



SELVI
& CIE

LA LETTRE MENSUELLE

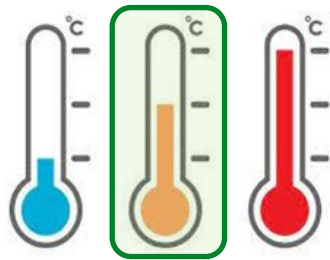
Point de situation tactique

MARS 2025

L'épreuve de vérité

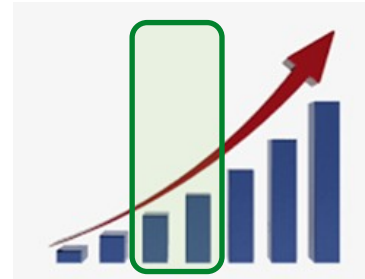
Conditions-cadres mondiales

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)

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'intelligence artificielle (IA). Questions relatives au financement du déficit et à la réduction de la dette.

Perspectives cycliques. Phase initiale de reflation mondiale mouvementée

Les États-Unis, la Chine et le Japon seront les moteurs de la reprise de 2025. L'Europe connaîtra une reprise plus progressive, et les marchés émergents auront des trajectoires mouvementées. La forme des nouvelles politiques économiques américaines établira le cadre d'un S2 plus incertain. La nouvelle coalition allemande pourrait avoir des implications positives pour l'UE.

Géopolitique. Les dés sont jetés

La nouvelle administration américaine opère des changements audacieux. La probabilité d'événements inattendus augmente. La probabilité d'une désescalade dans les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient est plus élevée, mais quelles en seront les implications ?

L'élan des liquidités mondiales va progressivement s'affaiblir

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

L'attente d'un CPI américain inférieur à 3% au cours des prochains trimestres reste valable, mais fragile. Une reflation plus active en Chine et dans l'UE ne la compromettrait pas. Le Japon reste un cas dangereux à part, à surveiller.

Sentiment des investisseurs et flux de capitaux très volatils

La complaisance des investisseurs privés s'est finalement évaporée. Leur désendettement et d'autres ventes forcées sont possibles à court terme.

Pas d'omelette sans casser des œufs

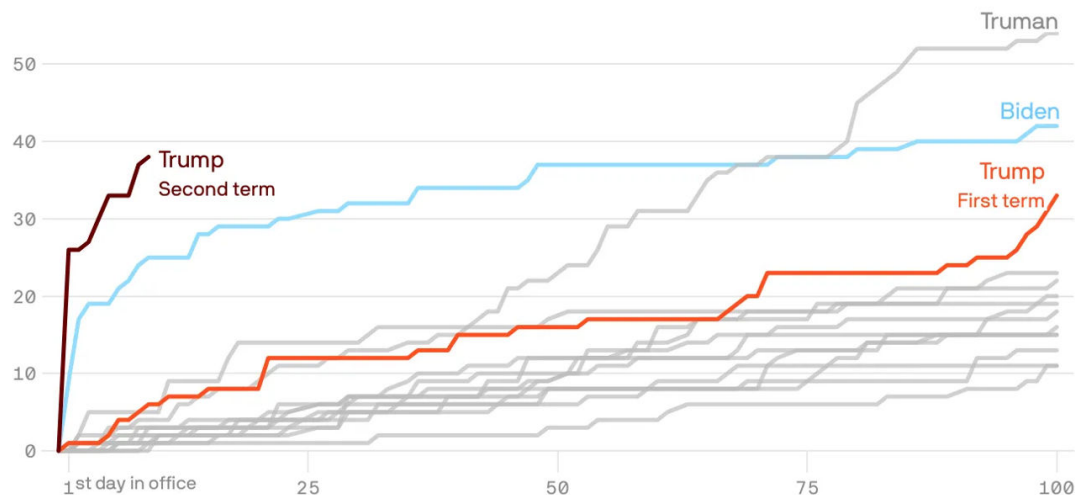
Une période de transition d'environ 100 jours est offerte au nouveau gouvernement qui s'installe. La lune de miel a été de courte durée. Les récentes fluctuations du marché et les enquêtes d'opinion suggèrent que l'optimisme qui a caractérisé T4 24 touche à sa fin. C'est la fin de la période "re-risking with Donald".

Thriving in Chaos, le guide de management à succès de T. Peters, théorise et promeut les vertus de l'adaptation et de la flexibilité, en particulier dans les périodes difficiles/incertaines. Il repose sur trois postulats : A) le changement incrémental entrave la véritable innovation, B) les entreprises excellentes considèrent l'amélioration continue comme la voie à suivre, et non l'excellence comme l'objectif à atteindre, C) un environnement en constante évolution ne conduit pas nécessairement au chaos ; cela signifie que les entreprises peuvent gérer le changement avec succès.

