiétudes persistantes concernant les perspectives économiques et la faiblesse de l'inflation, qui laissent présager un éventuel assouplissement monétaire supplémentaire de la PBoC.

Nous ne pensons pas que les autorités autoriseront une forte dépréciation, mais il est nécessaire que le yuan joue le rôle d'amortisseur. Le fixing du mercredi 5 février, au retour des vacances du Nouvel An lunaire, sera suivi de près pour voir si la PBoC laisse le yuan s'ajuster aux tarifs douaniers.

Les responsables chinois devraient privilégier la stabilité du renminbi face à l'USD

Obligations

Les 3 principales banques centrales suivent des directions différentes : Hausse de la BoJ, pause de la Fed et baisse de la BCE. La BoJ a relevé ses taux. Ses nouvelles perspectives montrent que de nouvelles hausses de taux interviendront plus tôt que prévu. Ueda est resté vague quant au calendrier de la prochaine hausse et au taux terminal. La révision à la hausse de l'inflation est un signal restrictif. Le taux directeur réel reste négatif, ce qui montre que la politique reste accommodante. La hausse de l'inflation cœur (2,5 %), la plus élevée depuis près d'un an, maintient la BoJ sous pression. Son optimisme concernant les négociations salariales de printemps est le signe d'une probable hausse en mai.

Les attentes du marché étant faibles, il y a de la place pour un repricing hawkish

La Fed a maintenu ses taux inchangés. L'inflation progresse vers l'objectif et les conditions du marché du travail se détendent globalement. L'indice de référence des prix à la consommation reste élevé (2,8 %), mais les moyennes à 3 et 6 mois ont tendance à baisser. Cette situation d'incertitude est due aux changements importants apportés aux politiques tarifaires, aux restrictions imposées à l'immigration, aux politiques budgétaires (déficits) et réglementaires. La Fed a besoin de voir quelle sera la politique avant d'en estimer l'impact. C'est pour cette raison que la Fed a fait une pause. Elle continue de privilégier des baisses de taux, mais le calendrier n'est pas clair. La Fed s'est abstenue de toute spéculation. Les conditions financières se sont assouplies, mais la politique monétaire reste restrictive en raison de taux plus élevés (prime de terme plus élevée).

L'indice du coût de l'emploi montre que le marché de l'emploi n'est plus une menace majeure pour la Fed. Il a progressé de 0,9 % au T4, soutenu par d'importantes augmentations de salaires dans les syndicats privés et le secteur public. L'ICE a ralenti à 3,8 %, proche de la limite compatible avec l'objectif d'inflation de 2 % de la Fed, en tenant compte de la meilleure productivité. Le ralentissement de l'offre de main-d'œuvre et les signes de ralentissement de l'inflation cœur feront pencher la balance en faveur d'une baisse des taux en mars. Toutefois, comme l'a souligné Powell, l'impact inflationniste des droits de douane n'est pas très clair. L'imposition de tarifs douaniers est un risque pour la désinflation.

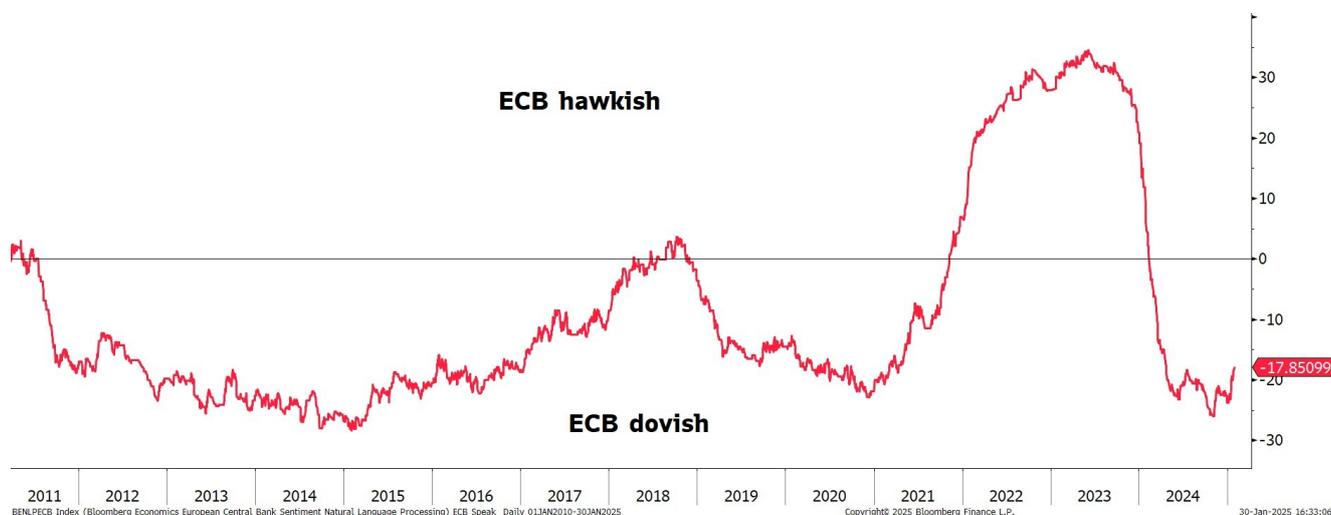
Nous maintenons nos baisses trimestrielles jusqu'à atteindre 3,00-3,25 %.

