



JVR INVEST  
GET HIGHER

**Juin 2025**

# Newsletter



## Message du CEO

Chers lecteurs,

Le conflit ouvert entre l'Iran et Israël a des conséquences désastreuses pour les marchés internationaux, en particulier pour le marché pétrolier. Nous suivons l'évolution des événements au Moyen-Orient.

Les incertitudes sur l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis, accentuées par les tensions entre Powell et Trump, renforcent les préoccupations économiques. Les récentes altercations à Los Angeles n'améliorent pas la situation et troublent davantage les investisseurs.

En Espagne, la corruption proche du cercle présidentiel pourrait conduire à de nouvelles élections, entraînant une instabilité politique accrue. Nous ne sommes pas très optimistes quant à la continuité du gouvernement en place.

En France, la popularité d'Emmanuel Macron atteint des niveaux historiquement bas. Les critiques fusent de toutes parts quant à sa politique budgétaire, jugée incohérente. L'augmentation de la dette publique et des impôts ne fait que renforcer les inquiétudes, car elle entrave la croissance économique.

Ce mois-ci, nous sommes optimistes quant aux actions européennes et aux obligations, mais restons prudents vis-à-vis de l'or et des actions américaines.

En attendant de vous rencontrer très prochainement, veuillez bien prendre soin de vous.

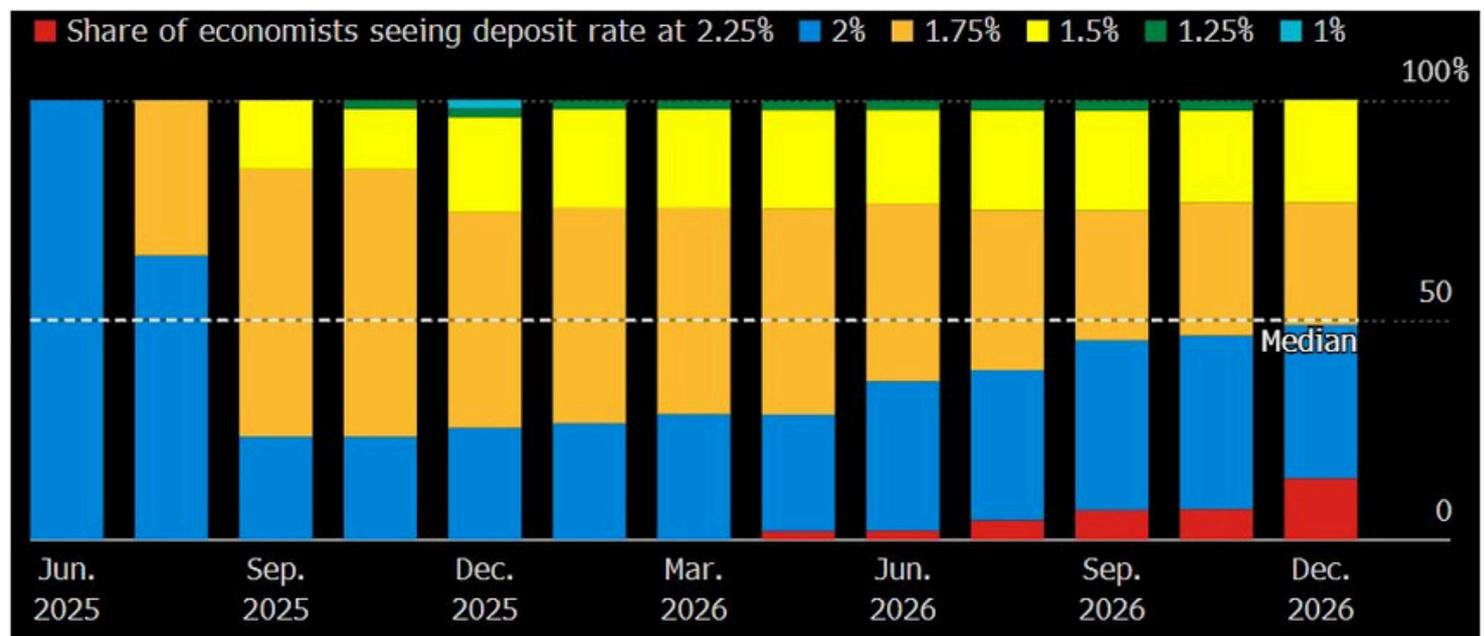
Joaquin Vispe



## I - Point Macroéconomique

La Banque centrale européenne s'apprête à réduire une nouvelle fois ses taux d'intérêt, probablement pour la dernière fois avant que les incertitudes entourant l'évolution de l'inflation ne viennent compliquer davantage sa tâche. Après sept baisses consécutives sur l'année écoulée, le Conseil des gouverneurs, composé de 26 membres, s'apprête à ramener le taux de dépôt à 2 %. Mais les divergences commencent à poindre : certains estiment que ce niveau devrait constituer un plancher, redoutant un dérapage des dépenses publiques à venir, tandis que d'autres jugent nécessaire d'aller plus loin pour stimuler une croissance économique toujours fragile.

L'un des principaux facteurs de division réside dans les répercussions potentielles des politiques commerciales de Donald Trump. Les hausses de droits de douane envisagées par les États-Unis, notamment à l'égard des produits européens, pourraient peser sur les prix dans la zone euro. Alors que la BCE élabore plusieurs scénarios pour mieux anticiper les effets possibles de ces mesures, l'incertitude demeure forte. Un membre du Conseil estime même que la probabilité que le scénario de base se réalise est inférieure à 50 %.



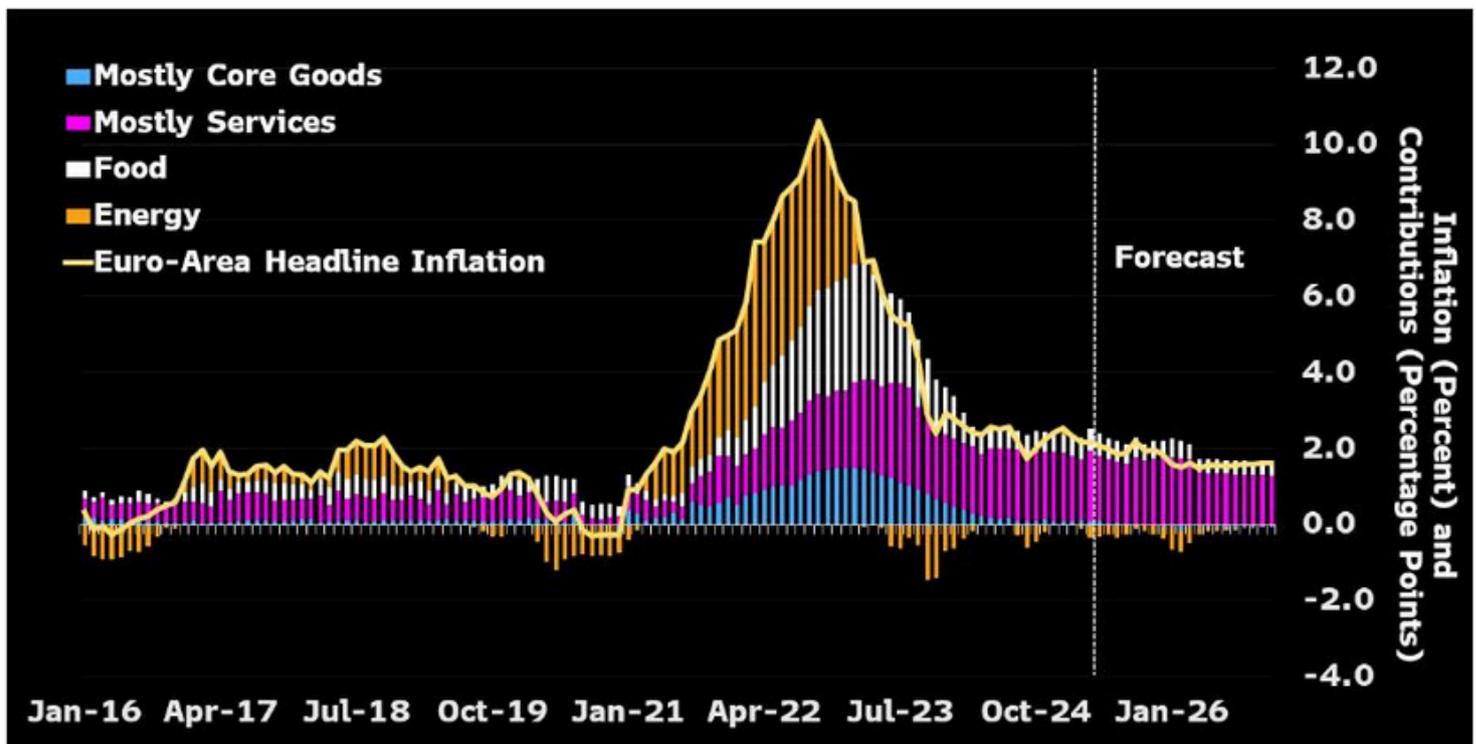
Source: Bloomberg



**JVR INVEST**  
GET HIGHER

Ce climat d'instabilité rappelle celui qui a prévalu lors de la pandémie de Covid-19 ou après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Désormais, la BCE entre dans une phase où les prévisions deviennent plus complexes. Selon Katharine Neiss, économiste en chef pour l'Europe chez PGIM Fixed Income, il est possible que des baisses de taux soient encore justifiées à court terme pour accompagner l'économie dans cette période délicate. Toutefois, elle souligne qu'une remontée des taux pourrait s'imposer à moyen terme si d'autres leviers, comme la politique budgétaire, venaient à s'activer. Elle ajoute que la BCE devra également rester vigilante face au risque d'un retour à une inflation trop faible, comme cela a été le cas avant 2020.

Actuellement, avec une inflation qui semble converger vers l'objectif de 2 %, les investisseurs anticipent encore une dernière baisse après celle attendue cette semaine, même si la date reste incertaine. Les analystes sondés par Bloomberg prévoient quant à eux des baisses en juin et en septembre, menant à un taux terminal de 1,75 %. Toutefois, cette trajectoire pourrait être remise en cause si Washington venait à intensifier ses mesures tarifaires. Déjà, la perspective d'un relèvement des droits de douane américains de 10 % à 50 % en juillet sur les produits européens suscite de vives inquiétudes.



Source: Bloomberg

Pour l'heure, la situation semble relativement stable : les coûts de l'énergie ont fortement reculé, et l'euro s'est apprécié depuis l'annonce en avril de nouvelles mesures tarifaires américaines. Les chiffres de mai publiés mardi par Eurostat devraient confirmer une inflation autour de 2 %.

Mais à moyen et long terme, d'autres éléments pourraient raviver les tensions inflationnistes : le vieillissement de la population, les pénuries de main-d'œuvre, les investissements massifs dans la défense et les infrastructures, ou encore la fragilité persistante des chaînes d'approvisionnement. Ces facteurs, combinés à une conjoncture internationale volatile, rendent toute projection particulièrement délicate.

Dans ce contexte, plusieurs responsables de la BCE appellent à la prudence. Isabel Schnabel, membre du directoire, a déclaré que l'institution est bien placée pour observer l'évolution de l'économie et ajuster sa politique si nécessaire, tout en se montrant réservée sur l'opportunité de nouvelles baisses. Même son de cloche du côté de Klaas Knot, le gouverneur néerlandais, et de Joachim Nagel, président de la Bundesbank, qui jugent les perspectives d'inflation à moyen terme encore trop incertaines pour relâcher la vigilance. D'autres membres du Conseil, en revanche, estiment qu'un soutien plus affirmé pourrait être justifié. Pierre Wunsch, gouverneur de la Banque nationale de Belgique, a déclaré que la BCE pourrait devoir aider « un peu » l'économie pour éviter que l'inflation ne repasse sous les 2 %. Gediminas Simkus, son homologue lituanien, s'inquiète quant à lui des risques croissants d'un affaiblissement trop marqué des prix.

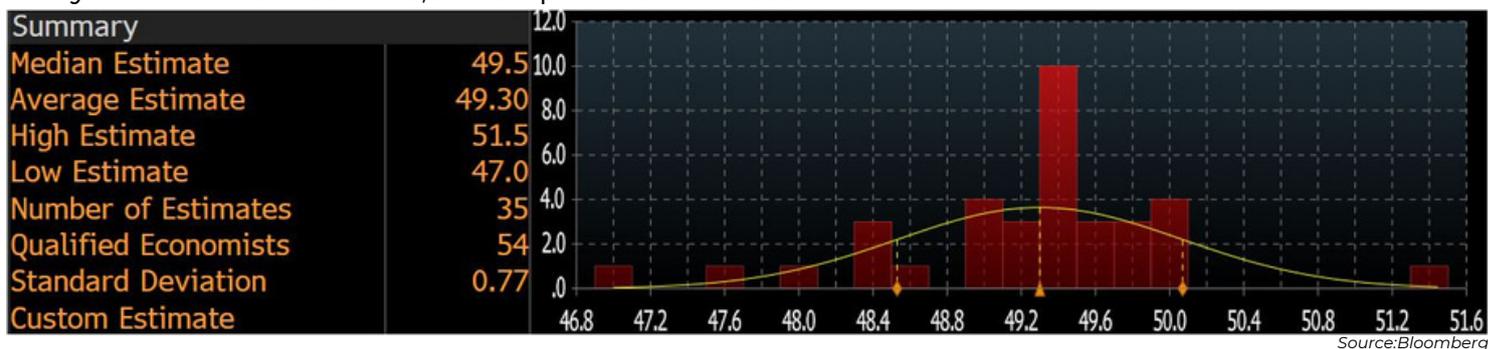
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate $\Delta$	Implied Rate	A.R.M.
06/05/2025	-0.986	-98.6%	-0.246	1.923	0.250
07/24/2025	-1.237	-25.1%	-0.309	1.860	0.250
09/11/2025	-1.730	-49.3%	-0.432	1.737	0.250
10/30/2025	-1.891	-16.1%	-0.473	1.697	0.250
12/18/2025	-2.191	-30.0%	-0.548	1.622	0.250
02/05/2026	-2.265	-7.4%	-0.566	1.603	0.250
03/19/2026	-2.321	-5.7%	-0.580	1.589	0.250
04/30/2026	-2.325	-0.3%	-0.581	1.588	0.250





Aux États-Unis, le secteur manufacturier continue de montrer des signes de faiblesse. L'indice ISM, qui mesure l'activité des directeurs d'achat dans l'industrie, devrait rester sous le seuil de 50, suggérant une contraction. La prévision médiane s'établit à 49.

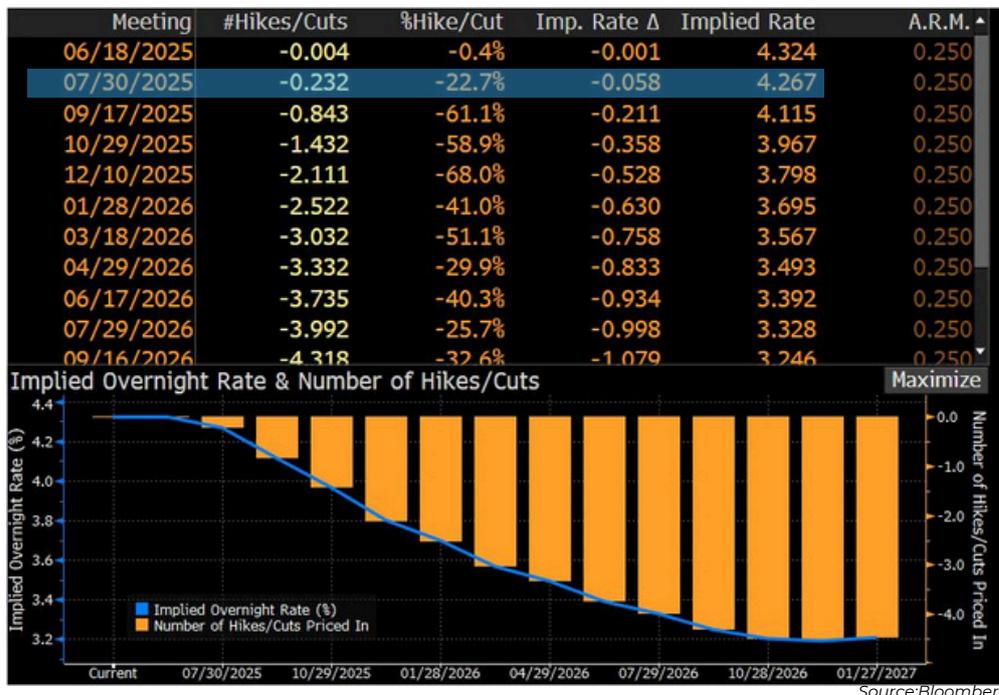
Le mois d'avril a été particulièrement difficile pour les industriels, marquant le plus fort repli observé depuis cinq mois. En cause : une baisse des nouvelles commandes et une montée des incertitudes liées aux tensions commerciales. Par ailleurs, la croissance du pays a légèrement reculé. Selon la seconde estimation officielle publiée jeudi, le PIB a diminué à un rythme annualisé de 0,2 % au premier trimestre.