Trump impose brutalement sa loi / sa vision

Executive orders issued in the first 100 days in office

Presidents Harry S. Truman through Donald Trump; April 12, 1945, to Jan. 28, 2025

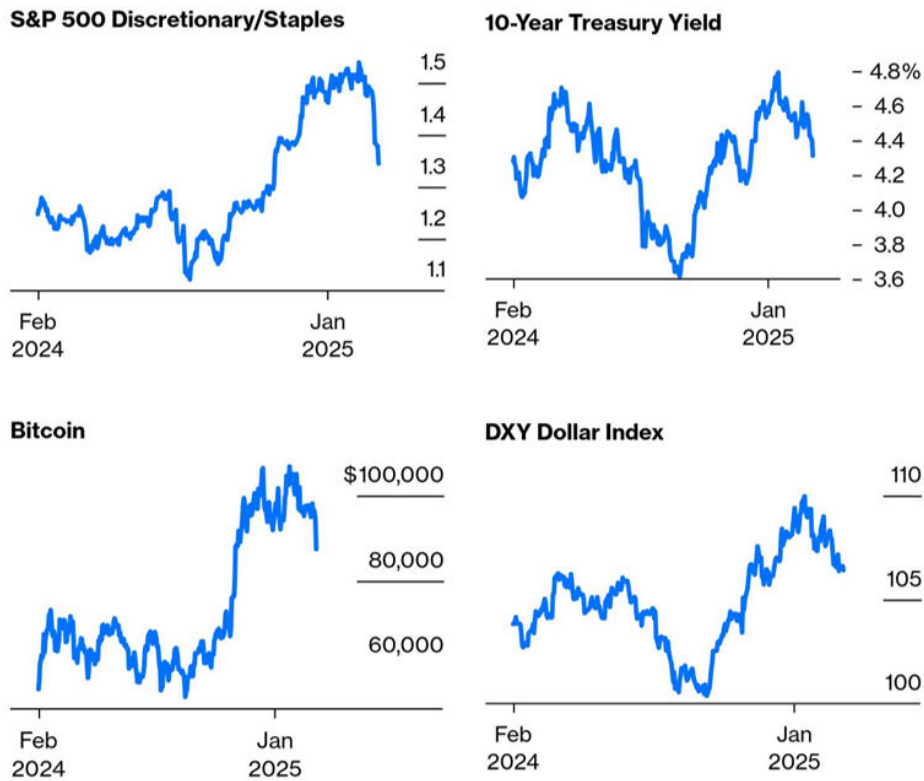


Sa politique n'étant pas encore finalisée, il serait prématuré de la rejeter d'emblée. Toutefois, cette approche ne fera qu'aggraver les relations internationales.

Économie américaine. De Boucles d'or aux craintes sur la croissance ?

Les fréquentes apparitions et déclarations du président et de M. Musk ont aggravé la confusion. Le lancement de deux crypto-monnaies par le président et la première dame a représenté le point culminant d'événements "exceptionnels". Ces actions se sont avérées écrasantes, éclipsant l'impression rassurante créée par le secrétaire au Trésor Bessent et son discours articulé et cohérent. Les acteurs du marché s'inquiètent désormais d'un ralentissement de la croissance américaine et de la persistance de l'inflation.

Renversement brutal des "Trump trades"



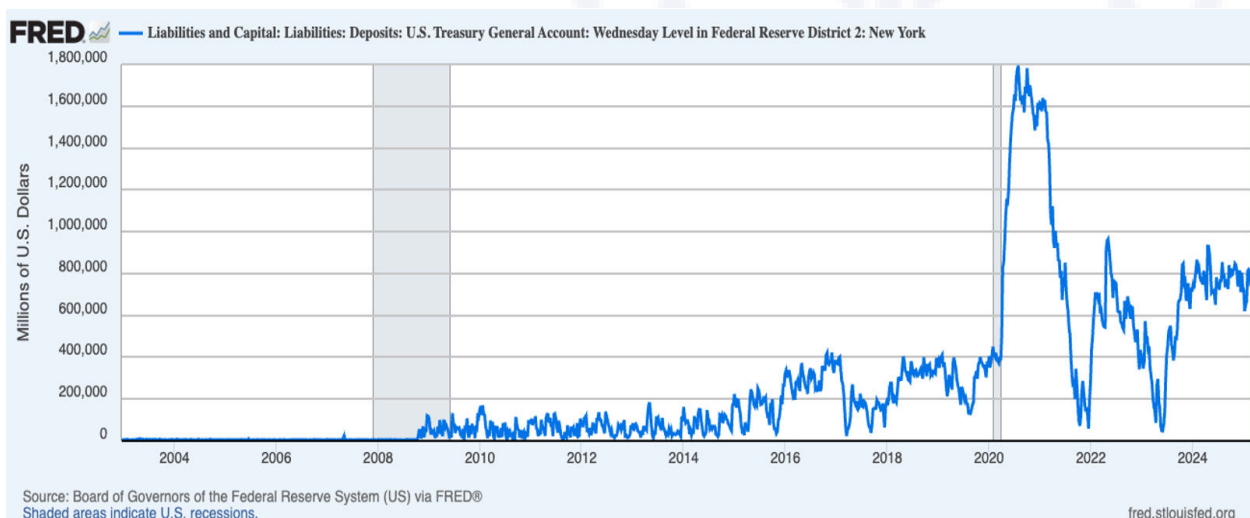
Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

Les attentes déraisonnables à l'égard de l'exceptionnalisme américain ont été modérées.

Le calendrier prévisible des émissions futures du Trésor américain et l'importance de ses réserves (TGA) devraient maintenir la stabilité des taux d'intérêt. C'est une bonne nouvelle, car une surchauffe de l'économie en 2025 créait le risque de conséquences désastreuses.