Nous restons neutres sur la durée des taux US, dans l'attente de plus de clarté.



La BCE a unanimement voté pour une 5e baisse, ramenant le taux de dépôt à 2,75 %. La politique monétaire reste restrictive. Plus important encore, la confiance de la BCE en un retour de l'inflation à l'objectif est élevée, en raison de la normalisation de l'inflation cœur et de la croissance des salaires. En dépit d'une inflation globale stable, la faible croissance européenne et la conviction de la BCE en ses attentes ont fortement soutenu cette baisse des taux. La prochaine étape consistera à ramener les taux à un niveau neutre (~2 %).

Lagarde a déclaré que la trajectoire restait claire



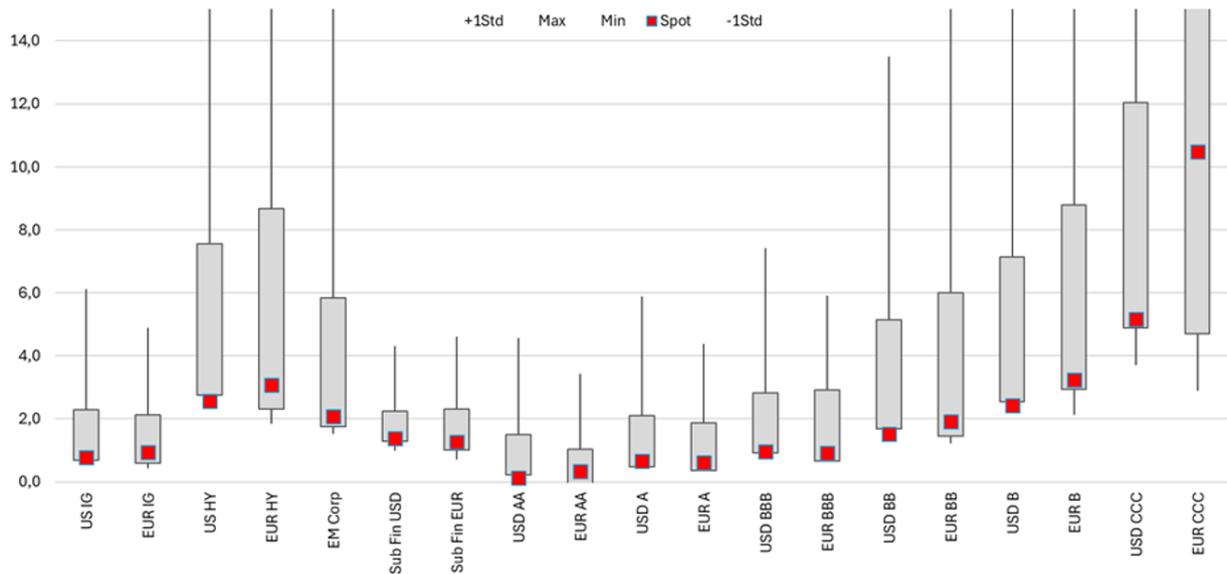
*Une nouvelle baisse de 25pbs semble très probable en mars. Nous anticipons toujours 4 baisses cette année
Nous voyons le 10 ans allemand revenir à 2,25% au printemps*

Crédit : des fondamentaux solides, des valorisations élevées

Dans une économie solide, les entreprises ont enregistré d'importants bénéfices. Selon le BEA, le bénéfice avant impôts de l'ensemble des entreprises a atteint 3,8 trillions de dollars, soit une hausse de 51 % depuis 2019. Leurs bilans sont solides et leurs liquidités abondantes. La hausse des taux depuis 2022 n'a pas eu d'impact négatif sur la rentabilité. De nombreuses entreprises ont amélioré leur bilan depuis 2020/2021. Le coupon moyen des obligations privées a légèrement augmenté depuis les faibles niveaux de 2022, mais reste proche de la moyenne à long terme, à 6,4 % pour le US HY, comme il y a 5 ans, et légèrement supérieur à 2019 pour le US IG.