Christopher Waller, gouverneur de la Réserve fédérale, estime qu'une baisse des taux pourrait intervenir d'ici la fin de l'année, malgré l'impact des tarifs douaniers. Selon lui, ces mesures pourraient temporairement faire grimper l'inflation dans les mois à venir, mais tant que les anticipations restent stables, la Fed peut les ignorer dans ses décisions.

Waller a présenté deux scénarios : un où les tarifs se stabilisent autour de 25 %, un autre à 10 % avec des négociations à la baisse. Aujourd'hui, il estime que la réalité se situe entre les deux, à environ 15 %. Dans tous les cas, il anticipe un effet passager sur les prix, mais aussi une hausse modérée du chômage, surtout si les droits de douane se maintiennent.

Il a également expliqué que la récente montée des rendements des obligations à long terme est liée aux inquiétudes sur le déficit budgétaire américain, qui devrait rester élevé à près de 6 % du PIB. Cette situation pousse les investisseurs à demander des rendements plus élevés pour acheter la dette américaine.

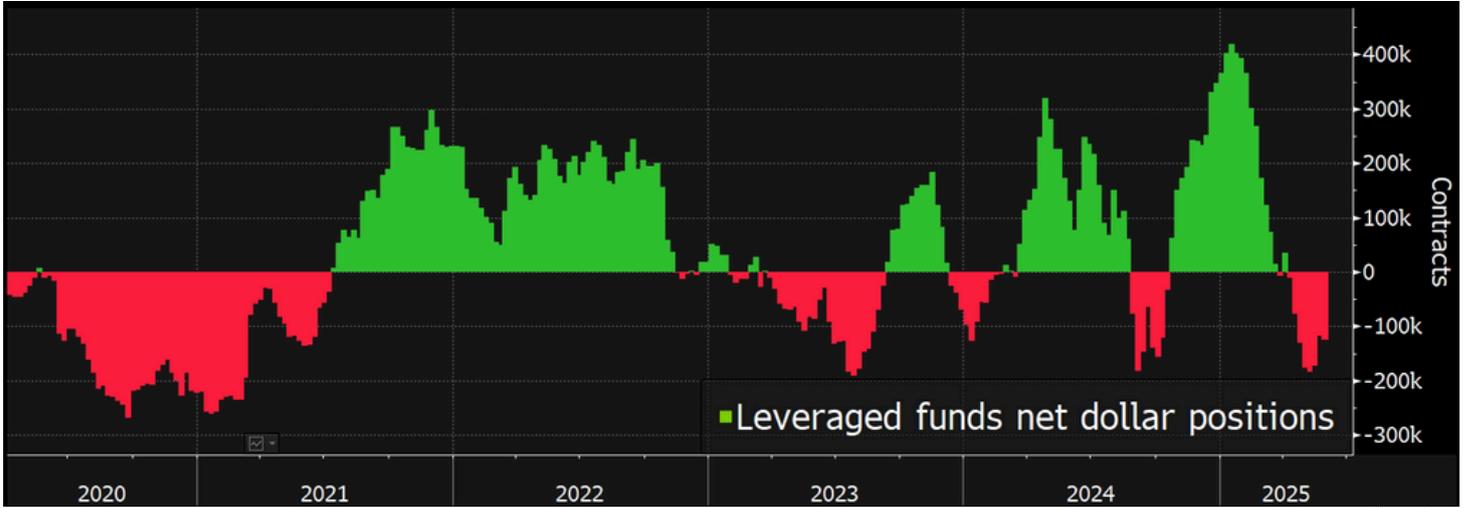




JVR INVEST  
GET HIGHER

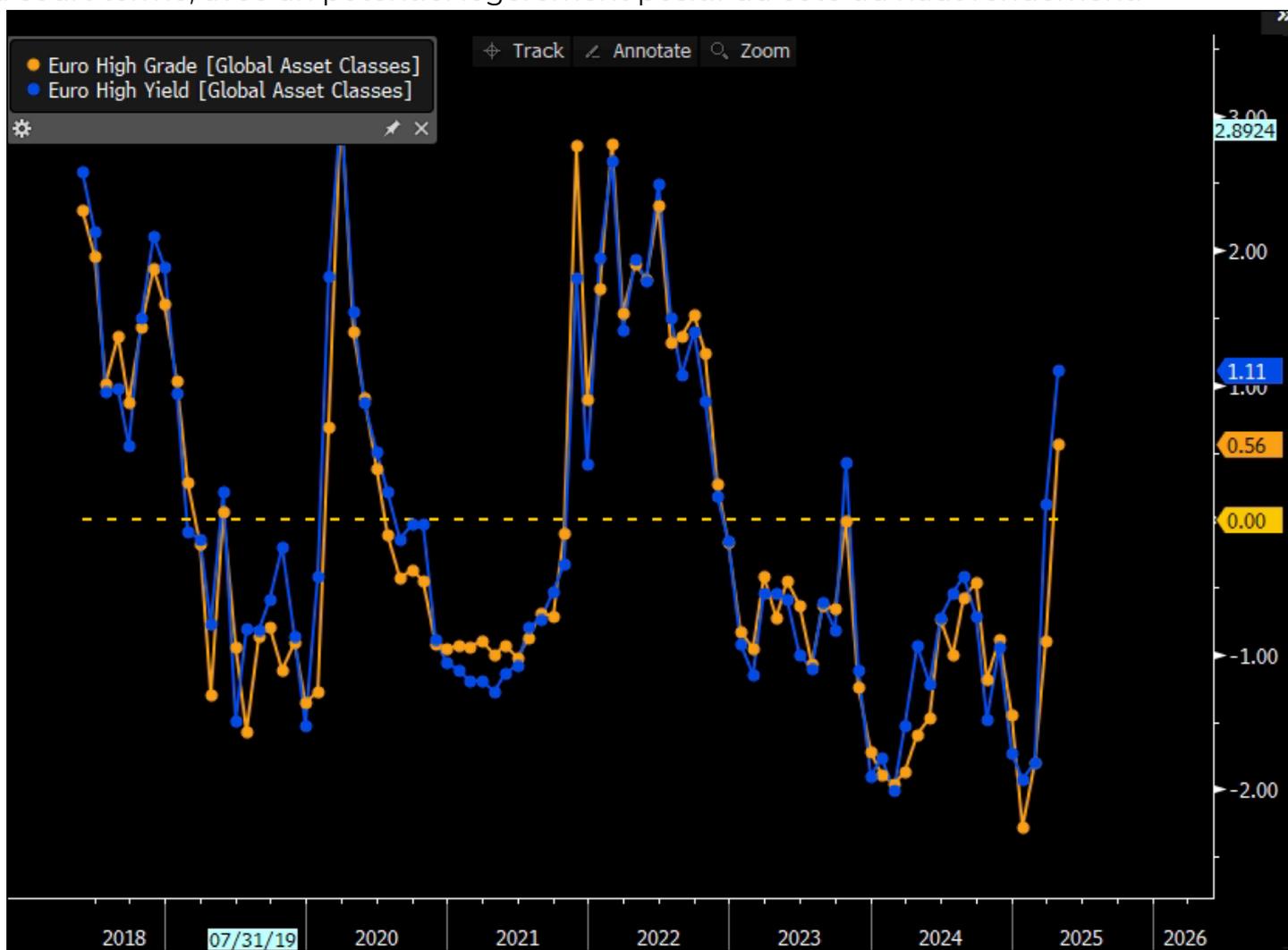


L'activité ralentie et pour preuve le dernier chiffre de l'ISM qui ressort à un niveau que l'on avait plus vu depuis 2009 et 2020. Est ce temporaire ou avons nous des chances de voir une persistance plus baissière à court terme? C'est la question que les gérants se posent. En tous cas, le dollar n'est pas si haussier puisque ce dernier perd 8% depuis le début de l'année et les hedge funds continuent de prendre des positions baissières comme le démontre le graphique ci-dessous.

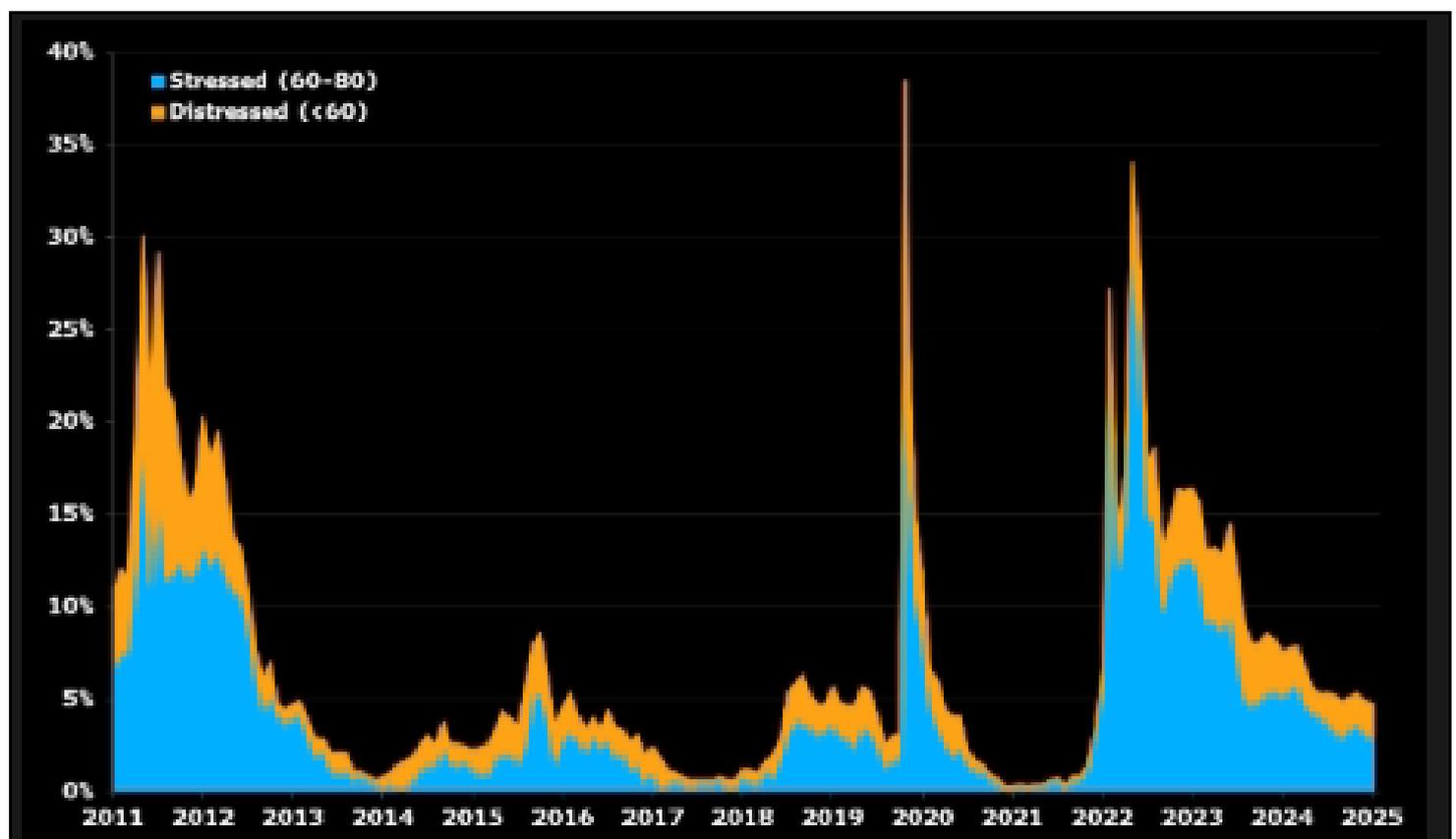


## II - Crédits

Les écarts de crédit en zone euro s'étaient creusés avec les tensions commerciales, mais après un net rebond, ils ne présentent plus vraiment de décote. Pour évaluer si une classe d'actifs est survendue ou trop chère, nous utilisons les écarts "normalisés" autrement dit, l'écart OAS corrigé de la moyenne et exprimé en écart-type sur les 12 derniers mois. Historiquement, lorsqu'un actif s'écarte de plus de deux écarts-types dans un sens ou l'autre, un mouvement de correction suit généralement. Les obligations de qualité (investment grade) ont vu leurs spreads passer de 85 points de base, leur plus bas niveau en quatre ans, à 128 points récemment, avant de revenir autour de 100. En termes normalisés, cela les place à  $-0,59$  écart-type, contre  $-2,3$  en janvier, ce qui suggère qu'elles ne sont plus surachetées. Du côté du haut rendement (junk), les écarts s'étaient encore plus élargis en avril, atteignant un niveau jugé attractif ( $1,1$  écart-type au-dessus de la moyenne), mais ont depuis reculé à  $-0,41$ , indiquant une valorisation redevenue tendue. Avec l'apaisement des tensions commerciales et les baisses de taux de la BCE déjà intégrées par les marchés, nous anticipons une évolution plutôt latérale du crédit européen à court terme, avec un potentiel légèrement positif du côté du haut rendement.

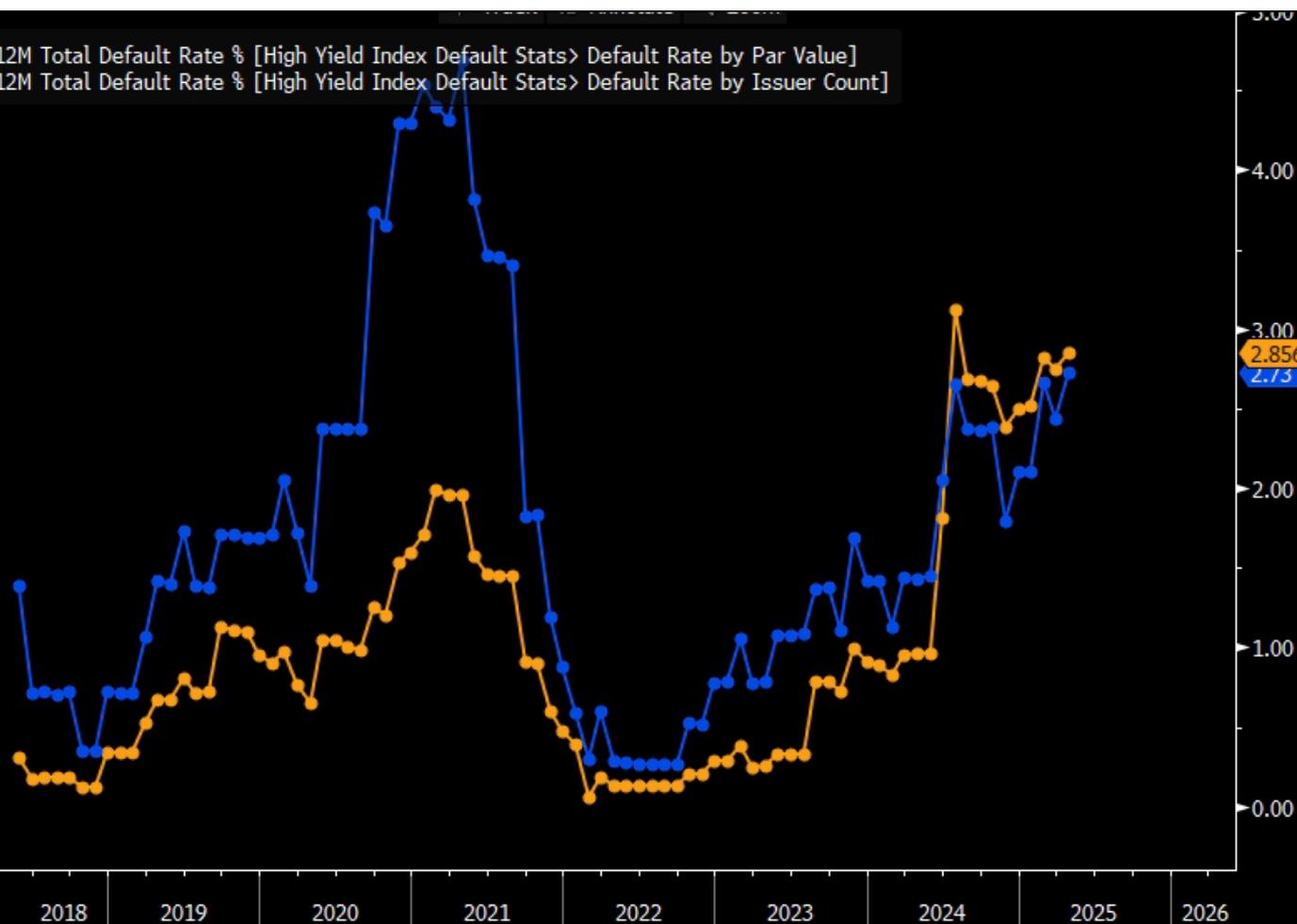


Depuis deux mois, la proportion d'obligations à haut rendement considérées comme « en détresse » c'est-à-dire celles se négociant sous 60, reste stable à 1,73 %. Ce chiffre pourrait néanmoins reculer dans les prochains mois, à mesure que des émetteurs déjà en défaut comme Kleopatra, SBBB ou Heimstaden seront exclus des indices de référence. Cette catégorie est souvent utilisée comme baromètre du risque de défaut, et les prévisions actuelles ne laissent pas penser que le taux annuel de défaut dépassera les 2,5 % en 2025. Même en envisageant le pire scénario à savoir un défaut simultané de tous les émetteurs les plus mal notés (entre CCC- et C), ajouté aux défauts déjà enregistrés sur les 12 derniers mois le taux maximal atteindrait 6,44 %, ce qui reste maîtrisé. Autre signe d'un marché plus calme les obligations « sous pression » (cotées entre 60 et 80) ont vu leur part passer de 3,78 % en mars à 3,17 %. En combinant les deux segments (en détresse et sous pression), on arrive à 4,9 % de l'indice total, un niveau bien inférieur au pic de 16,5 % atteint en 2023, et très loin des 39 % enregistrés au plus fort de la crise sanitaire.