Comme pour l'ancienne administration, la TGA viendra à la rescousse



De grandes manœuvres - énigmatiques - en préparation

Les États-Unis lancent une nouvelle vague de protectionnisme en menaçant d'imposer diverses formes de barrières tarifaires. Les objectifs sont nombreux et variés : renflouer les caisses publiques, réindustrialiser, poursuivre des objectifs stratégiques (défense), etc. Cependant, il est improbable que tous ces objectifs soient atteints, en particulier à la lumière des mesures de rétorsion qui seront prises par leurs partenaires commerciaux. Les barrières tarifaires sont souvent contournées. Les chaînes de production décentralisées ne sont pas substituables. Le protectionnisme entrave le commerce, en réduisant les volumes, en faussant les prix et en décourageant les investissements. Cette situation est préjudiciable à l'économie mondiale.

Une répétition de l'accord du Plaza de 1985 est impensable, compte tenu de la nature non coopérative des relations internationales. D'autres rumeurs font état d'un "accord de Mar-a-Lago". Il consisterait essentiellement à forcer les pays étrangers à investir aux États-Unis ou à participer à un échange de dettes désavantageux. Les États-Unis proposeraient d'échanger les bons du Trésor détenus par les pays étrangers contre des bons du Trésor à très long terme ne portant pas intérêt. Les participants éviteraient les droits de douane et/ou bénéficieraient de la protection de la défense américaine. Les États-Unis réduiraient l'offre de bons du Trésor négociables, maîtriseraient les taux d'intérêt et affaibliraient le dollar.

Après une brève introduction, la nouvelle administration a commencé à dévoiler ses intentions, très fermement. Son mode opératoire, fondé sur l'intimidation, l'effet de surprise et le rapport de force brutal, constitue une sérieuse source de déstabilisation et d'incertitude politique, économique et financière.

Recommandation d'allocation d'actifs

Il est indéniable que l'incertitude augmente dans de nombreux domaines. Mais attention à ne pas réagir de manière excessive ! La première phase positive du cycle de reflation est toujours en vigueur dans le monde, les liquidités sont abondantes et les risques de surchauffe aux États-Unis ont diminué. De plus, l'activité spéculative baisse, car les investisseurs privés deviennent plus prudents.

Si une approche légèrement plus prudente de l'allocation d'actifs est justifiée, l'accent devrait être mis sur le repositionnement actif des secteurs et des pays.

Devises

Le dollar n'est pas le seul facteur à prendre en compte

En 2024, l'USD s'est imposé comme la devise la plus forte, talonnée par le GBP, tandis que l'EUR arrivait en troisième position. Les prévisions pour 2025 sont le reflet de celles de 2024. Notre analyse positive sur l'euro s'appuie sur l'anticipation d'une correction partielle des gains de 2024. Les perspectives pour 2025 sont similaires à celles de 2017, les politiques de Trump pouvant influencer la performance du dollar. La trajectoire de l'EUR/USD au T4 2024 et T1 2025 est comparable à celle de la fin 2016 et 2017.

Les objectifs de Trump sont clairs : taux plus bas, pétrole moins cher et USD plus faible



Les taux restent un facteur déterminant. Le recul des attentes de baisses de taux de la Fed et la perspective de nouvelles baisses de la BCE ont contribué à faire baisser l'EUR/USD en 2024, la corrélation avec le différentiel de taux swap UE/US à 2 ans atteignant 90 % l'an dernier. Cette relation indique que l'EUR/USD était sous-évalué en début d'année, et nous anticipons une tendance baissière du spread de taux à 2 ans. Pour atteindre la parité, le différentiel devrait atteindre -300 pbs, contre -210 pbs actuellement. De plus, l'euro se négocie à 3 écarts types en dessous de sa valeur de parité de pouvoir d'achat.

Dans un contexte de baisse des taux US, l'USD devrait s'affaiblir



Selon Trump, la force du dollar limite la capacité des fabricants américains à vendre leurs produits à l'étranger. En réponse, Bessent réaffirme la politique du dollar fort, soulignant que les autres pays devraient éviter une politique monétaire trop accommodante. En novembre 2024, le Trésor américain a ajouté la Chine, le Japon, Singapour, la Corée du Sud, Taïwan, le Viêt Nam et l'Allemagne à sa liste de surveillance, marquant une orientation stratégique de la politique de change. L'administration américaine cherche à éviter une année record pour la monnaie.

En Allemagne, la formation d'une coalition a nécessité 6 mois après les élections de 2017. Le marché n'anticipe pas de dénouement clair et décisif de sitôt. En somme, les spéculateurs ont une position nette vendeuse sur l'EUR/USD, avec une marge de manœuvre et un appétit limités pour accroître leurs positions.

L'EUR/USD a atteint un plancher. Nous maintenons notre prévision d'un renforcement graduel cette année. Ce renforcement est en partie dû à la correction d'un USD cher face à un EUR bon marché.

La livre a atteint des sommets de 2020 et 2022

Pendant ces périodes, la devise a connu une ascension significative avant de corriger. Cette évolution a été influencée par des facteurs externes inhabituels, tels que la pandémie et les prix du gaz. En réponse à ces chocs, l'euro s'est positionné comme une valeur refuge. En l'absence d'événements extraordinaires, la livre devrait progressivement s'apprécier. La zone euro est confrontée à une plus forte volatilité politique que le Royaume-Uni. Il ne s'agit pas d'un vote de confiance en faveur du gouvernement britannique, mais plutôt d'une perception d'une situation plus délicate en Europe.