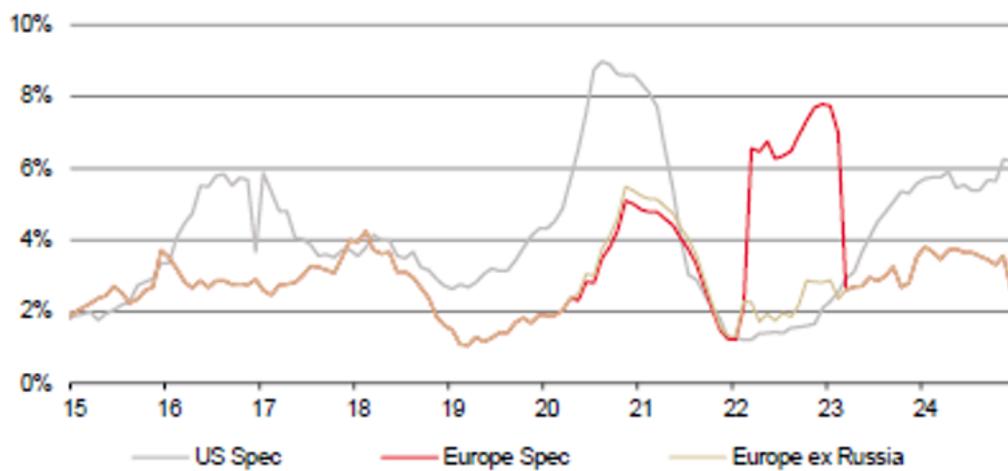
Il est logique de prendre des risques si l'on est bien rémunéré. Le potentiel actuel de resserrement des spreads est limité. Le spread moyen de l'US IG est de 79 pbs, après avoir atteint son niveau le plus haut depuis 1998 en novembre, à 74 pbs. Le spread HY a également atteint son niveau le plus bas depuis mai 2007 en novembre, à 253 pbs. Il se situe à 266 pbs.

Les spreads ont rarement été aussi faibles ces 20 dernières années



En ce qui concerne le HY, le taux de défaillance de Moody's en Europe a fortement chuté à 2,6% après avoir oscillé entre 3,3% et 3,8% en 2024. En revanche, le taux de défaut du US HY est resté inchangé à 6,2%, un pic cyclique.

Les taux de défaut suivent des trajectoires différentes



En outre, le spread du US HY est plus serré que celui du HY européen, malgré les taux de défaut constamment plus faibles en Europe depuis le début de 2023 et la divergence des taux de défaut. Le taux de défaut est un indicateur retardé, alors que les spreads réagissent beaucoup plus rapidement. Les taux de défaut en Europe devraient rester entre de 2 à 3%, tandis que celui des États-Unis devrait baisser.

Le crédit demeure soutenu par des fondamentaux solides, la plupart s'étant améliorés au cours de l'année écoulée. Nous privilégions les obligations IG aux obligations HY

Nous sommes neutres sur les obligations HY, une économie solide les soutiendra à court terme. Nous attendons un élargissement des spreads pour adopter une position surpondérée