Source: Bloomberg

● T12M Total Default Rate % [High Yield Index Default Stats> Default Rate by Par Value]  
● T12M Total Default Rate % [High Yield Index Default Stats> Default Rate by Issuer Count]



Source: Bloomberg

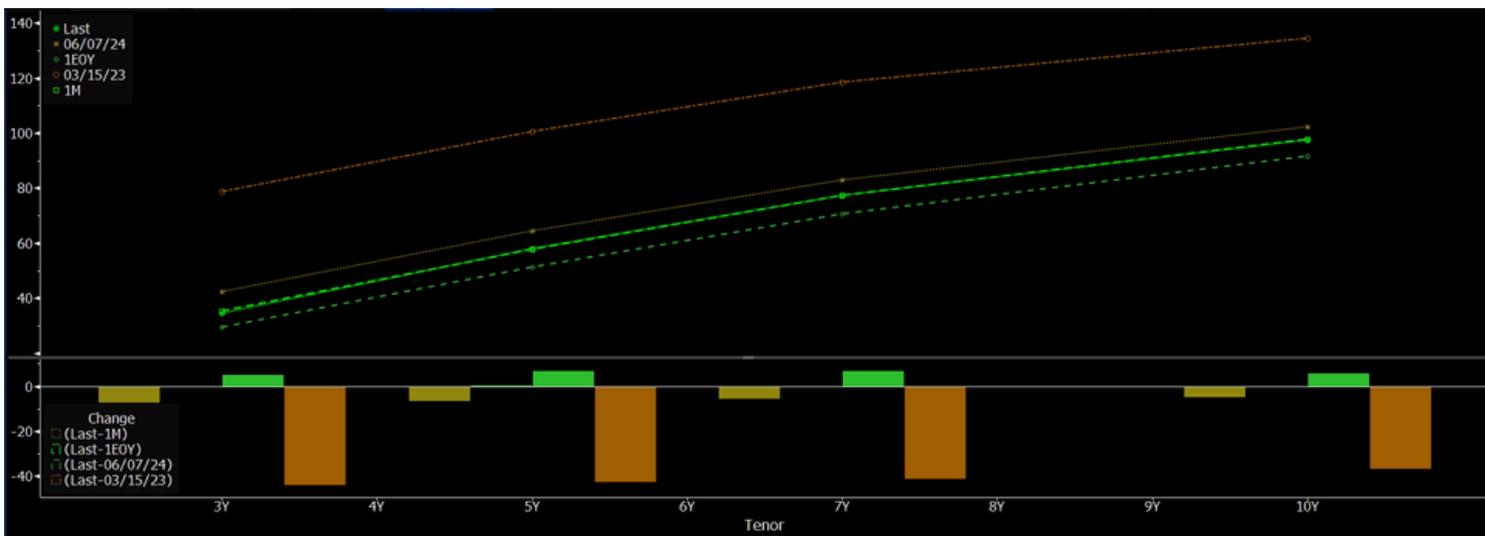
Le ratio Crossover/Main est monté à 5,20 après le rebond du marché, conformément à nos attentes, contre 5 début avril. Cette hausse s'explique par une reprise plus rapide du segment investment grade (Main) par rapport au haut rendement (Crossover), une fois ajustée du bêta. Toutefois, le ratio a rapidement reflué à 5,17 en une journée, suite à de nouvelles menaces de tarifs douaniers américains visant l'Union européenne. Ce retournement s'explique par le fait que les grandes entreprises européennes les premières touchées par les précédentes hausses de droits de douane avaient d'abord bénéficié du rebond, avant de reperdre du terrain sous la menace d'un durcissement commercial. Si aucun accord commercial ni signe d'apaisement n'émerge rapidement entre Bruxelles et Washington, ce ratio pourrait baisser davantage, car dans ce scénario, les spreads sur le crédit de qualité (Main) risquent de se détériorer plus que ceux du haut rendement (Crossover).



JVR INVEST  
GET HIGHER



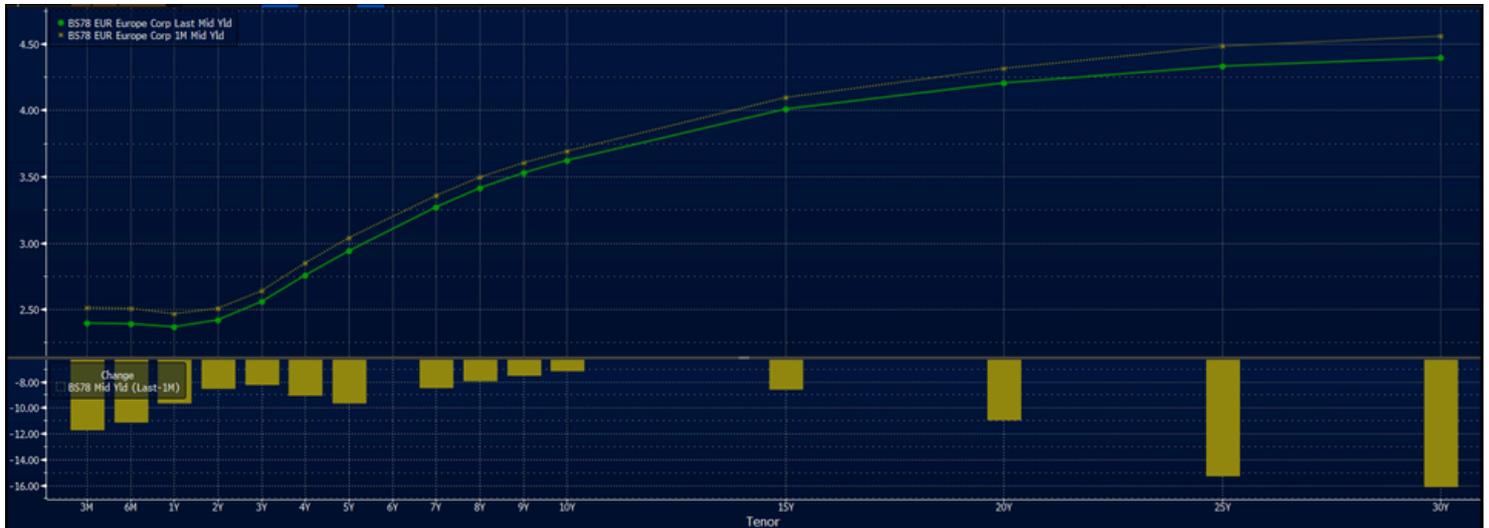
Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

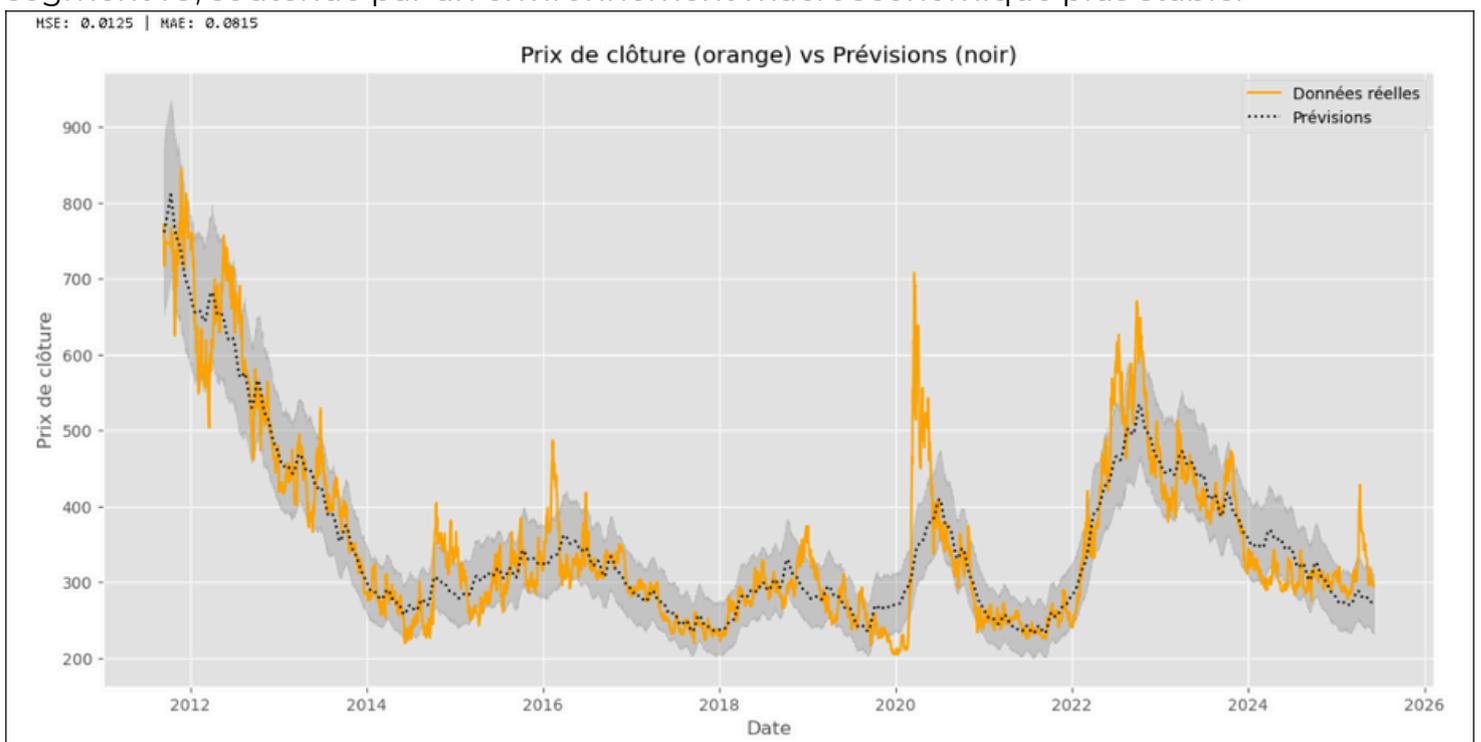
Ces dernières semaines, la courbe des spreads sur l'indice iTraxx Main s'est fortement pentifiée, dans un contexte de moindre nervosité autour des tensions commerciales. Cette évolution, aussi visible sur les obligations en cash, pourrait toutefois marquer une pause. En effet, les spreads sont revenus à des niveaux inférieurs à ceux observés en fin d'année, ce qui suggère un rebond peut-être trop rapide.

### EUR IG Corporate Yield Curve Aujourd'hui - 1 mois



Source : Bloomberg

Sur un horizon d'un mois, on observe un repli généralisé des rendements sur l'ensemble de la courbe. Les segments courts (3M à 1Y) enregistrent les baisses les plus significatives, de l'ordre de 12 à 14 points de base, tandis que les maturités longues (25Y-30Y) reculent également de 15 points de base. Ce mouvement de convergence traduit un aplatissement modéré de la courbe. Ce resserrement des niveaux de rendement peut s'expliquer par une combinaison de facteurs : des anticipations de baisse des taux directeurs de la BCE dans un contexte de désinflation, un raffermissement de la demande pour le crédit Investment Grade, et une compression des primes de risque. La baisse parallèle de la courbe par rapport au mois précédent indique une amélioration de la perception du risque sur le segment IG, soutenue par un environnement macroéconomique plus stable.



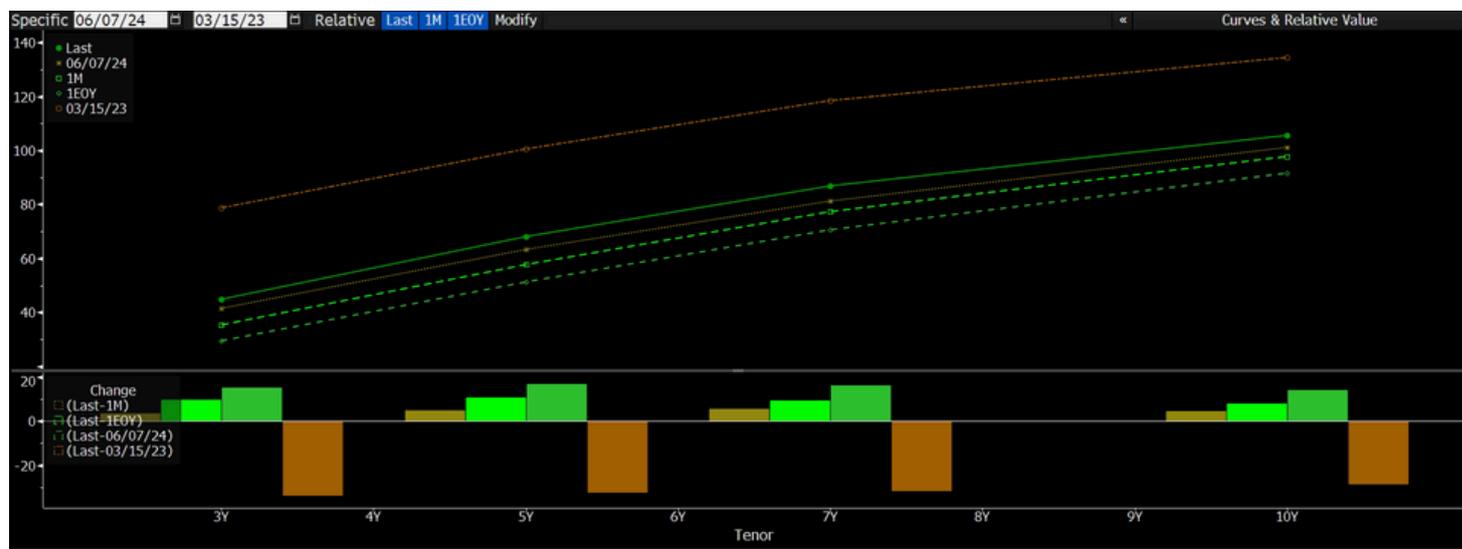
Itraxx Xover

Notre simulation permet d'avoir une vision prospective jusqu'en 2026, où l'on anticipe une stabilisation des prix dans une fourchette comprise entre 250 et 350, à moins de nouveaux chocs externes.