La livre sterling teste des résistances clés



Dans ce contexte, la BCE devrait assouplir sa politique monétaire davantage que la BoE cette année, les marchés anticipant 3 baisses de la BCE contre 2 de la BoE. En outre, si les mesures de relance budgétaire s'avèrent moins importantes en Allemagne après les élections, la BCE pourrait être amenée à aller un peu plus loin que ne le suggèrent les anticipations actuelles. Bien que le Royaume-Uni et la zone euro ne soient pas susceptibles de connaître une croissance significative à court terme, le Royaume-Uni devrait afficher une meilleure performance. Par ailleurs, les droits de douane imposés par le gouvernement américain n'ont pas encore eu d'impact négatif sur l'économie britannique.

La combinaison d'une réduction de l'incertitude, d'un environnement de taux plus stable et d'une légère augmentation de la croissance devrait soutenir le GBP contre l'EUR.

Obligations

Les membres de la Fed ont des avis partagés

La Fed a adopté une approche prudente. Le mois dernier, pour la première fois depuis juillet 2024, elle s'est abstenue de baisser ses taux pour plusieurs raisons : le marché de l'emploi reste robuste, l'inflation a légèrement ralenti et l'incertitude est élevée. Trump a déjà signé un nombre record de décrets. Les tarifs douaniers restent un sujet de préoccupation et les efforts de réduction du secteur public (DOGE) entraînent des démissions.

Cette incertitude politique accrue se reflète dans les enquêtes sur l'activité économique des États-Unis. Les attentes des consommateurs en matière d'inflation à long terme ont atteint leur plus haut niveau depuis 1995, à 3,5 %, tandis que leur confiance a fortement chuté, comme la plupart des indicateurs avancés de l'activité.

La Fed fait preuve de patience, mais certains de ses membres ont exprimé leur désaccord. Compte tenu de la baisse anticipée du compte général du Trésor dans les semaines à venir, due au plafond de la dette, il pourrait être judicieux d'envisager un arrêt temporaire ou une modération de la réduction du bilan (QT). Cette position contraste avec les déclarations de Powell devant le Congrès. Notre prévision pour le taux final des Fed Funds (3,00/3,25 %) se situe en deçà de la fourchette de 3,50-3,75 % anticipée par le marché.

L'indice des surprises économiques précède les taux de 1 à 2 mois



Le scénario le plus probable est que la Fed annonce, en mars, un ralentissement du rythme mensuel des ventes de Treasury. Nous maintenons notre prévision de 4 baisses de taux cette année.

Des données économiques décevantes devraient pousser les taux longs à la baisse.

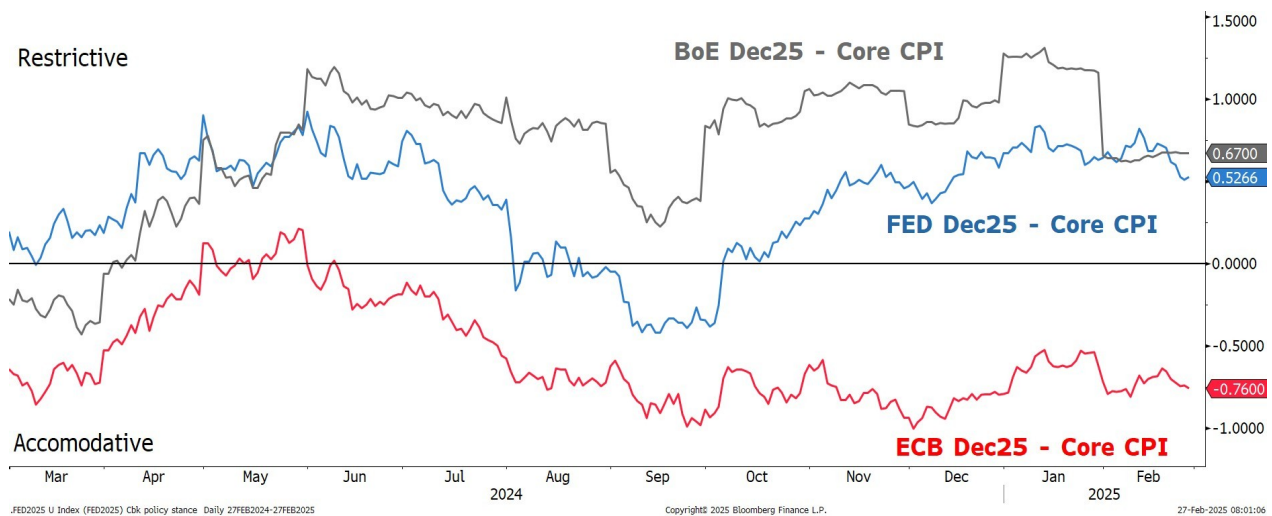
Une fin anticipée du QT et l'annonce du Trésor US d'émissions stables pour plusieurs trimestres mettront un terme à la hausse de la prime de terme sur le 10 ans US.