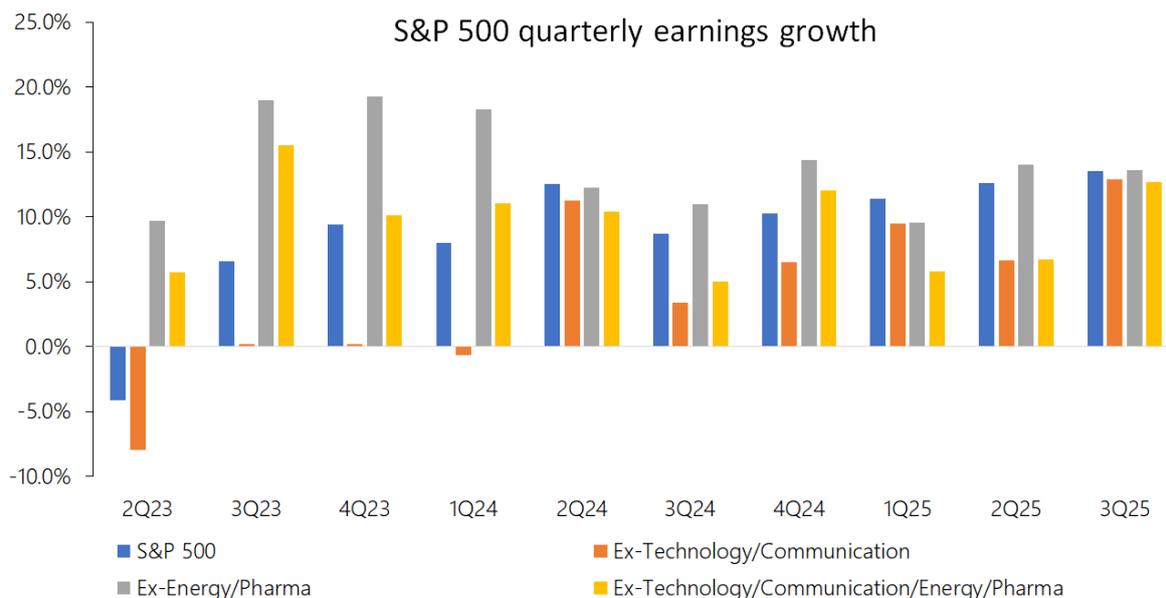
Actions

DeepSeek, un «game changer» pour les évaluations du secteur de la technologie ? Le retour des secteurs défensifs et de l'Europe ?

Lundi 27 janvier, le tsunami DeepSeek a balayé le modèle d'affaires US autour de l'IA - sa domination, ses dépenses dans les data centers, ses besoins en énergie - et a surtout remis en question les évaluations boursières. Cela montre également que les restrictions sur les exportations de produits de haute technologie vers la Chine n'ont pas d'effet. On pouvait s'y attendre. Sur une seule journée, la capitalisation boursière de Nvidia s'est réduite de \$600 milliards, un record historique pour la bourse américaine. DeepSeek est une startup chinoise qui a développé un modèle d'intelligence artificielle générative R1 peu onéreux (pas besoin de puces électroniques de haute technologie et consommant peu d'énergie), sobre (pas besoin d'une importante infrastructure de data centers) et ouvert (open source). Ce que certains analystes annonçaient en 2024 se concrétise : la commodification, soit l'acte de rendre un produit ou un service standardisé et moins cher, souvent le rendant indifférencié.

Avec la commodification, le phénomène boursier IA risque de se dégonfler. Fin 2024, les 10 premières valeurs du S&P 500 avaient atteint un poids historique de 37% dans l'indice et 32% pour les 7 Magnifiques. Sur cet argument, les Big Techs pourraient arrêter leur surperformance. Un autre argument est que les Big Tech ne vont plus avoir une contribution positive aussi forte sur le résultat global, permettant aux investisseurs de s'intéresser à d'autres secteurs.

Moins de dispersion dans les profits sectoriels



Les résultats du 4T24 sont bons. Les profits du S&P 500 sont attendus en hausse de 13.2%, alors que les estimations tablaient sur +11.8% fin décembre. Le luxe européen a surpris en bien, démontrant encore une fois la résilience de la consommation des ménages dans les pays occidentaux. Pour 2025, les analystes estiment une progression de 13% des profits du S&P 500.

Toutefois, nous restons prudents. Nous avons calculé une hausse de 10% des bourses en 2025, et pas +25% comme en 2023 et 2024. La guerre commerciale de Trump commence. Une hausse globale des droits de douane pourrait se traduire par un ralentissement du commerce mondial avec le risque d'un retour de l'inflation. La situation actuelle ressemble à celle de 1929 : forte hausse des bourses, prix immobiliers élevés, endettement élevé et retour du protectionnisme/isolationnisme. En 1930, la loi Smoot-Hawley votée par le Congrès US fixait un droit moyen de 40% sur tous les produits importés, et 25 autres pays ont riposté en augmentant leurs propres droits de douane, entraînant une chute drastique du commerce mondiale. Comparaison n'est pas raison, mais les risques sont là. Sans compter le ton très agressif de Donald Trump sur le Panama et le Danemark.