Sur le Main, une détente significative a été observée autour du 9 avril, avec un resserrement global d'environ 10 points de base en une seule journée, suite à la suspension des mesures tarifaires américaines. Malgré ce repli, les spreads du Main demeurent largement au-dessus de leurs niveaux de fin d'année.

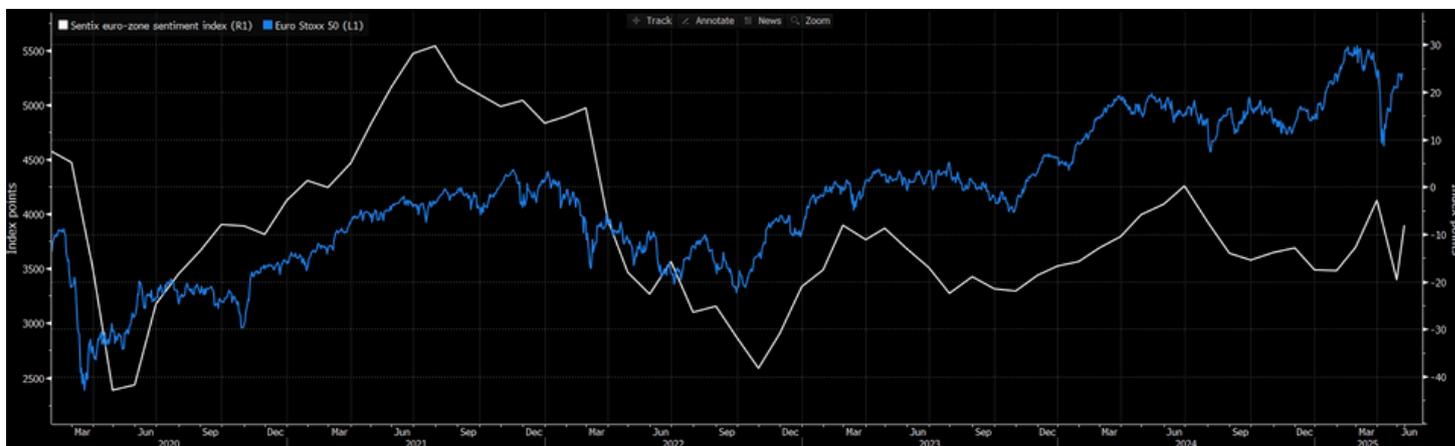
Dans ce contexte de tension accrue, la structure de la courbe a évolué : les ratios entre les segments 3-5 ans et 5-10 ans se sont nettement contractés par rapport au mois dernier. Le ratio 3s-5s s'établit désormais à 1,42 (contre 1,67 auparavant), tandis que celui des 5s-10s est passé de 1,74 à 1,43 — un mouvement de courbe particulièrement marquant.

Nous anticipons une nouvelle pentification haussière de la courbe, à l'image du marché cash, en cas de confirmation de la pause sur les mesures de rétorsion tarifaires européennes. Par ailleurs, les baisses de taux attendues de la BCE ce mois-ci devraient jouer en faveur d'un resserrement supplémentaire des spreads à court terme.



Source : Bloomberg

### III- a-Marchés européens



Source : Bloomberg

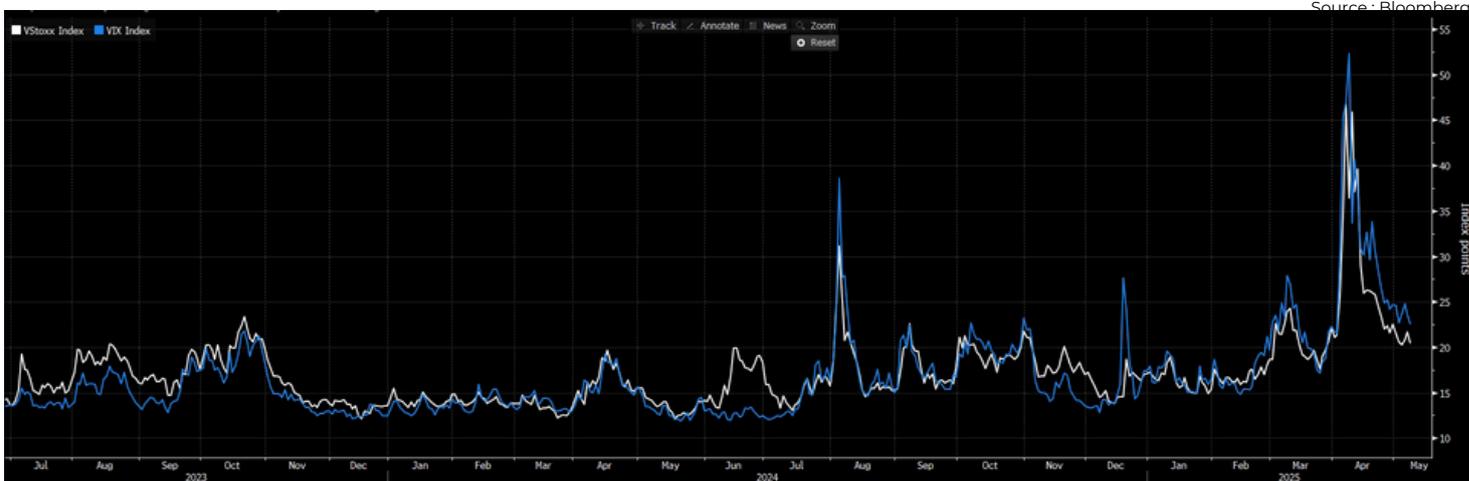
Les investisseurs recommencent à avoir confiance dans les marchés européens comme en témoigne le niveau de l'indicateur de sentiment Sentix qui accompagne le rebond initié fin avril.



Source : Bloomberg

La majeure partie des entreprises du Stoxx ont récupéré de leur plus bas sur 52 semaines.

Source: Bloomberg



En comparant le Vix et le Vstoxx on constate que les marchés européens ont une vitesse de récupération bien plus rapide qu'aux Etats-Unis.

Lots	Notional	Max Strike	Max Expiry	P/C Ratio	Delta	Gamma	Vega
815,470	22B EUR	500 93%	20 Jun 25	2.24	-743M EUR	763M EUR	19M EUR

Strike	Total	09-May-25	16-May-25	23-May-25	30-May-25	06-Jun-25	13-Jun-25	20-Jun-25	30-Jun-25	18-Jul-25	31-Jul-25	19-Sep-25
Total	21.8B	26.8k	3.6B	1.1M	53.6k	0	0	12.6B	0	17.9M	0	5.7B
520	1.2B	0	170M	0	0	0	0	799.6M	0	535.6k	0	269.6M
522.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	--
525	386.4M	0	0	0	0	0	0	129M	0	0	0	257.4M
527.5	31.8M	0	31.8M	0	0	0	0	0	0	0	0	--
530	324.7M	0	13.4M	0	0	0	0	212.9M	0	0	0	98.3M
532.5	2.7M	0	2.7M	0	0	0	0	26.8k	0	0	0	--
535	197.7M	26.8k	0	0	0	0	0	197.7M	0	0	0	0
537.5	2.7M	0	2.7M	0	26.8k	0	0	0	0	0	0	--
540	657.4M	0	85.5M	0	26.8k	0	0	531.3M	0	0	0	40.5M
542.5	71.9M	0	71.9M	0	0	0	0	0	0	0	0	--
545	274.6M	0	107.3M	1.1M	0	0	0	126M	0	0	0	40.2M
547.5	535.6k	0	508.8k	0	0	0	0	26.8k	0	0	0	--
550	1.3B	0	482.4M	0	0	0	0	656.6M	0	0	0	169.5M
552.5	53.6k	0	53.6k	0	0	0	0	0	0	0	0	--
555	56.2M	0	0	0	0	0	0	56.2M	0	0	0	0
557.5	399.6M	0	133.9k	0	0	0	0	399.5M	0	0	0	--

Source : Bloomberg

Ce tableau présente l'état des positions d'options sur le STOXX 600. On y voit un volume particulièrement concentré sur l'échéance du 20 juin 2025 (12.6 milliards), ce qui suggère une échéance importante pour le marché. Les montants engagés sur les strikes autour de 520 à 550 sont significatifs, et l'attention semble se cristalliser autour du niveau des 500 points, considéré comme un point d'ancrage ou de bascule par de nombreux intervenants. Le rapport entre options de vente et d'achat est clairement déséquilibré en faveur des puts, ce qui montre une certaine nervosité ou, à tout le moins, un besoin de couverture contre une baisse éventuelle de l'indice. Cet état d'esprit prudent se reflète aussi dans le delta globalement négatif, traduisant une exposition orientée à la baisse. L'agregat des positions affiche en revanche une sensibilité accrue aux mouvements rapides du marché, comme en témoigne un gamma élevé, tandis que la sensibilité à la volatilité implicite reste relativement faible. Dans l'ensemble, on a ici le reflet d'un marché positionné avec prudence, où l'on privilégie les protections ou les paris défensifs dans un contexte incertain. Il semble que les investisseurs cherchent à verrouiller certains niveaux de prix clés ou à se prémunir contre une baisse d'ici l'été.



Source : Bloomberg

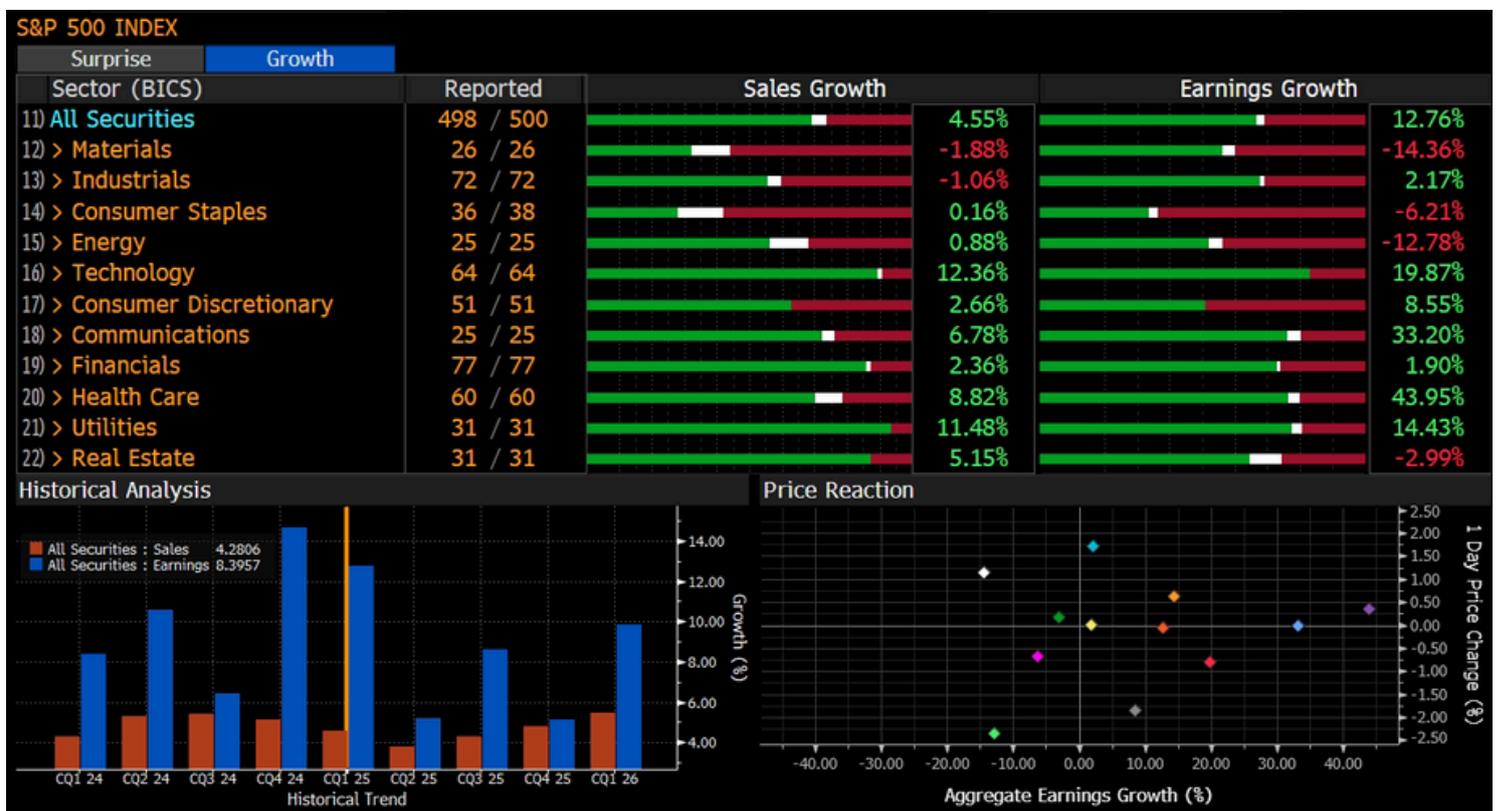
Ce graphique illustre l'évolution de la volatilité implicite à 3 mois du SXXP sur deux niveaux de moneyness : les options de protection (puts à 90 % du spot, en blanc) et les calls hors de la monnaie (110 %, en orange). L'écart entre les deux donne une mesure du skew, représentée en bas. On observe une prime persistante sur les puts, traduisant une demande marquée pour la couverture à la baisse. Le skew s'établit à 8,8 en ce moment, nettement au-dessus de sa moyenne historique, ce qui signale une perception de risque asymétrique. Ce contexte est particulièrement favorable aux stratégies exploitant cette distorsion de volatilité, comme les put spreads.



Source : Bloomberg

### III- b- Marchés Américains.

Le dernier bilan du S&P 500 montre une croissance globale des ventes de 4,55 % et des bénéfices de 12,76 %, sur la quasi-totalité des entreprises de l'indice. Les secteurs technologique (+12,36 % ventes, +19,87 % bénéfices), santé (+8,82 % ventes, +43,95 % bénéfices) et communications (+6,78 % ventes, +33,20 % bénéfices) affichent les meilleures performances. À l'inverse, l'énergie et les matériaux enregistrent des baisses marquées de leurs bénéfices (respectivement -12,78 % et -14,36 %) et une contraction de leurs ventes. La tendance historique confirme une progression plus rapide des bénéfices que des ventes. Enfin, la réaction des marchés reste mitigée, certains secteurs profitant de leurs bons résultats, d'autres non



Source : Bloomberg

L'image montre une forte hausse des mentions du mot « tarifs » dans les communications des entreprises du S&P 500 depuis début 2025, avec un pic à 1 650 en mai, puis 1 555 en juin. Les secteurs les plus concernés sont l'industrie (372 mentions), la santé (279) et la technologie (247). Cette tendance illustre l'importance croissante des questions tarifaires pour ces entreprises, dans un contexte économique incertain.



Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

Sur le Vix/Vix3m on voit clairement le pic de volatilité court terme courant avril typique des décompressions de volatilité. La recovery post choc a été plus que linéaire pour venir flirter maintenant avec la zone de vente sur l'indicateur.

Un examen attentif des dynamiques récentes entre l'indice S&P 500 et les anticipations de bénéfices à venir révèle une disjonction grandissante, qui pourrait bien forcer les experts à tempérer leurs projections. Tandis que le S&P 500, représenté par la courbe blanche, a défié les attentes en atteignant des cimes inédites tout au long de 2024 et au début de 2025, illustrant une ascension remarquable, les projections de bénéfices par action pour les 2 prochains trimestres, ont paradoxalement entamé une décrue perceptible à partir d'avril 2025. Cette érosion des prévisions de gains futurs, contrastant vivement avec la persistance de l'indice à des niveaux élevés, pointe vers une dissonance potentielle entre l'optimisme effervescent du marché et une révision plus pragmatique des fondamentaux. Historiquement, l'élaboration des prévisions de bénéfices "bottom-up" s'est souvent avérée empreinte d'une certaine exubérance en début d'année, suivie d'une série de corrections à la baisse au fil des mois. L'exemple récent, où les estimations de croissance pour le deuxième trimestre 2025 ont chuté de 9,3 % en mars à 4,9 % en juin, et où les révisions pour l'année 2025 dans son ensemble s'inscrivent dans cette lignée, confirme cette tendance récurrente. La diminution de ces horizons de croissance des profits, conjuguée à un indice boursier qui semble déjà avoir pleinement intégré les performances passées les plus éclatantes, met en lumière le risque que les valorisations actuelles du S&P 500 excèdent une réalité de bénéfices qui s'annonce plus modeste. Devant cette situation, il apparaît plausible que les analystes soient contraints d'ajuster leurs objectifs à des niveaux inférieurs, afin de réconcilier les attentes du marché avec une perspective de bénéfices plus en phase avec les réalités économiques.