Valeur relative

À ce stade du cycle, il est essentiel d'évaluer les progrès et d'identifier les domaines d'amélioration en se concentrant sur la politique des banques centrales. La première approche pour estimer l'orientation de la politique

monétaire d'une banque centrale consiste à comparer les anticipations de taux directeurs en fin d'année avec les anticipations d'inflation à court terme. Actuellement, toutes les trois sont positives, indiquant que la politique monétaire reste accommodante. Cependant, une comparaison des prévisions de fin d'année des taux des banques centrales avec l'IPC de base révèle un tableau différent. La Fed et la BoE ont maintenu une position restrictive pendant la majeure partie de l'année dernière, tandis que la BCE a adopté une position accommodante depuis plus d'un an.

À ce stade du cycle, la BCE a adopté une posture accommodante depuis un certain temps



Au cours de la dernière décennie, l'Allemagne a adopté une stratégie d'émission d'obligations qui la distingue nettement de ses homologues internationaux. Tandis que ses pairs ont affiché une offre nette positive, l'Allemagne a connu un recul net de l'offre, marquant une différence significative dans ses pratiques de financement. Par ailleurs, le gouvernement américain propose un taux nettement supérieur à celui de l'Allemagne, marquant un changement notable en 10 ans, principalement en raison de la règle du frein à l'endettement de 2011. Depuis, le différentiel est clairement supérieur à zéro, alors qu'il était moins prononcé auparavant.

En Europe, les notations des gouvernements présentent des divergences entre le noyau dur et la périphérie. Les pays du noyau dur ont vu leur notation baisser, tandis que celle des pays de la périphérie a augmenté en raison de divergences marquées dans les facteurs économiques. L'amélioration des performances des pays de la périphérie s'explique par une discipline budgétaire stricte suite à la crise de la dette de 2010, tandis que les pays du noyau dur (France et Italie) ont éprouvé des difficultés à maintenir leurs notes, à l'exception notable de l'Allemagne.

Un changement significatif de la politique allemande pourrait conduire à une convergence des rendements obligataires.

La Fed et la BoE disposent d'une plus grande marge de manœuvre que la BCE pour assouplir leur politique monétaire. Nous avons une préférence pour les marchés obligataires US et UK par rapport à l'Europe.

Les spreads de crédit n'ont plus besoin des banques centrales

À la différence de 2021, où les banques centrales avaient racheté des dettes privées, le marché fait preuve d'un appétit remarquable pour cette classe d'actifs, malgré des volumes d'émissions en hausse, des incertitudes

persistantes et la montée de l'aversion pour le risque. Ces éléments laissent présager que les entreprises ne s'engageront pas rapidement dans un cycle de ré-endettement et que les fondamentaux du crédit IG devraient demeurer robustes et soutenir les spreads, même en cas de ralentissement économique.

Selon la dernière enquête de la Fed auprès des responsables des prêts, il ressort que les banques ont renforcé leurs critères d'octroi de crédit pour les entreprises de taille moyenne à grande, plus qu'au cours des trois dernières années. Cette tendance aura un impact sur les emprunteurs qui doivent déjà faire face à des coûts de financement plus élevés. Les données historiques de Fridson, depuis 1997, révèlent une corrélation de 70 % entre les critères d'octroi de crédit et le stress des marchés du crédit. Le ratio de stress – soit la proportion d'obligations avec un spread supérieur ou égal à 1 000 pbs – s'est établi à 3,7 % en janvier, soit bien en deçà de sa moyenne à long terme de 12,7 %, et en baisse depuis son pic de 10,4 % de mars 2023.

Les emprunteurs à risque devraient être confrontés à des taux de refinancement plus élevés, la dette bon marché issue de la pandémie arrivant à expiration, malgré l'assouplissement de la Fed. Cette situation rend les entreprises HY plus vulnérables à un ralentissement de l'activité. Les dernières données de l'enquête de la Fed pourraient ne constituer qu'un accident de parcours, mais l'augmentation la plus significative des standards de prêt depuis le T4 2022 exercera une pression sur les entreprises les plus fragiles.

Nous ne prévoyons pas de resserrement significatif des spreads IG.

Une hausse du ratio de stress constitue un catalyseur à l'élargissement des spreads.

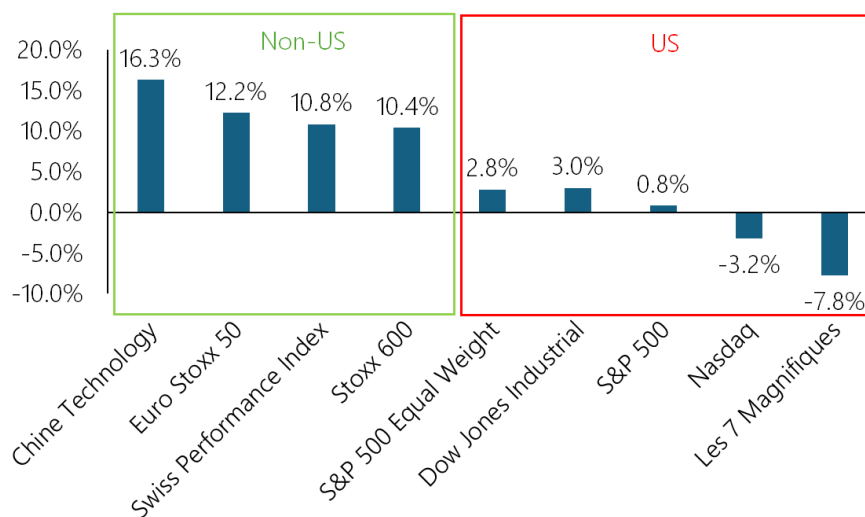
Un resserrement des standards de crédit entraîne un risque accru pour un plus grand nombre d'entreprises et un élargissement des spreads HY.