Est-ce le moment de revenir sur les secteurs défensifs ? Probablement. Pour le moment, nous rééquilibrions l'allocation sectorielle en faveur des secteurs défensifs. En bourse, les secteurs gagnants ne gagnent jamais indéfiniment. Depuis 2010, en incluant 2025, le Nasdaq n'a surperformé que 50% du temps. Après une forte sous-performance en 2022, le Nasdaq a fortement surperformé en 2023 et 2024. Le mois de janvier 2025 affiche un gain nul pour le Nasdaq, alors que le secteur santé surperforme.

Les gagnants ne sont jamais des gagnants pour toujours. La rotation sectorielle est la norme

S&P 500 Sectors - Annual Total Returns

	1990										2000										2010										2020									
	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24					
Info Technology	3%	9%	3%	22%	20%	39%	44%	29%	78%	79%	-41%	-26%	-37%	47%	3%	1%	8%	16%	-43%	62%	10%	2%	15%	28%	20%	6%	14%	39%	0%	50%	44%	35%	-28%	58%	37%	Info Technology				
Comm. Svcs	-14%	13%	16%	15%	-5%	42%	1%	41%	52%	19%	-39%	-12%	-34%	7%	20%	-6%	37%	12%	-30%	9%	19%	6%	18%	11%	3%	3%	23%	-1%	-13%	33%	24%	22%	-40%	56%	40%	Comm. Svcs				
Consumer Disc.	-12%	41%	20%	15%	-8%	20%	12%	34%	41%	25%	-20%	3%	-24%	37%	13%	-6%	19%	-13%	-33%	41%	28%	6%	24%	43%	10%	10%	6%	23%	1%	28%	33%	24%	-37%	42%	30%	Consumer Disc.				
Financials	-21%	49%	23%	11%	-3%	54%	35%	48%	11%	4%	26%	-9%	-15%	31%	11%	6%	19%	-19%	-55%	17%	12%	-17%	29%	36%	15%	-2%	23%	22%	-13%	32%	-2%	35%	-11%	12%	31%	Financials				
Industrials	-8%	30%	10%	19%	-2%	39%	25%	27%	11%	21%	6%	-6%	-26%	32%	18%	2%	13%	12%	-40%	21%	27%	-1%	15%	41%	10%	-3%	19%	21%	-13%	29%	11%	21%	-5%	18%	17%	Industrials				
Energy	3%	7%	2%	16%	4%	31%	26%	25%	1%	19%	16%	-10%	-11%	26%	32%	31%	24%	34%	-35%	14%	20%	5%	5%	25%	-8%	-21%	27%	-1%	-18%	12%	-34%	55%	66%	-1%	6%	Energy				
Materials	-11%	25%	10%	13%	6%	20%	16%	8%	-6%	25%	-16%	3%	-5%	38%	13%	4%	19%	23%	-46%	49%	22%	-10%	15%	26%	7%	-8%	17%	24%	-15%	25%	21%	27%	-12%	13%	0%	Materials				
Real Estate																																				Real Estate				
Utilities	-1%	24%	7%	14%	-12%	33%	6%	25%	15%	-9%	57%	-30%	-30%	26%	24%	17%	21%	19%	-29%	12%	5%	20%	1%	13%	29%	-5%	16%	12%	4%	26%	0%	18%	2%	-7%	23%	Utilities				
Healthcare	17%	54%	-16%	-8%	14%	58%	21%	44%	44%	-11%	37%	-12%	-19%	15%	2%	6%	8%	7%	-23%	20%	3%	13%	18%	41%	25%	7%	-3%	22%	6%	21%	13%	26%	-2%	2%	3%	Healthcare				
Consumer Staples	15%	42%	5%	-4%	10%	40%	26%	33%	16%	-15%	17%	-6%	-4%	12%	8%	4%	14%	14%	-15%	15%	14%	14%	11%	26%	16%	7%	5%	13%	-8%	28%	11%	19%	-1%	1%	15%	Consumer Staples				