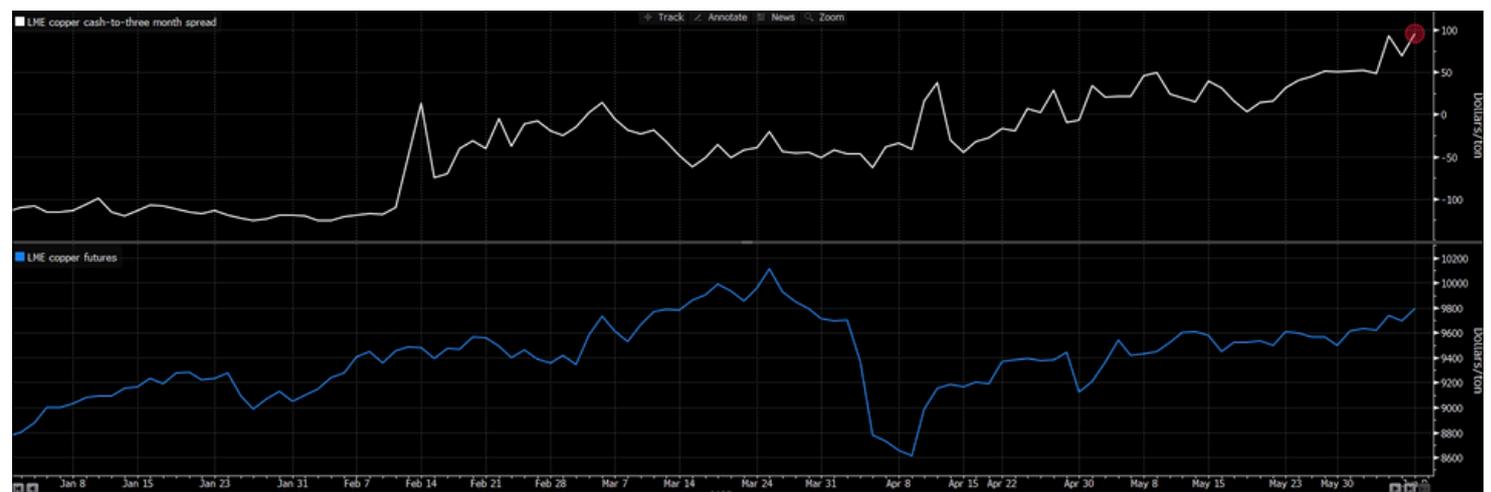
Source : Bloomberg

## IV. Métaux de base et Métaux précieux

### - Cuivre.

Les usines de transformation du cuivre implantées en Chine s'apprêtent à diriger une partie de leur production vers l'étranger, attirées par la promesse de meilleurs tarifs à l'échelle planétaire. Cette initiative, loin d'être anodine, braque les projecteurs sur un marché mondial qui semble de plus en plus tendu, avec des réserves qui changent de mains et des craintes persistantes liées aux barrières douanières.

Plusieurs fonderies chinoises envisagent de faire parvenir leurs cargaisons vers des entrepôts sécurisés sous régime douanier, ou directement vers les points de stockage du London Metal Exchange situés en Asie, avec des livraisons prévues pour les mois de juin et juillet. Il est important de noter que ces mouvements potentiels s'ajouteraient aux engagements de vente déjà établis sur le long terme.



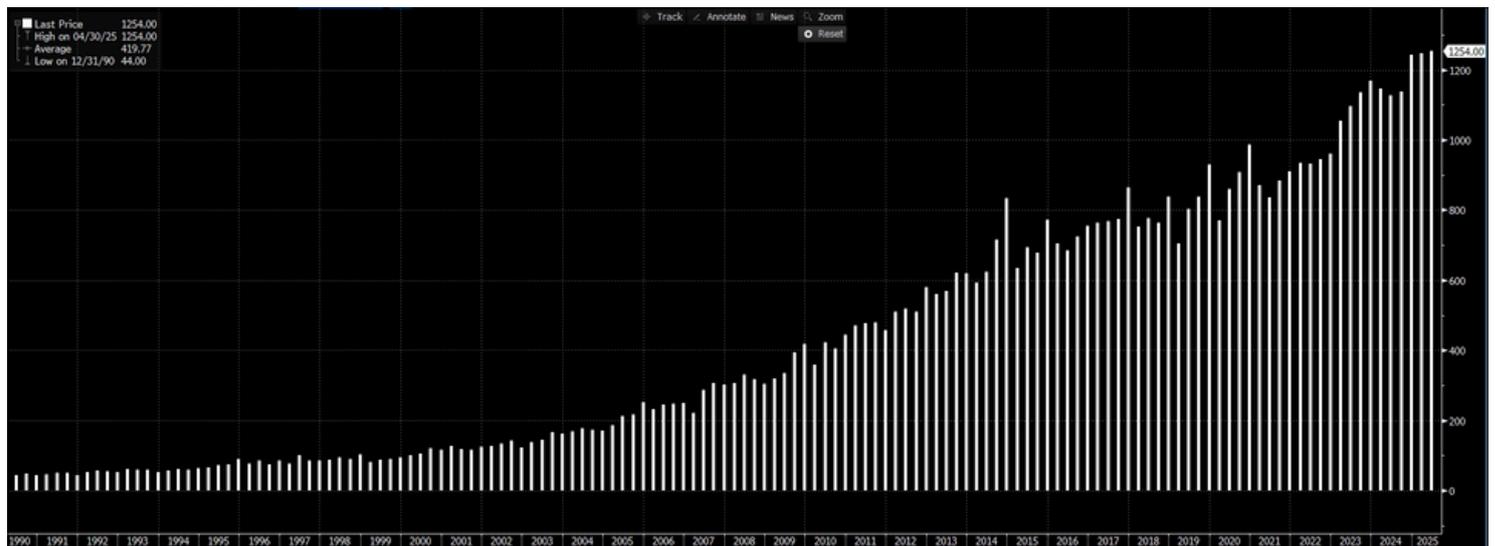
À Londres, les cours du cuivre ont bondi de 11 % cette année, déifiant les craintes d'une guerre commerciale américaine susceptible de freiner la croissance. Une enquête passée de l'administration américaine sur ce marché pourrait d'ailleurs ouvrir la voie à des taxes à l'importation. Résultat : les stocks LME fondent, tandis qu'ils gonflent aux États-Unis.

La tension mondiale est palpable : l'écart entre le prix au comptant et à trois mois du cuivre sur le LME s'est élargi en backwardation, signifiant des prix immédiats supérieurs aux futurs, indicateur d'une offre courte. Cet écart a même atteint un record depuis 2022. Les stocks LME immédiatement disponibles ont chuté de 78 % cette année (au plus bas depuis juillet 2023), contrastant avec l'explosion des réserves du Comex, au plus haut depuis 2018.

Bien que la Chine soit le premier consommateur et un importateur net majeur, ses flux ont ponctuellement changé de direction, en partie grâce à sa production intérieure en forte hausse. Ses fonderies devraient produire près de la moitié du cuivre raffiné mondial cette année. Ces exportations d'arbitrage interviennent alors que le marché chinois s'affaiblit, typique de la trêve estivale. La prime du cuivre de Yangshan (indicateur de la demande d'importation) a diminué de moitié en un mois, et les stocks du Shanghai Futures Exchange ont légèrement repris après des ponctions records.



JVR INVEST  
GET HIGHER

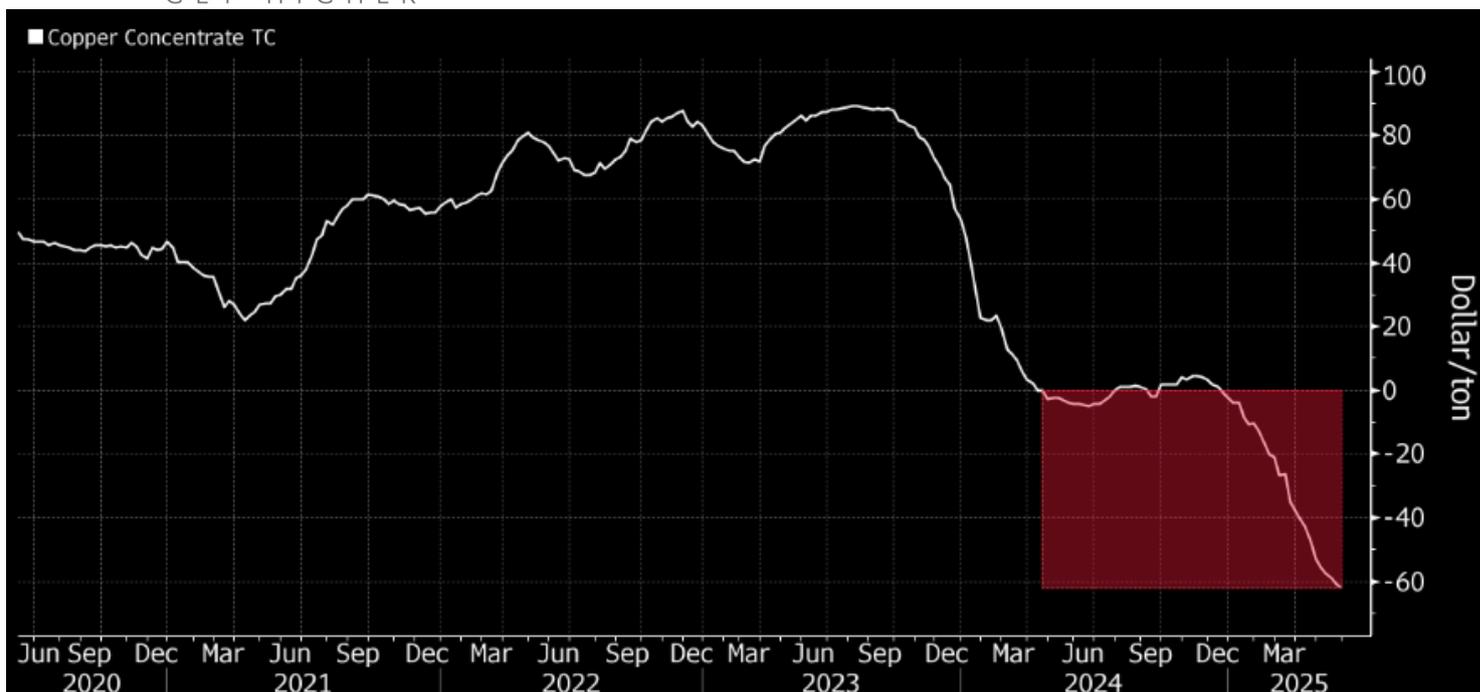


Source : Bloomberg

La Chine, championne incontestée de la production de cuivre affiné, a vu sa production atteindre un niveau historique cette année. Cette envolée se produit malgré un climat de tensions commerciales qui assombrit pourtant les perspectives de la demande mondiale. Cette surabondance crée une concurrence féroce, transférant un pouvoir de négociation accru aux géants miniers mondiaux. Dans ce contexte, les frais de traitement du cuivre, qui constituent habituellement une source de revenus majeure pour les usines de transformation, ont plongé en territoire négatif sur le marché au comptant. À titre d'exemple, le groupe minier chilien Antofagasta aurait même suggéré des frais négatifs pour ses livraisons contractuelles destinées aux fonderies durant la seconde moitié de l'année. Cette situation critique pour les fonderies mondiales laisse présager des réductions de capacité, à l'image de la fermeture d'une usine Glencore aux Philippines en février. Elle focalise l'attention sur la résilience inattendue de la production chinoise et sa durabilité. On peut expliquer cette robustesse par la domination des producteurs étatiques et de fonderies chinoises plus grandes, efficaces et compétitives. Trois nouvelles usines majeures ayant ouvert l'an dernier ont compensé les difficultés des opérations plus modestes. L'approvisionnement en minerai ne semble pas poser problème, les importations de concentré ayant augmenté de 7,4 % sur les cinq premiers mois.



JVR INVEST  
GET HIGHER



Les coûts de traitement du concentré de cuivre, essentiels aux revenus des fonderies, sont tombés en dessous de zéro sur le marché au comptant dès décembre, atteignant même -60 dollars la tonne le mois dernier. Cette situation critique menace désormais les approvisionnements à terme de connaître un sort similaire. Concrètement, cela signifie que les fonderies paient désormais plus cher pour le minerai de cuivre que la valeur marchande du métal pur qu'il contient, bouleversant leur modèle économique.

## - Gold.

L'or s'est stabilisé après avoir cédé près de 2 % au cours des deux sessions précédentes, porté par l'espoir d'un apaisement des tensions commerciales entre les deux principales puissances économiques mondiales.

Le métal précieux s'échangeait au-dessus de 3 315 dollars l'once, après avoir reculé vendredi à la suite de chiffres de l'emploi américains meilleurs que prévu, ce qui a atténué certaines inquiétudes sur un ralentissement économique aux États-Unis. De nouvelles discussions commerciales sont prévues ce lundi à Londres entre les délégations de Washington et Pékin, avec une attention particulière portée sur la position stratégique de la Chine dans la production de terres rares. Les investisseurs surveilleront également de près les résultats d'une adjudication d'obligations américaines à long terme prévue ce jeudi. Le climat international de défiance vis-à-vis de la dette américaine transforme ce qui est habituellement une opération de routine en un événement très attendu. Un résultat décevant pourrait profiter à l'or, perçu comme une valeur refuge. Cela pourrait renforcer la dynamique haussière du métal jaune, qui a déjà progressé de plus de 25 % depuis le début de l'année, porté par une conjoncture économique et géopolitique de plus en plus instable. Les banques centrales continuent par ailleurs de soutenir la demande, et la banque centrale chinoise a prolongé en mai ses achats d'or pour un septième mois consécutif, selon les dernières données publiées ce week-end.



Source : Bloomberg

Le ratio entre les contrats à terme sur le cuivre et ceux sur l'or reste un indicateur clé de la dynamique économique globale. Traditionnellement, un ratio élevé reflète une confiance dans la croissance (le cuivre étant un métal industriel), tandis qu'un ratio faible suggère une préférence pour les actifs refuges, typiquement en période d'incertitude. Les marqueurs bleu clair (indicateur mensuel de récession des États-Unis) restent actifs sur le graphique, marquant des périodes de tension macroéconomique. Historiquement, ces activations coïncident avec des creux dans le ratio cuivre/or. Le maintien de l'indicateur actif en 2025, malgré une légère remontée récente du ratio, suggère que le marché reste vigilant face au risque de récession.