Actions

La fin du *Trump trade* et de la dynamique boursière IA. Les investisseurs se tournent vers l'Europe et la Chine

Fin de la lune de miel entre Donald Trump et les marchés financiers américains, les ménages et les entreprises américaines. En 2025, les indices actions américains sous-performent nettement le reste du monde, les indices de confiance des ménages américains chutent et les entreprises américaines ralentissent leurs investissements face à l'imprévisibilité et l'inconstance de Donald Trump.

Performances des indices actions en 2025



Les sondages pour les 30 premiers jours de Donald Trump sont les plus mauvais de tous les présidents américains depuis 1950. 48% des sondés désapprouvent sa politique commerciale et les licenciements au sein de l'Etat fédéral. Les sondages montrent que Trump n'en fait pas assez pour faire baisser les prix de détail. En 2017, la situation était identique avec 45%, loin devant Joe Biden avec 37%, George W. Bush avec 25% et Bill Clinton avec 20%.

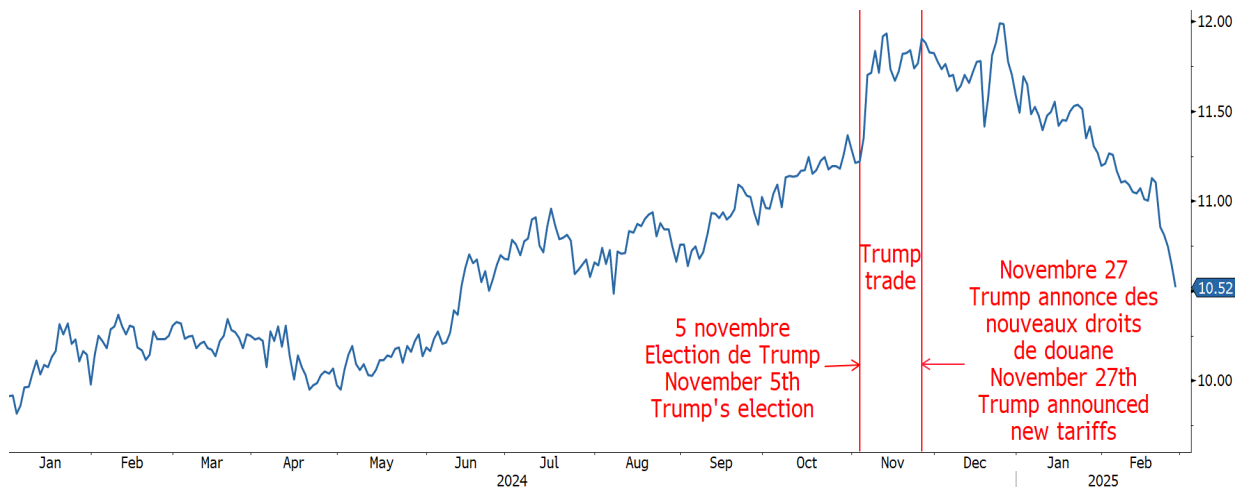
Le début du démantèlement de l'Etat fédéral est brutal avec des licenciements massifs, affectant la région de Washington DC par une consommation en baisse et un secteur immobilier sous pression, malgré l'injonction des juges d'arrêter les licenciements, car ce pouvoir revient aux agences elles-mêmes et non au bureau de direction et du budget. Deux agences fédérales importantes sont en train de voler en éclats, l'Administration océanique et atmosphérique nationale, la NOAA, et le Consumer Financial Protection Bureau.

Au 4ème trimestre 2024, les profits du S&P 500 ont connu une belle progression de 16.9%, avec 77% des sociétés publiant des profits supérieurs aux attentes. Les quatre secteurs soutenant cette forte performance ont été les banques, la communication, la consommation discrétionnaire et la technologie. Cependant, les perspectives négatives ont augmenté avec la hausse des droits douaniers de Donald Trump et les contre-attaques probables des pays concernés, avec un risque inflationniste, de récession et de disruptions dans les chaînes d'approvisionnement et de production.

Le 4 mars, les nouveaux droits de douane s'élèveront à 25% pour les produits importés mexicains, canadiens, l'acier et l'aluminium, et de 20% pour les produits chinois. Donald Trump a annoncé des droits de douane de 25% pour les produits européens, sans en définir pour le moment les produits affectés ni quand ils seront implémentés. Une situation de « coups pour coups » serait évidemment dommageable pour l'économie globale et les profits des sociétés. L'Europe, le Canada et la Chine ont annoncé qu'ils riposteront. Une récession des profits (2 trimestres consécutifs de recul des profits) s'est toujours traduite par une correction des bourses; le GDPNow de la Fed d'Atlanta annonce une baisse du PIB US de 1.5% au 1T25.

L'autre facteur expliquant la sous-performance de la bourse américaine, et du Nasdaq en particulier, est l'arrivée de la société chinoise DeepSeek avec R1, son application d'IA conversationnelle open-source, se présentant comme une alternative sérieuse à ChatGPT et les autres *chatbots*, remettant en question le modèle d'affaires IA américain en raison d'un coût de développement moins élevé, d'une infrastructure de centres de données moins importante et d'une consommation en énergie réduite. Les 7 Magnifiques sous-performeront en 2025. L'IA devient une commodité et par là, sur un plan boursier, les évaluations boursières ne méritent plus une prime.