Indexes -- Core/Factors/Size/Styles/Global

	1990										2000										2010										2020									
	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24					
S&P 500	-3%	30%	8%	10%	1%	38%	23%	33%	29%	21%	-9%	-12%	-22%	29%	11%	5%	16%	5%	-37%	26%	15%	2%	16%	32%	14%	1%	12%	22%	-4%	31%	18%	29%	-18%	26%	25%	S&P 500				
S&P 500 Equal Wt	-12%	36%	16%	15%	1%	32%	19%	29%	12%	12%	10%	0%	-18%	41%	17%	8%	16%	2%	-40%	46%	22%	0%	18%	36%	14%	-2%	15%	19%	-8%	29%	13%	30%	-11%	14%	13%	S&P 500 Equal Wt				
S&P 100 (Large)	2%	28%	6%	11%	3%	40%	26%	30%	33%	33%	-13%	-14%	-23%	26%	6%	1%	18%	6%	-35%	22%	13%	3%	16%	30%	13%	3%	11%	22%	-4%	32%	22%	29%	-21%	33%	31%	S&P 100 (Large)				
S&P 400 (Mid)	-8%	42%	16%	14%	-3%	32%	17%	20%	1%	8%	15%	1%	-14%	36%	17%	12%	10%	7%	-36%	37%	27%	-1%	18%	33%	10%	-2%	21%	17%	-11%	26%	14%	25%	-13%	16%	14%	S&P 400 (Mid)				
S&P 600 (Small)	-18%	38%	18%	19%	-2%	30%	21%	26%	-1%	12%	12%	7%	-15%	39%	23%	8%	15%	0%	-31%	26%	26%	1%	16%	41%	6%	-2%	27%	13%	-8%	23%	11%	27%	-16%	16%	9%	S&P 600 (Small)				
S&P 500 Value	-7%	23%	11%	19%	-1%	37%	22%	30%	15%	13%	6%	-12%	-21%	32%	16%	6%	21%	2%	-39%	21%	15%	0%	18%	32%	12%	-3%	17%	15%	-9%	32%	1%	25%	-5%	22%	12%	S&P 500 Value				
S&P 500 Growth	0%	38%	5%	2%	3%	38%	24%	37%	42%	28%	-22%	-13%	-24%	26%	6%	4%	11%	9%	-35%	32%	15%	5%	15%	33%	15%	6%	7%	27%	0%	31%	33%	32%	-29%	30%	36%	S&P 500 Growth				
S&P 500 Quality																																					S&P 500 Quality			
S&P 500 Momentum	-5%	36%	11%	11%	0%	36%	32%	38%	57%	48%	-21%	-27%	-16%	23%	11%	17%	10%	10%	-35%	17%	19%	2%	17%	31%	11%	6%	6%	28%	0%	26%	28%	23%	-11%	18%	46%	S&P 500 Momentum				
S&P 500 High Beta																																					S&P 500 High Beta			
S&P 500 High Div.	15%	19%	-1%	30%	14%	33%	10%	-1%	20%	9%	-6%	32%	17%	6%	24%	-4%	-43%	35%	21%	12%	10%	28%	22%	-2%	25%	13%	-5%	21%	-12%	33%	-1%	4%	15%	S&P 500 High Div.						
S&P 500 Low Vol.	22%	9%	11%	-3%	38%	18%	30%	8%	-8%	25%	4%	-7%	23%	18%	2%	20%	1%	-21%	19%	13%	15%	10%	24%	17%	4%	10%	17%	0%	28%	-1%	24%	-5%	1%	14%	S&P 500 Low Vol.					

Performances relatives. Après 2 années difficiles, le déclin 2025 pour les secteurs défensifs et l'Europe ?



Nous ne sommes pas en récession, ni à l'aube d'un crash boursier, mais les secteurs défensifs (pharma, consommation de base) surperforment toujours dans un marché baissier et en récession, comme en 2000-2002 (bulle IT), 2008 (GFC) et 2020 (crash Covid). Concernant les évaluations boursières, elles sont élevées, mais nous ne sommes pas dans une bulle. Ajusté des taux, le PER actuel du secteur Croissance US est environ 30%-40% inférieur à celui qui prévalait en 2000 en raison du 10 ans US à 4.5% aujourd'hui contre près de 7% en 2000.

La « faible » Europe affiche en 2025 des performances pays 2x à 3x supérieures aux indices US malgré l'absence politique de l'Allemagne et de la France, le conflit en Ukraine et une croissance économique atone. De plus, Donald Trump pourrait être particulièrement dur avec l'Europe en matière commerciale et avec l'OTAN. Toutefois, l'Europe a quelques atouts : elle est capable de répondre à Trump, un scepticisme marqué des investisseurs (approche *contrarian*), le renforcement de la Commission européenne et les plans potentiels de relance Draghi et Letta.