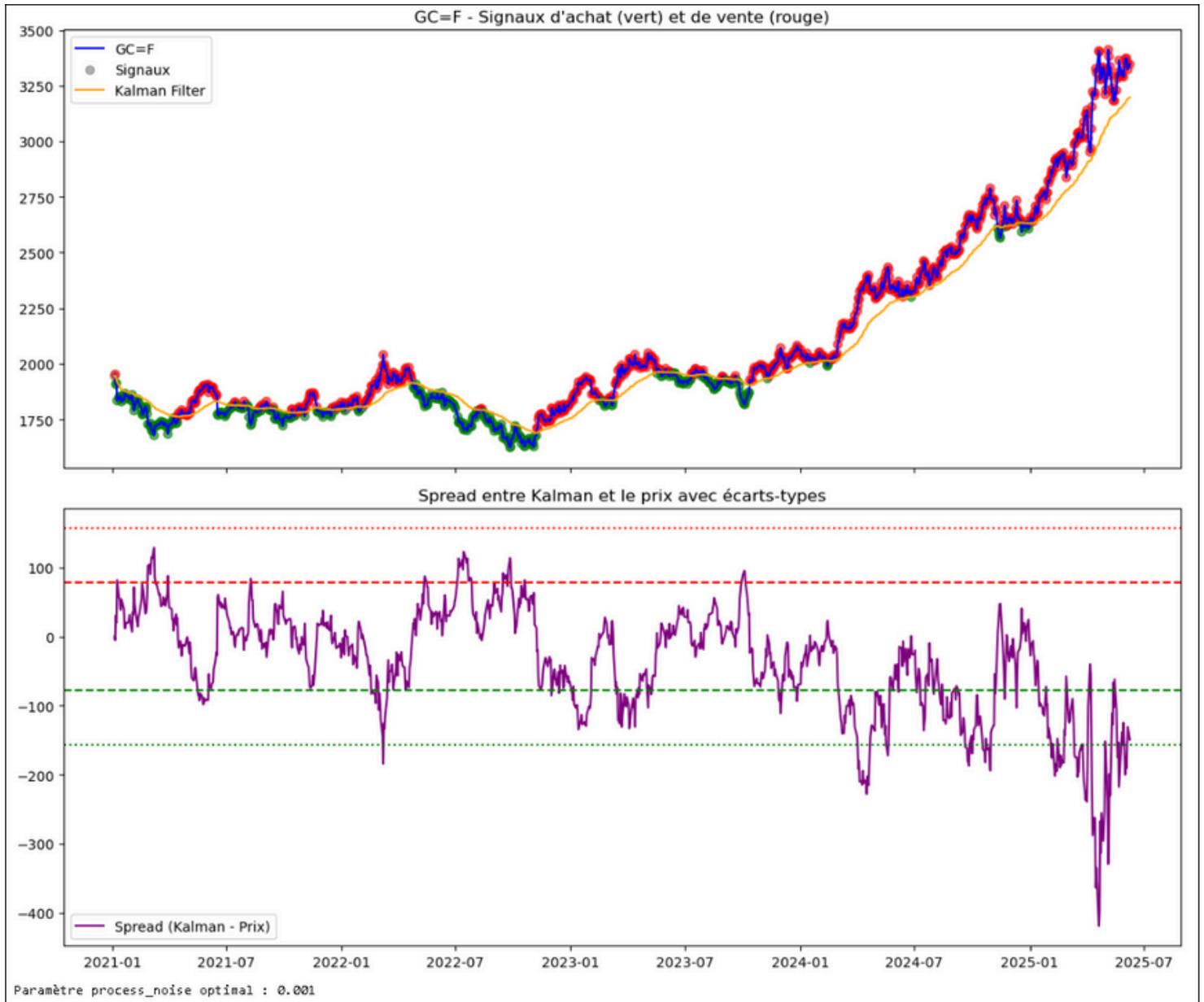
JVR INVEST  
GET HIGHER



Source : Bloomberg

Le cours de l'or poursuit sa progression, atteignant 3 310 dollars l'once, soutenu par un regain d'intérêt spéculatif visible dans les positions longues nettes non-commerciales. Celles-ci ont franchi les 187 000 contrats début juin 2025, en forte hausse par rapport aux niveaux observés plus tôt dans l'année. Cette remontée traduit une confiance renouvelée des investisseurs sur la poursuite de la tendance haussière du métal précieux, dans un contexte toujours marqué par l'incertitude macroéconomique et les tensions géopolitiques.

La corrélation entre le prix de l'or et le positionnement spéculatif se renforce, suggérant un mouvement soutenu à la fois par les fondamentaux et par les flux. Toutefois, ce positionnement élevé pourrait aussi signaler une vulnérabilité à court terme. Un retournement du sentiment de marché ou une hausse surprise des rendements réels pourrait rapidement provoquer des dégagements. Pour l'heure, l'or reste porté par un environnement favorable, mais l'accumulation de positions longues appelle à la prudence.

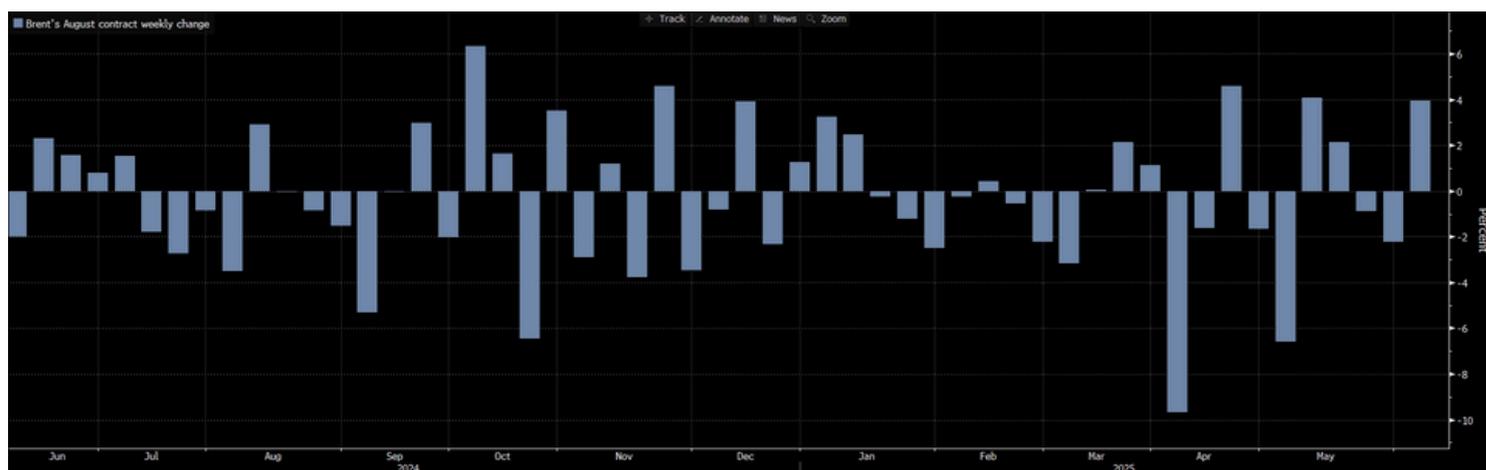


## V- Energie

Les cours du pétrole sont restés relativement stables après une hausse enregistrée jeudi, stimulée par un regain d'optimisme lié à l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Cette détente fait suite à un échange téléphonique entre les présidents Donald Trump et Xi Jinping, au cours duquel les deux dirigeants ont convenu de reprendre les discussions afin de régler les différends commerciaux, notamment sur les droits de douane et l'accès aux terres rares.

Dans ce contexte, le Brent évoluait autour de 65 dollars le baril, se dirigeant vers sa première progression hebdomadaire depuis la mi-mai, tandis que le WTI frôlait les 63 dollars. Depuis le début du second mandat de Trump, les prix du pétrole ont reculé d'environ 20 %, impactés par les inquiétudes sur les conséquences des conflits commerciaux sur la demande mondiale. Toutefois, depuis la mi-mai, la volatilité a diminué alors que les marchés intègrent plusieurs facteurs : l'évolution des négociations sino-américaines, la hausse saisonnière de la consommation liée à l'été, les tensions géopolitiques notamment en Iran et en Russie, ainsi que la possibilité d'un retour progressif de l'offre de l'alliance OPEP+.

Par ailleurs, les observateurs s'interrogent sur la position que prendra l'Arabie saoudite lors de la prochaine réunion de l'OPEP et de ses partenaires prévue le 6 juillet. Riyad pourrait pousser à une reprise plus rapide des volumes mis en pause, dans le but de récupérer des parts de marché perdues. Sur les marchés d'options, les anticipations d'un excès d'offre à la fin de l'année et en 2026 se renforcent. Les positions ouvertes sur les options de spread calendaire du brut WTI, mesurant l'écart entre les prix selon les échéances de livraison, ont atteint un sommet historique cette semaine, d'après les données du CME Group.



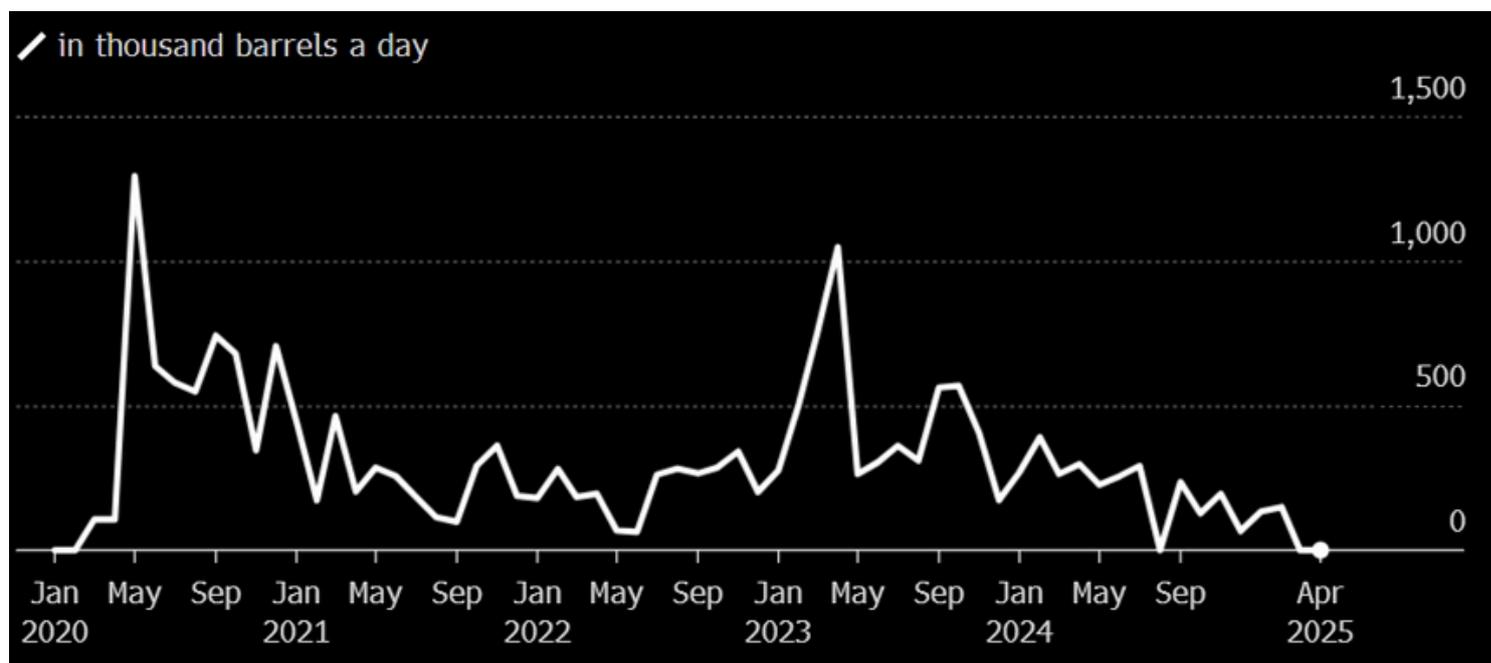
Source : Bloomberg



La Chine, premier importateur mondial de brut, a suspendu ses achats de pétrole américain pour un second mois consécutif, conséquence directe des tensions commerciales prolongées avec les États-Unis. Selon les données publiées par le Census Bureau, cette absence de flux commerciaux a contribué à une contraction des exportations américaines de brut, tombées en avril à leur niveau le plus bas de l'année.

À titre de comparaison, sur la même période en 2024, la Chine importait en moyenne 297 000 barils/jour de brut en provenance des États-Unis, un volume qui avait été multiplié par trois en 2023. La double absence d'achats en mars et avril constitue une première depuis la période de perturbation liée à la pandémie.

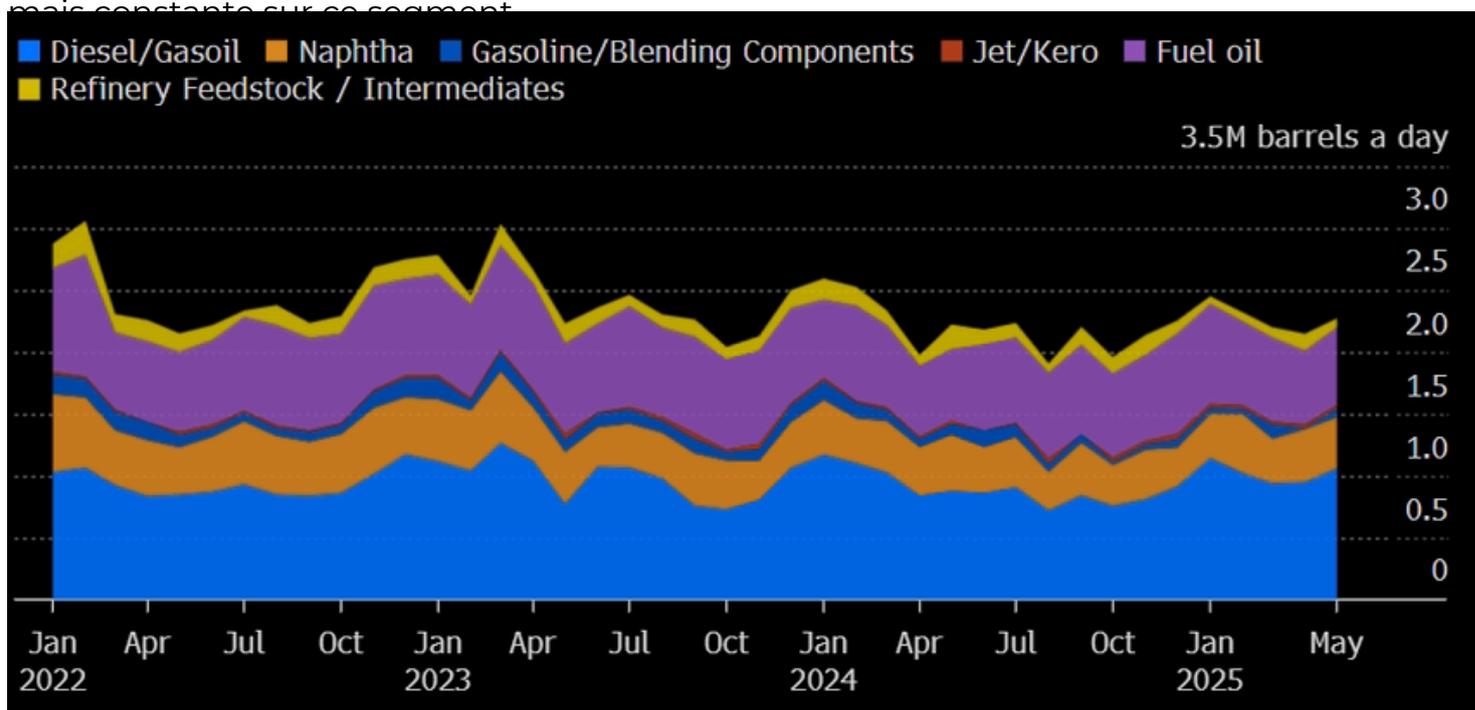
Ce désengagement chinois pèse directement sur les producteurs américains de schiste, fortement exposés à la demande externe pour maintenir leur rentabilité et soutenir leurs niveaux d'activité. Ce repli intervient dans un contexte où l'OPEP+ procède à une remontée progressive de sa production, avec en particulier une stratégie saoudienne visant à reprendre des parts de marché cédées aux producteurs non conventionnels américains. La combinaison d'un accès réduit au marché chinois et d'une concurrence accrue sur l'offre mondiale pourrait accentuer les pressions sur les marges et les volumes exportés par le secteur pétrolier américain.

