

## SEMAINE 5

### MARCHES

#### Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-0,01%	0,44%	0,34%	-0,21%	0,65%
YTD	2,51%	3,10%	1,37%	1,20%	2,92%

#### Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	0,33%	0,37%
YTD	0,84%	0,85%

#### Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	62	83	118	51	246
Change	0	0	2	0	0

#### Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,07	-6	2,84	-6	78
US	3,53	-8	4,24	0	71
REEL	Infl. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,90	3	0,73	-9	
US	2,29	3	1,90	-2	
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	1,93	-1	1,88	0	

#### Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1848	65	4 864
Change	0%	7%	-2%

### COMMENTAIRE

Une fois encore le tableau ci-dessus illustre très mal la volatilité des marchés la semaine dernière. Cette fois ce sont les prix de l'or et de l'argent qui ont défrayé la chronique. Le cours de l'or s'est envolé<sup>1</sup> en début de semaine avant de chuter lourdement vendredi. Derrière l'apparente baisse hebdomadaire de -2% se cache en fait un mouvement d'une amplitude de 19% entre le plus haut et le plus bas de la semaine ! Et pour le prix de l'argent les variations sont plus impressionnantes encore, la bande de variation hebdomadaire fut de 65% ...

#### « DÉDOLLARISATION » OU « DÉFIATISATION » ?

La perte de confiance dans le billet vert est généralement avancée comme moteur principal de la hausse continue des prix de l'or. Les positionnements agressifs de l'administration américaine, l'imprévisibilité de Donald Trump, ses attaques répétées à l'encontre du président de la Réserve fédérale, ont alimenté la baisse du dollar. Entre septembre 2022 et janvier 2025 le dollar s'est déprécié de -17% face aux six autres devises majeures<sup>2</sup>. Mais au final, il serait injuste de ne retenir que la seule faiblesse du dollar. En réalité, en 2025 toutes les principales devises dites « fiat » ont perdu de la valeur face au métal jaune, et la tendance se poursuit cette année (graphique 1). Plus qu'une perte de confiance dans la devise américaine il se pourrait que l'or joue pleinement son rôle de valeur refuge, pas seulement face aux incertitudes géopolitiques, mais vis-à-vis du système financier global. Les banques centrales sont intervenues massivement en injectant des milliards de liquidités dans le système depuis la crise financière de 2008. Aux Etats-Unis, la taille du bilan de la Fed a été multipliée par 9 en l'espace de 15 ans (graphique 2). A son apogée de 2022 il affichait 9.000 milliards de dollars, ce qui représentait plus d'un tiers du PIB US. Plus la base monétaire

augmente, plus la valeur de chaque unité monétaire émise diminue, et plus le risque d'inflation augmente. C'est le douloureux constat de 2022 qui a contraint les banques centrales à rapidement remonter les taux d'intérêt pour contrer de violentes poussées inflationnistes post-covid. Dans un tel contexte il est normal que la valeur de l'or exprimée en monnaie fiat, quelle qu'elle soit, se soit appréciée. Les observateurs avertis auront noté qu'une première phase de hausse marquée a démarré un peu avant la grande crise financière de 2008, puis que l'actuelle phase de hausse a été amorcée un peu avant la crise de covid-19. Ce sont les deux moments durant lesquels les banques centrales ont injecté le plus de liquidités.

A la lumière de ce qui précède, la bonne nouvelle de la semaine dernière est sans aucun doute la nomination par de Kevin Warsch comme nouveau président de la Fed. Cette nomination a été saluée par un regain de vigueur du dollar sur le marché des changes. Au plus bas de la semaine il fallait 1,2078 dollars US pour un euro, ce taux de conversion n'était plus que de 1,1848 vendredi soir.