Deux forces soutiennent les actions :

- 1) Les investisseurs individuels dont l'exposition aux actions n'a jamais été si haute. Ils accumulent à chaque recul des indices. Les professionnels sont très prudents, alors que les volumes de trading dans le retail ont dépassé le précédent record de début 2021 (momentum Covid). JP Morgan observe une corrélation forte entre les actions, les petites sociétés dans la technologie et le bitcoin. Ces actifs surfent sur la vague (Trump trade) d'un avenir brillant et imminent. Beaucoup de complaisance. Mais d'un autre côté, le Dumb Money Confidence (Sentimentrader.com), indice suivant les comportements transactionnels des acteurs retail, ne signale pas une faiblesse imminente du marché; de même que la dette sur marge suivie par le régulateur qui a augmenté, mais qui reste en-deçà de niveaux inquiétants en pourcentage de la valeur totale du marché.
- 2) La rotation sectorielle. Si les bull markets ont besoin d'une forte participation des investisseurs individuels, ils ont également besoin des rotations sectorielles.

Conclusion : 2025 est une année de tous les dangers avec les guerres commerciales, militaires et les menaces trumpistes géopolitiques (Canal de Panama, Groenland). Pour le moment, tout repose sur la confiance dans l'avenir des investisseurs individuels.

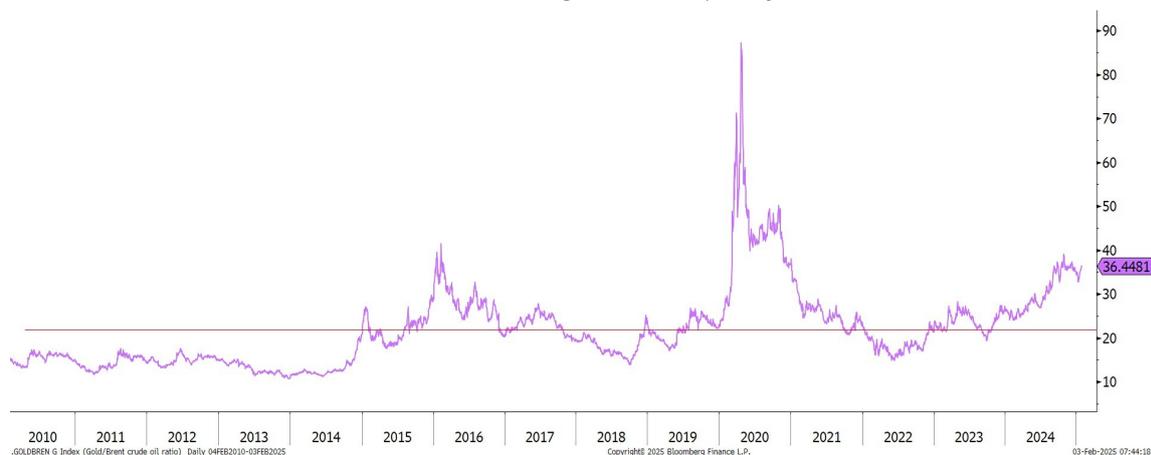
Investissements alternatifs

L'or reste le meilleur actif réel dans un monde perturbé

Le prix de l'or est monté avec l'annonce de Donald Trump d'une guerre commerciale, en commençant avec le Canada et le Mexique, et dans une moindre mesure avec la Chine. Le Canada a tout de suite annoncé des hausses similaires des tarifs douaniers pour les produits américains. Donald Trump a averti qu'il pourrait augmenter les tarifs douaniers sur les métaux industriels et précieux. Les traders ont accumulé de l'or avant une potentielle hausse des tarifs douaniers. Les inventaires d'or ont considérablement augmenté à Londres et à New York (Comex). Face à la menace de Trump, la prime sur l'or US est passée à \$28, la plus élevée depuis la pandémie, par rapport au prix londonien.

L'or est l'actif à acheter en périodes d'incertitudes économiques, financières et géopolitiques. Donald Trump est en train de casser l'ordre établi depuis la fin de la 2ème guerre mondiale. Dans cet environnement, le métal argent nous semble aussi intéressant.

Le Gold to Brent ratio signale un risque inflationniste



Bitcoin. A la suite de la victoire de Donald Trump, le bitcoin s'est apprécié de 60% de \$67'000 à \$109'000 jusqu'à mi-décembre. Ensuite, le bitcoin a consolidé. Contrairement à l'or, le bitcoin a suivi le S&P 500. Donald Trump a signé un décret sur la législation des actifs digitaux - le *Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology* - sur les cryptomonnaies, mais le marché a été déçu de devoir attendre 6 mois avant de voir la proposition d'une législation. Depuis mi-décembre, le bitcoin a baissé de 6%, l'ethereum de 25%, le solana de 10% et le doge de 32%. Le XRP, la monnaie virtuelle de Ripple, a progressé de 8%. Un jour avant son investiture, Donald Trump a donné un mauvais message avec sa nouvelle devise numérique Trump meme et Melania meme, un message de casino, de « faire de l'argent à tout prix », de spéculation.