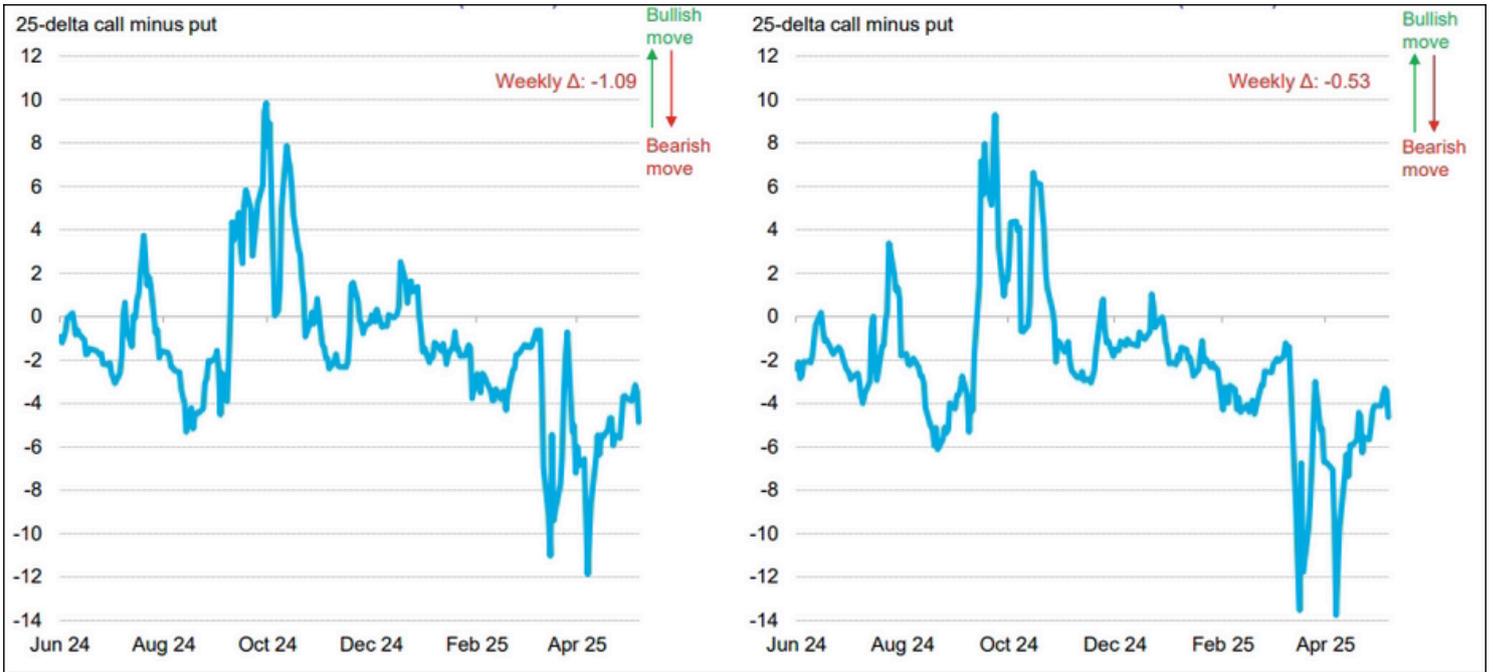


Source : Bloomberg

En mai 2025, les exportations maritimes russes de produits pétroliers raffinés ont affiché des évolutions différenciées selon les segments, avec en tête une nette reprise des flux de diesel, contrastant avec le repli du naphtha et des matières premières de raffinage.

Les exportations de diesel et de gasoil ont grimpé à environ 1,1 million de barils par jour, en hausse de 11 % par rapport à avril, atteignant ainsi leur plus haut niveau depuis janvier 2025. Ce volume représente également une hausse de 20 % par rapport à mai 2024. Cette progression est principalement attribuable à l'intensification des cargaisons en provenance des ports de la mer Noire, qui ont permis d'alimenter davantage les marchés turc et asiatique. En revanche, les ports baltes ont réduit leurs flux de diesel au profit du fuel oil. Les volumes de naphtha ont enregistré une baisse de 4 %, s'établissant à 415 000 barils par jour. Cette diminution est essentiellement due à une contraction marquée des exportations vers l'Asie, tandis que les flux à destination d'autres régions ont légèrement progressé, sans compenser totalement ce recul. Concernant le fuel oil, les expéditions ont augmenté de 5 % pour atteindre 623 000 barils par jour, principalement grâce à une hausse des chargements dans les ports baltes, venue compenser une baisse d'activité en mer Noire. Ce segment a été porté par une augmentation notable des livraisons à destination de l'Afrique, en particulier vers l'Égypte, qui reste un débouché stratégique pour les excédents russes en fuel lourd. En parallèle, les exportations de charges intermédiaires de raffinage, telles que le vacuum gasoil, ont subi une chute brutale de 45 %, tombant à 75 000 barils par jour. Cette baisse pourrait signaler une priorisation accrue du traitement domestique par les raffineries russes, notamment dans un contexte de reprise progressive des capacités après les maintenances de printemps. Les expéditions d'essence et composants de mélange ont quant à elles rebondi à 66 000 barils par jour, tandis que les flux de kérosène/jet fuel sont restés stables à 33 000 barils par jour, confirmant une demande internationale modérée mais constante sur ce segment.





Source : Bloomberg

Les skews à un mois demeurent en territoire négatif ce qui n'augure rien de bon pour le pétrole même après l'apaisement des tensions entre la Chine et les Etats-Unis.

Calls										30-May-25	Puts									
17	48	77	110	139	171	349	536	717	Days to expiry	17	48	77	110	139	171	349	536	717		
Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jun-26	Dec-26	Jun-27	Strike	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jun-26	Dec-26	Jun-27		
										60.79										
692	3	52	2	10	134	-	-	-	45.00	10,653	9,541	10,017	3,267	571	7,059	299	752	100		
400	28	335	18	-	511	-	500	-	50.00	24,262	15,975	24,513	2,440	733	19,741	4,710	3,838	-		
812	2,268	1,160	91	96	1,960	6	1	-	55.00	20,771	9,297	22,731	4,763	1,731	17,699	3,578	2,605	100		
5,055	7,304	6,483	4,133	634	5,703	1,829	4,354	-	60.00	22,551	6,551	13,335	11,848	6,266	22,272	5,717	4,950	100		
1,784	1,187	1,110	133	23	759	75	360	1,500	60.50	2,198	898	881	174	79	195	75	15	-		
5,097	5,446	1,649	1,273	130	869	76	676	-	61.00	5,431	2,879	2,408	5,427	376	216	100	25	-		
2,282	1,496	2,020	173	64	309	1	-	600	61.50	1,847	739	279	142	99	237	1	-	600		
8,087	12,314	4,218	384	103	827	315	505	-	62.00	4,947	13,469	2,676	2,994	71	635	2	5	-		
5,765	1,219	1,118	163	45	325	-	250	-	62.50	1,588	634	1,656	314	103	313	301	-	-		
7,078	4,425	903	342	2,411	3,321	-	750	-	63.00	3,338	2,865	391	265	256	345	301	-	-		
4,179	1,601	173	46	45	215	140	500	-	63.50	757	364	350	25	61	350	46	1	-		
5,036	1,690	1,199	259	132	1,166	313	1,250	-	64.00	1,296	1,100	2,012	491	80	2,230	16	2	-		
1,223	1,419	1,006	110	174	139	-	1,500	-	64.50	687	261	263	92	81	109	16	1	-		
17,269	23,964	10,565	5,900	1,189	12,044	2,399	5,531	100	65.00	7,312	3,268	16,150	3,028	1,901	14,521	2,700	5,789	-		
3,181	977	1,333	232	60	1,494	-	3,050	-	65.50	560	575	327	14	73	311	2	3	-		
6,490	5,467	781	417	222	1,197	401	1,886	-	66.00	3,228	3,038	765	904	58	640	-	32	-		
2,739	488	1,699	41	183	1,232	50	1,400	-	66.50	767	234	208	57	98	493	6	-	-		
5,903	4,736	3,118	459	329	3,944	533	450	-	67.00	684	2,121	349	1,354	178	276	19	-	-		
5,334	774	1,362	227	241	1,457	300	1,465	-	67.50	2,604	810	310	137	16	283	19	300	-		
6,723	7,242	2,578	1,241	367	2,005	10	503	-	68.00	1,578	1,209	775	119	88	468	-	2	-		
2,775	1,518	1,824	19	111	2,626	225	1,565	-	68.50	2,255	725	372	19	36	50	-	-	-		
4,140	2,174	1,458	60	220	1,923	-	3,300	-	69.00	867	1,654	280	31	48	336	-	1	-		
1,484	530	1,799	232	273	1,073	-	815	-	69.50	302	185	136	228	25	77	-	3	-		
18,421	12,731	12,821	2,238	1,207	14,245	4,666	7,282	150	70.00	5,251	578	4,841	126	101	6,404	300	453	-		
11,372	25,064	13,278	3,911	516	14,488	7,317	9,225	1,551	75.00	287	39	379	17	4	3,534	-	-	-		
9,029	17,676	12,138	4,317	2,223	15,151	5,889	6,045	-	80.00	106	46	1,055	26	-	422	-	6,750	-		
5,793	8,008	14,939	2,027	1,416	11,654	1,372	2,168	-	85.00	114	1	44	-	70	2,990	-	500	-		
502	124	568	-	-	2,194	451	1,836	-	150.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
1	-	160	73	-	280	450	1,670	-	200.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

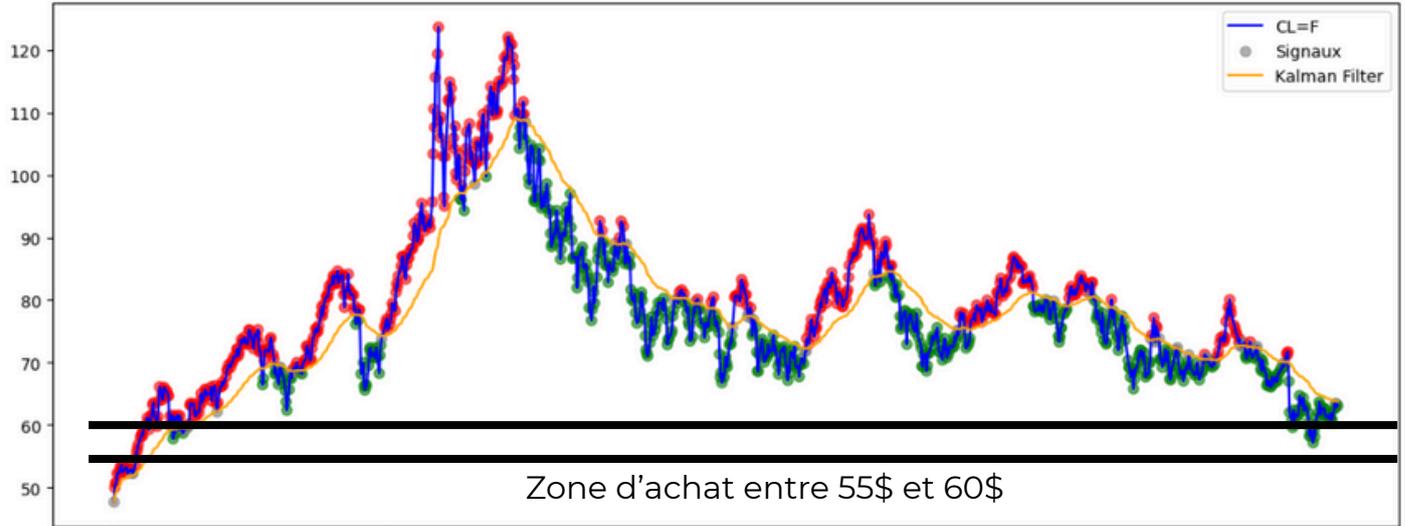
Source : Bloomberg

Beaucoup d'agents prennent de la couverture sous les 60\$ sur le WTI reflétant ainsi un sentiment de prudence accrue à l'égard des futurs mouvements du brut.



JVR INVEST  
GET HIGHER

CL=F - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



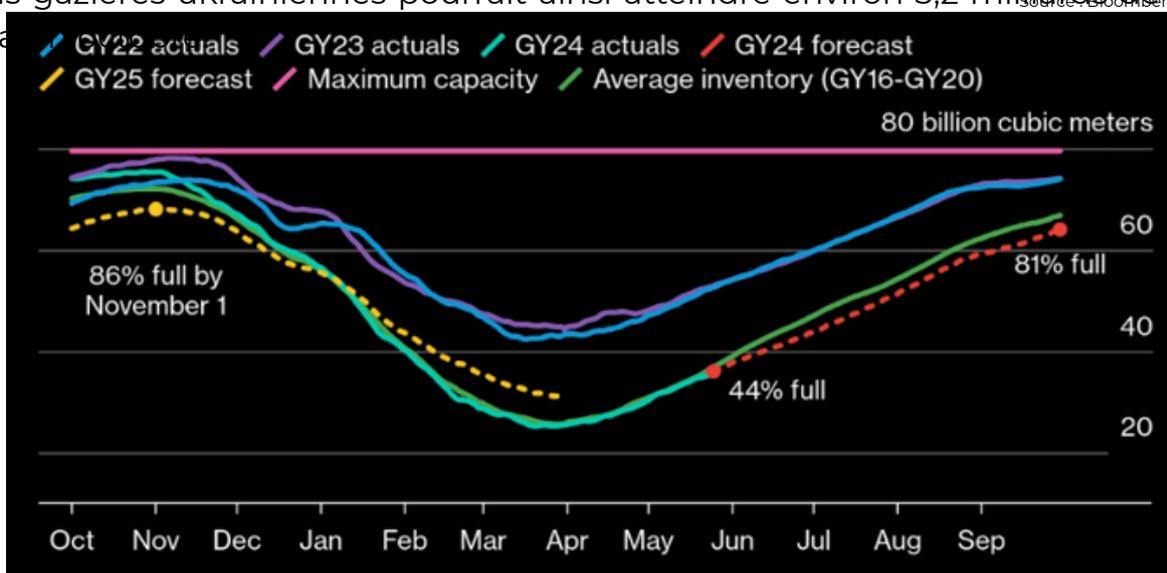
Paramètre process\_noise optimal : 0.001



### **Nat Gas & LNG**

Les prévisions de remplissage des stocks de gaz pour l'Europe du Nord-Ouest, l'Italie et l'Autriche ont été revues à la baisse, avec un niveau attendu autour de 86 % d'ici le 1er novembre. Cela représente une diminution d'environ 8 points par rapport aux projections précédentes, bien que cette estimation reste compatible avec l'objectif provisoire de 83 % à atteindre entre le 1er octobre et le 1er décembre 2025. Cette révision s'explique principalement par une baisse anticipée des livraisons de gaz naturel liquéfié (GNL) vers l'Europe durant le reste de l'été. Cette tendance est liée à une hausse prévue des importations en Chine et en Corée du Sud, ainsi qu'à un recul modéré de l'offre mondiale. En Chine, cette dynamique est alimentée par une demande plus forte du secteur électrique et par un assouplissement des tensions commerciales, notamment via une réduction des droits de douane. En Corée du Sud, la diminution du recours au charbon dans la production d'électricité explique l'augmentation des besoins en GNL. Parallèlement, les volumes exportés par certains fournisseurs, notamment depuis les États-Unis et la Malaisie, ont été réévalués à la baisse. Dans le nouveau scénario envisagé, environ 30 milliards de mètres cubes de gaz devraient être injectés dans les infrastructures de stockage entre juin et fin octobre, soit près de 10 milliards de plus qu'à la même période l'an dernier. Si l'objectif minimum de 75 % de remplissage est retenu, les besoins en injection chuteraient à environ 24 milliards de mètres cubes, un niveau proche de celui observé entre juin et septembre de l'année gazière 2022-2023. Cependant, des risques persistent sur le plan de l'approvisionnement. Des températures estivales supérieures à la moyenne en Asie pourraient accroître la concurrence pour les cargaisons de GNL. De plus, des interruptions non planifiées ou des maintenances prolongées des infrastructures norvégiennes pourraient également affecter les flux vers l'Europe, particulièrement en septembre, période généralement chargée en interventions techniques.