S&P 500 / Stoxx 600. La bourse américaine a commencé sa sous-performance avec l'annonce de nouveaux droits de douane dès son arrivée dans le bureau ovale. Depuis le 27 janvier, DeepSeek a accéléré ce mouvement.



Dans cet environnement chaotique, les investisseurs reviennent sur les actions européennes et chinoises en raison de leur biais défensif et Value, ainsi que des évaluations boursières moins élevées. Le risque Trump est aussi un argument pour sous-pondérer les actions américaines. La forte hausse des cours boursiers des 7 Magnifiques avait poussé leur poids dans le S&P 500 à des niveaux historiquement élevés (32%). La pondération de la bourse américaine par rapport au marché global avait également atteint des sommets, en décalage avec le poids des profits des sociétés américaines. Il y a besoin d'un réajustement en défaveur des Etats-Unis.



Source: Thomson Reuters, Goldman Sachs Global Investment Research

Les bourses seront volatiles en 2025 et beaucoup de dispersion à l'intérieur des indices et des secteurs. Nous ne sommes pas à l'abri d'une correction si les conditions économiques et géopolitiques devaient se détériorer; pas de *bear market*, mais une baisse potentielle entre 6% et 13% selon l'analyse technique. En termes de saisonnalité, après deux mois défavorables, la période mars-avril est historiquement plus favorable, mais le 1er trimestre d'une année qui suit une élection présidentielle américaine est généralement faible, y compris mars.

Si de nombreux stratégestes recommandent les secteurs défensifs, il n'y a pas de garantie de surperformance. Par exemple, le secteur de la santé surperforme depuis quelques semaines, mais avec beaucoup de dispersion interne; nous restons prudents avec les droits douaniers de 25% annoncés sur les produits européens, ne sachant pas quels produits seront touchés (probablement aussi les produits pharmaceutiques) et avec la nouvelle administration américaine plutôt anti-médicaments. Un changement au sein de la FDA pourrait pénaliser les sociétés pharmaceutiques. Les Etats-Unis comptent pour 45% des ventes mondiales du secteur pharmaceutique. Le secteur de la consommation de base pourrait être affecté par l'inflation. Toutefois, il est vrai que ces deux secteurs surperforment en période de corrections boursières.

Nos convictions portent sur deux secteurs : la défense européenne et la technologie chinoise. C'est une évidence que l'Europe doit se réarmer. Avant l'invasion russe, les grandes puissances européennes avaient un ratio dépenses militaires/PIB entre 1% et 1.5%. Aujourd'hui, il se situe vers les 2%, alors que l'objectif à 5 ans est 3%-3.5%. On surpondère les valeurs de la défense européenne. La technologie chinoise redevient intéressante. L'arrivée de DeepSeek dans le paysage de l'IA et les bons résultats de Huawei démontrent que les contraintes sur les exportations des produits technologiques vers la Chine ne freinent pas le développement chinois. Xi Jinping relâche la pression sur les entrepreneurs privés pour favoriser l'innovation.

Investissements alternatifs

L'effet Trump sur les métaux industriels et précieux. La fin du *Trump trade* pèse sur les cryptomonnaies

Métaux industriels. L'annonce de la hausse des droits de douane de 25% sur l'acier et l'aluminium le 12 mars a poussé les traders à acheter massivement de l'aluminium et du cuivre aux Etats-Unis avant l'augmentation des prix. Donald Trump n'a pas exclu de mettre de nouveaux droits de douane sur d'autres métaux, y compris l'or et l'argent. Les prix ne sont montés qu'aux Etats-Unis. La prime des futures sur le cuivre au New York Comex évolue entre \$600-\$1'000 la tonne par rapport aux futures du London Mercantile Exchange; idem pour l'aluminium dont une partie vient du Canada. Les stocks de cuivre au Comex sont au plus hauts depuis 2019. Mais hors-US, les cours des métaux industriels faiblissent, car le marché croit que la guerre commerciale de Donald Trump se traduira par un ralentissement économique, au mieux. Pour le moment, ce sont les acheteurs américains qui font les frais de la guerre commerciale de Donald Trump. L'idée de Donald Trump avec ses hausses de droits douaniers est le rapatriement des lignes de production aux Etats-Unis, mais pour les experts il faudrait 4 à 5 ans pour avoir une production domestique américaine. Malgré le risque croissant d'un ralentissement économique, nous maintenons notre allocation tactique neutre sur les métaux industriels, en raison d'une baisse probable du dollar et de nouvelles mesures chinoises de soutien à son économie.

Différence de prix du cuivre entre le Comex et le LME

Comex copper price rises to multiyear high over the LME price

\$ per tonne, Comex over LME



Source: Refinitiv

Les métaux précieux. Après avoir frôlé les \$3'000 l'once, l'or a faibli avec la reprise haussière du dollar. Mais la tendance est structurellement haussière. Donald Trump n'écarte pas des droits de douane sur l'or et l'argent, mais avant il voudrait vérifier les stocks d'or à Fort Knox. Pour être sûr que l'or des Américains n'a pas été volé. Le montant total des stocks d'or américain devrait s'élever à \$770 milliards. L'idée de Donald Trump serait de réévaluer l'or des Etats-Unis, comptabilisé à \$42 l'once, pour réduire la dette ou payer les factures en vendant de l'or. Tout est encore flou et il est difficile d'en percevoir les effets. En attendant, l'or se comporte bien lorsqu'il y a des tensions

commerciales et géopolitiques dans le monde. L'or est un « Trump tariff trade ». En 2024, les banques centrales ont poursuivi leurs achats d'or.