La guerre commerciale de Donald Trump vient de commencer et le bitcoin a baissé, tout comme les bourses. Le bitcoin et les actions restent très corrélés malgré des perspectives différentes à long terme. Le bitcoin est la crypto de référence, comptant pour 60% de la capitalisation boursière du marché total des cryptomonnaies, et devrait mieux résister que les autres cryptomonnaies. A court terme, le BTC pourrait faiblir jusqu'à \$92'000, un solide support technique.

Cours du BTC

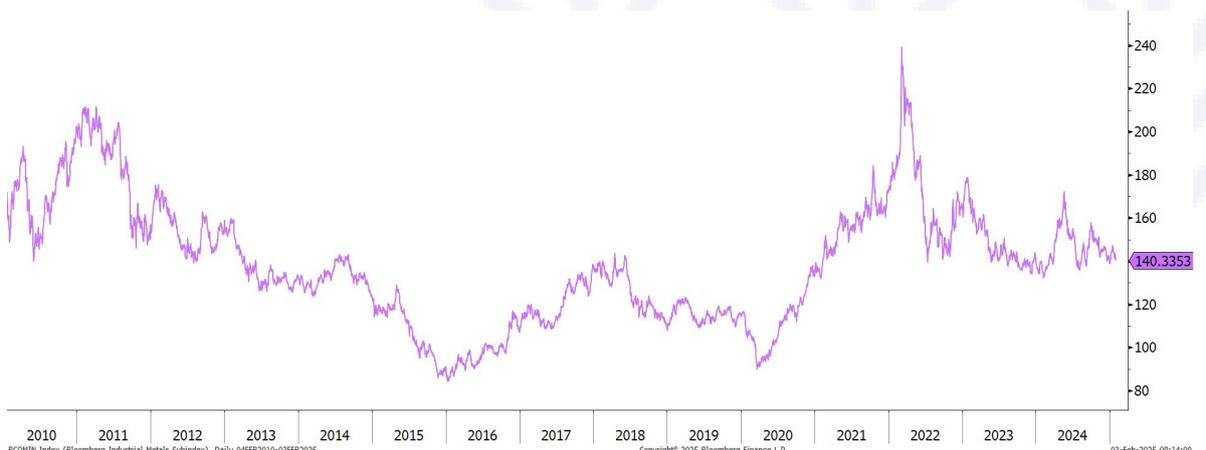


Pétrole. Les prix du brut sont montés avec l’instauration de nouveaux droits de douane américains de 10% sur les produits énergétiques canadiens et mexicains. Cela pourrait diminuer la consommation de pétrole aux Etats-Unis, donc provoquer des pressions baissières sur les prix. Donald Trump veut augmenter la production américaine de 3 millions de bj d’ici 4 ans. En cas d’aggravation de la guerre commerciale mondiale lancée par les Etats-Unis, la croissance économique globale pourrait ralentir. Dans ces conditions, nous estimons des prix du pétrole dépréciés. Une cassure technique des \$70 le baril pour le Brent nous amènerait vers les \$50-\$60.

Certains analystes craignent une hausse des prix du pétrole si les Etats-Unis devaient durcir les sanctions contre la Russie et l’Iran. Nous ne croyons pas que Donald Trump va toucher à la Russie; Vladimir Poutine et Donald Trump ont des liens étroits et amicaux avec leurs idées conservatrices.

Métaux industriels. Les prix sont globalement sur une pente descendante. Les plans américains de réindustrialisation, la transition énergétique et la hausse des dépenses militaires ne compensent pas la faiblesse de la demande chinoise. Dans un proche avenir, la tendance des métaux industriels ne devrait pas changer. A moins que la Chine arrive avec un grand plan de relance économique, mais nous n’y croyons pas trop compte tenu de l’ampleur de la crise immobilière. Les crises immobilières passées occidentales, au Japon ou ailleurs montrent les difficultés d’en sortir et le temps que cela prend. Et les investisseurs craignent un ralentissement économique avec les guerres commerciales de Trump.

Bloomberg Industrial Metals Index



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.