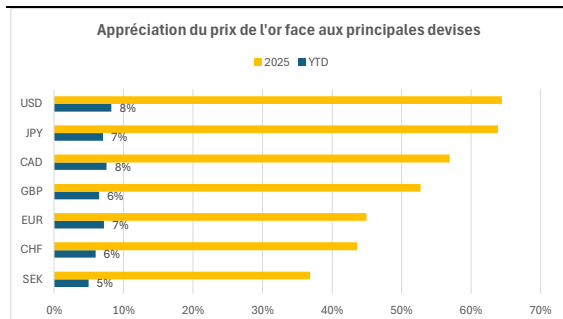
Kevin Warsh est considéré comme une figure rassurante en raison de son parcours, de ses opinions et de ses relations politiques. Gouverneur de la Fed de 2006 à 2011, il en fut à 36 ans le plus jeune nommé sous George W. Bush. Avant cela, il avait travaillé chez Morgan Stanley puis comme conseiller économique de l'administration Bush. Son père, Ronald, a été ambassadeur des États-Unis en Autriche sous Ronald Reagan, et Kevin Warsh a épousé une héritière de la famille Estée Lauder qui est proche du clan républicain. Il avait été pressenti pour le poste de président de la Fed en 2017, mais Donald Trump avait choisi Jerome Powell.

<sup>1</sup> 5.594,82 dollars par once au plus haut de la semaine

<sup>2</sup> Dollar Index : USD vs EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF.

Aujourd'hui plus expérimenté, Warsh est reconnu pour son indépendance d'esprit et ses critiques sévères envers les banques centrales, qu'il accuse d'encourager déficits publics et dépendance à la création monétaire. La crise de 2008 et la pandémie l'ont convaincu que l'assouplissement quantitatif fausse les prix des actifs et risque de renforcer l'inflation. Selon lui, la Fed devrait se concentrer exclusivement sur le contrôle de l'inflation, car son rôle d'acheteur dominant de la dette du Trésor brouille la frontière entre politique monétaire et gestion économique. Il plaide pour une réduction radicale du bilan et un réexamen de l'indépendance de la Fed. Bien qu'il ait soutenu certaines baisses de taux pour protéger l'économie, son opposition aux achats massifs d'obligations le met potentiellement (déjà) en désaccord avec le souhait de Donald Trump de réduire les coûts d'emprunt à long terme.

GRAPHIQUE 1



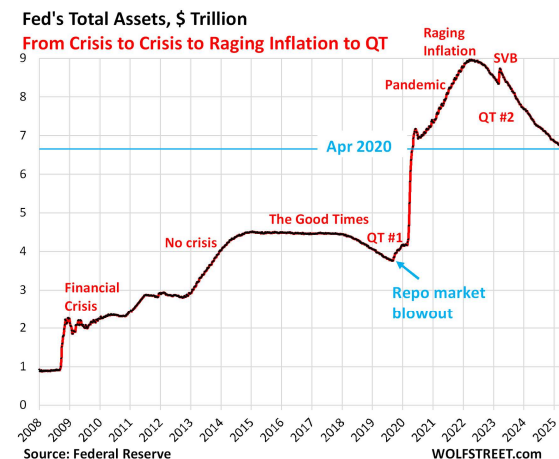
Source : LSEG Workspace

GRAPHIQUE 2



Infographie : Financial Times

GRAPHIQUE 3



Infographie : Financial Times

## INCIDENCES SUR NOS GESTIONS

Les premières réactions du marché à la nomination de Kevin Warsh ont été :

- 1) un rebond du dollar US car Warsch semble encourager davantage de discipline fiscale ;
- 2) une baisse des taux courts car il est perçu comme favorable à de nouvelles baisses de taux ;
- 3) une hausse des taux longs car il plaide pour une reprise du « quantitative tightening », donc à une réduction des achats de Treasuries par la Fed.

Même si la forte volatilité observée sur les cours de métaux s'est accompagnée d'une baisse des indices boursiers en fin de semaine, l'impact de cette semaine très mouvementée est plutôt positif à court terme pour la valorisation des portefeuilles.

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,13%	0,46%
Actions	Global Quality	0,41%	-0,15%

Les performances affichées sont les performances nettes des compartiments au sein du fonds CONVENTUM. Ces performances peuvent différer des performances des comptes-titres.

Source : EFA.

## SEMAINE À VENIR

Cette semaine nous serons attentifs à l'évolution du dollar sur le marché des changes. Que ce soit face à l'or ou face aux autres devises fiat. Jeudi, au terme du Comité de politique monétaire de la BCE, Christine Lagarde sera probablement questionnée sur la volatilité du marché des changes. La BoE se réunira le même jour et il est également attendu qu'elle laisse ses taux directeurs inchangés. Les chiffres de l'emploi US seront publiés vendredi et toute la semaine la publication des résultats du trimestre se poursuit. Parmi les 7 magnifiques Apple, AMD et Tesla publieront en début de semaine.

Bonne semaine.