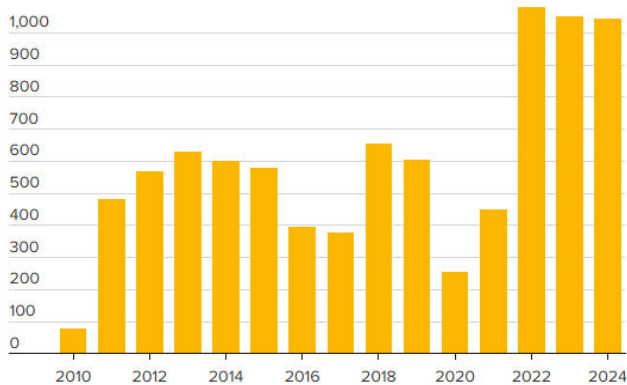
A court terme, le cours de l'or bute sur la barre psychologique des \$3'000, mais elle devrait être franchie facilement en 2025. Depuis le début de l'année, on observe une accélération des achats d'or dans les produits financiers investis en or de la part des investisseurs individuels, ce qui n'est pas le cas pour les produits investis en argent. Nous achetons l'or.

Achats nets des banques centrales et demande globale d'or à un niveau record en 2024

The world's central banks are buying more gold

Annual net totals, metric tons | 2010–2024

Net purchases of gold by central banks have exceeded 1,000 metric tons each year since 2022.

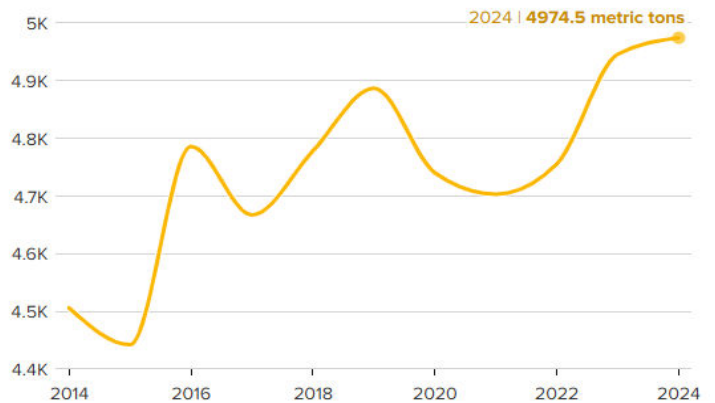


Source: World Gold Council



Global demand for gold hits record levels in 2024

Annual totals, metric tons | 2014–2024



Source: World Gold Council



Le bitcoin a chuté jusqu'à \$78'500 le 1er mars, soit une chute de 28% par rapport aux plus hauts des \$109'000 mi-décembre et mi-janvier. Rien d'exceptionnel pour un actif très volatil. Les explications sont la fin du *Trump trade*, de la spéculation la veille de l'investiture de Donald Trump avec les *Trump meme coin* et *Melania meme coin*, une déception relative avec l'attente d'une nouvelle législation sur les actifs digitaux pour l'été 2025 et le hacking de \$1.5 milliard de bitcoins sur la plateforme Bybit. Les actifs risqués n'aiment pas l'incertitude et les cryptomonnaies suivent le Nasdaq qui se trouve dans une phase baissière. On considère cette correction récente comme des opportunités d'achat. L'industrie des actifs digitaux s'institutionnalise et la législation américaine prochaine devrait se traduire par moins de volatilité. Les banques américaines sont prêtes à acheter des bitcoins. Dans l'attente d'un développement réglementaire, plusieurs Etats américains et des banques centrales veulent créer des réserves stratégiques en bitcoins. En février, on a observé une sortie record de \$3.3 milliards dans les ETF Cryptos avec un indicateur Fear & Greed en zone d'extrême peur, ce qui n'est pas un mauvais moment de racheter du bitcoin pour les adeptes de l'approche *contrarian*. Donald Trump vient de confirmer la création d'une réserve stratégique investie en cryptomonnaies.

Sorties records de \$3.3 milliards pour les ETF Cryptos en février



Les prix du pétrole sont sur une tendance baissière. Les producteurs OPEP et non-OPEP produisent plus. Le gouvernement américain veut produire 3 millions de barils par jour supplémentaires d'ici 4 ans grâce à une politique pro-énergies fossiles. La demande est plus faible qu'attendu. Mais l'avenir du pétrole est noirci par l'inévitable transition énergétique vers la décarbonation. La révolution de l'énergie propre est poussée par des forces économiques et technologiques puissantes. Les Etats-Unis, ou plutôt Donald Trump, ont tort de sortir de cette révolution; ils vont accumuler un retard certain vis-à-vis de la Chine et de l'Europe. Une pause dans la guerre d'Ukraine devrait faire reculer les prix du brut. Si nous sous-pondérons les métaux industriels pour des raisons conjoncturelles, nous sommes négatifs sur le pétrole pour des raisons structurelles.

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.