Par ailleurs, les sorties de gaz depuis la zone concernée sont en hausse, en lien avec les efforts de l'Ukraine pour remplir ses propres réserves en prévision de l'hiver. Le volume des importations gazières ukrainiennes pourrait ainsi atteindre environ 3,2 milliards de mètres cubes d'ici la



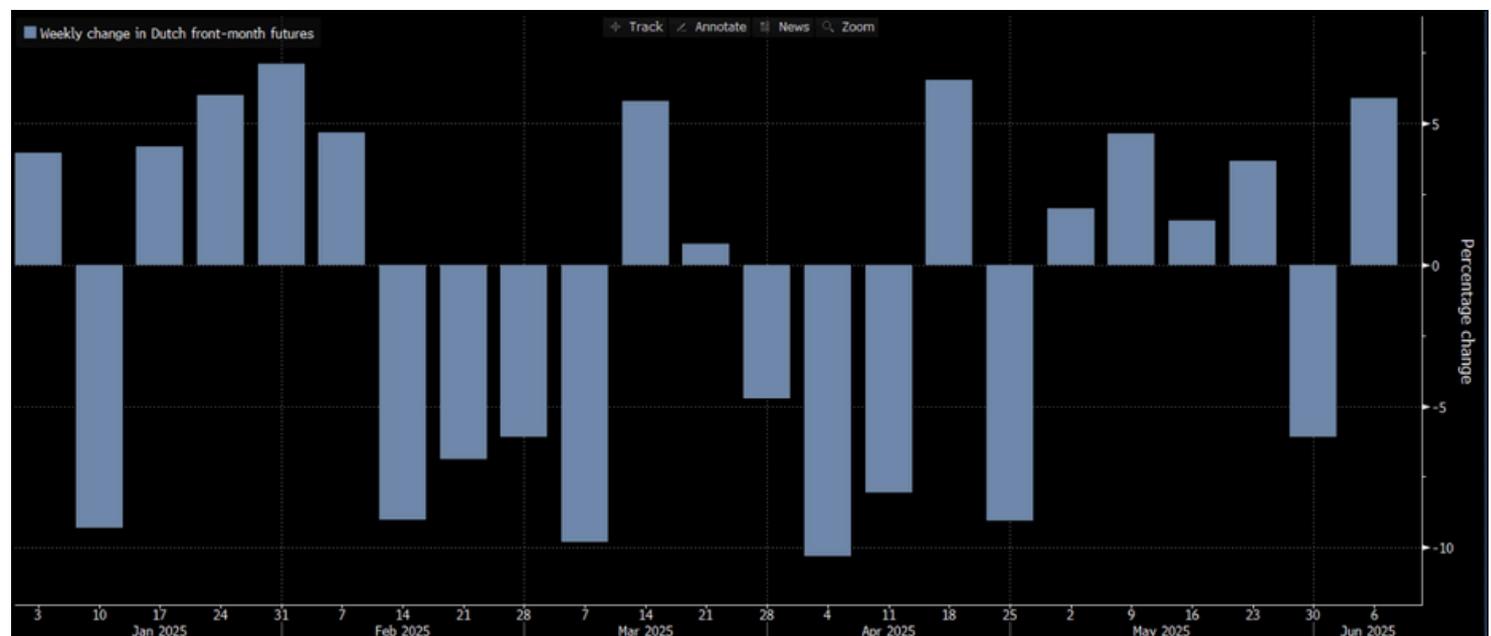
Niveaux de stock de gaz en stockage souterrain dans la région européenne

Les prix du gaz naturel en Europe ont enregistré leur plus forte hausse hebdomadaire depuis le début de la période de reconstitution des stocks, sur fond de baisse des livraisons en provenance du principal fournisseur, alimentant les inquiétudes quant à un resserrement du marché.

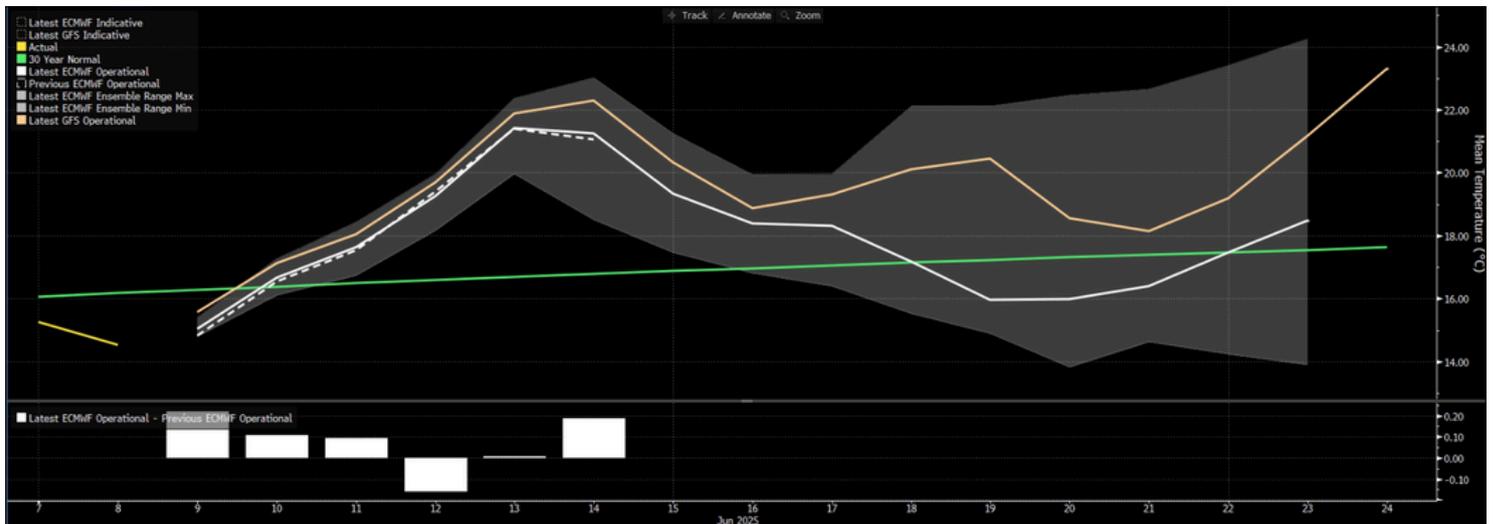
Les contrats à terme de référence ont progressé de 5,9 % sur la semaine, marquant leur plus grand bond depuis le lancement des opérations de remplissage des réserves en avril. Les niveaux de stockage restent inférieurs à la normale après un hiver rigoureux, et certains sites, notamment en Allemagne, peinent à se reconstituer rapidement.

Les difficultés d'approvisionnement compliquent les efforts de remplissage. Cette semaine, un programme intensif de maintenance saisonnière en Norvège, combiné à une concurrence mondiale accrue pour le gaz naturel liquéfié (GNL), a ravivé les doutes sur la capacité de l'Europe à atteindre ses objectifs obligatoires de stockage avant l'hiver. Une panne imprévue sur le vaste champ de Troll, survenue vendredi, est venue aggraver les contraintes déjà existantes.

Les perspectives restent tendues pour les mois à venir. Le ralentissement des envois de GNL vers l'Europe oblige le continent à faire face à une concurrence plus forte, notamment à l'approche de la saison de forte demande en Asie liée au refroidissement estival. Le marché pourrait donc rester sous pression tant que les stocks européens n'auront pas été suffisamment reconstitués.

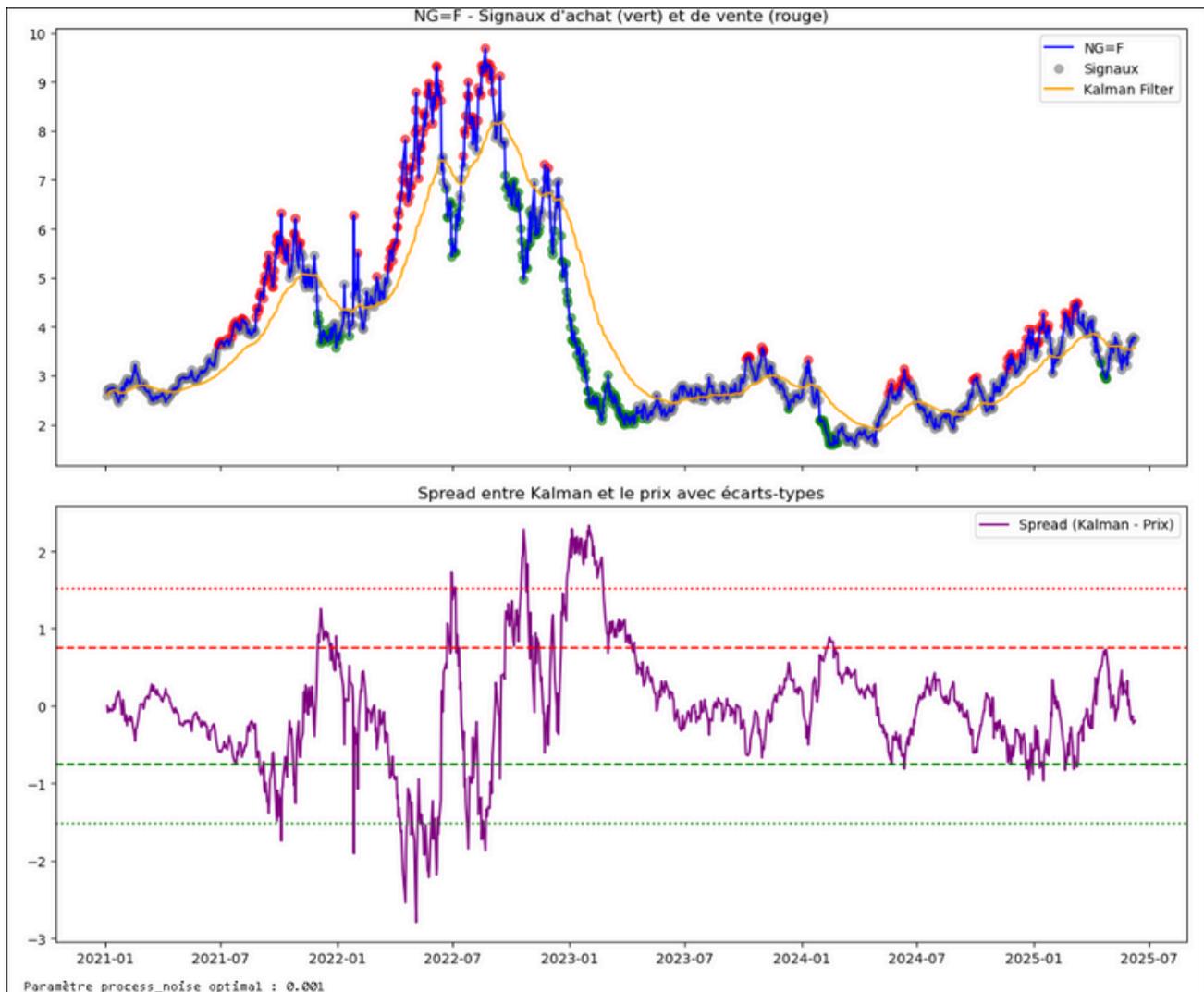


Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

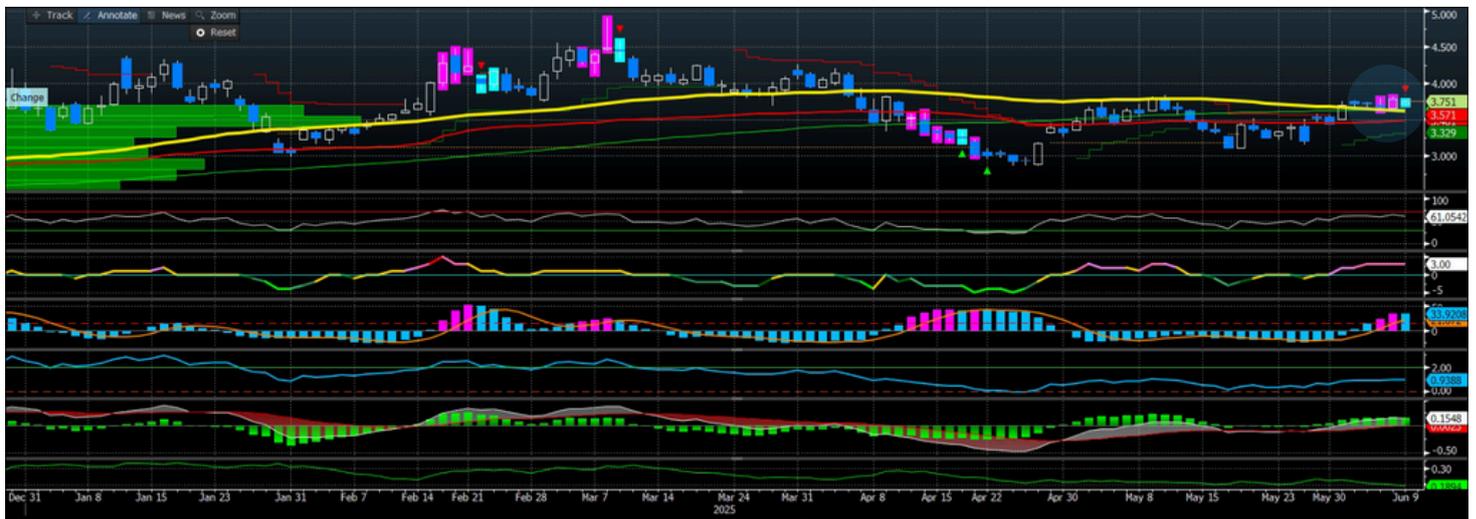
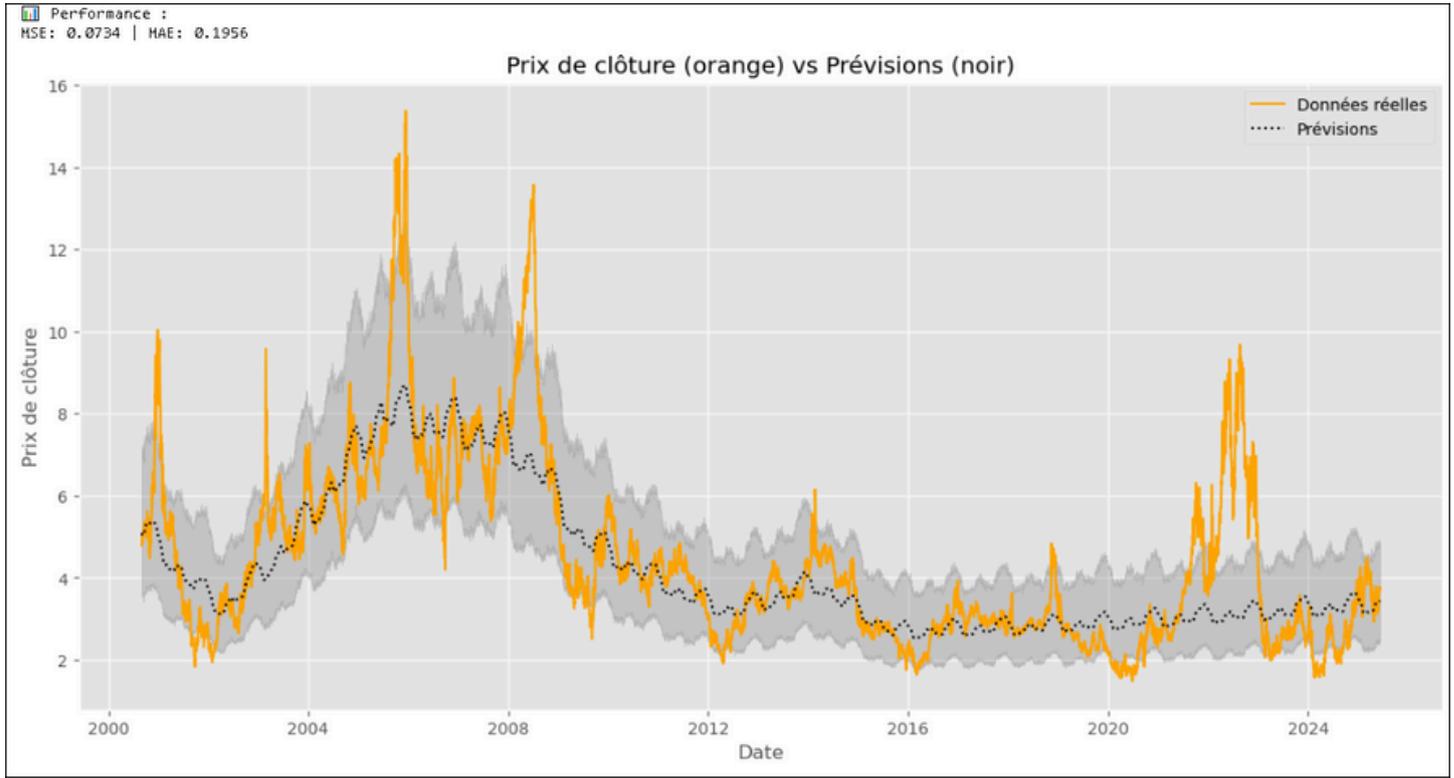
Parallèlement, la hausse des températures, de l'Europe du Sud jusqu'à l'Asie, pourrait entraîner une augmentation de la demande mondiale d'électricité liée au refroidissement, ce qui risquerait de freiner les efforts de constitution des stocks de gaz. La situation pourrait encore se resserrer la semaine prochaine, avec des conditions météorologiques plus chaudes que la normale attendues sur une large partie du continent.



Source : Bloomberg



JVR INVEST  
GET HIGHER



Source : Bloomberg

## VI- Forex

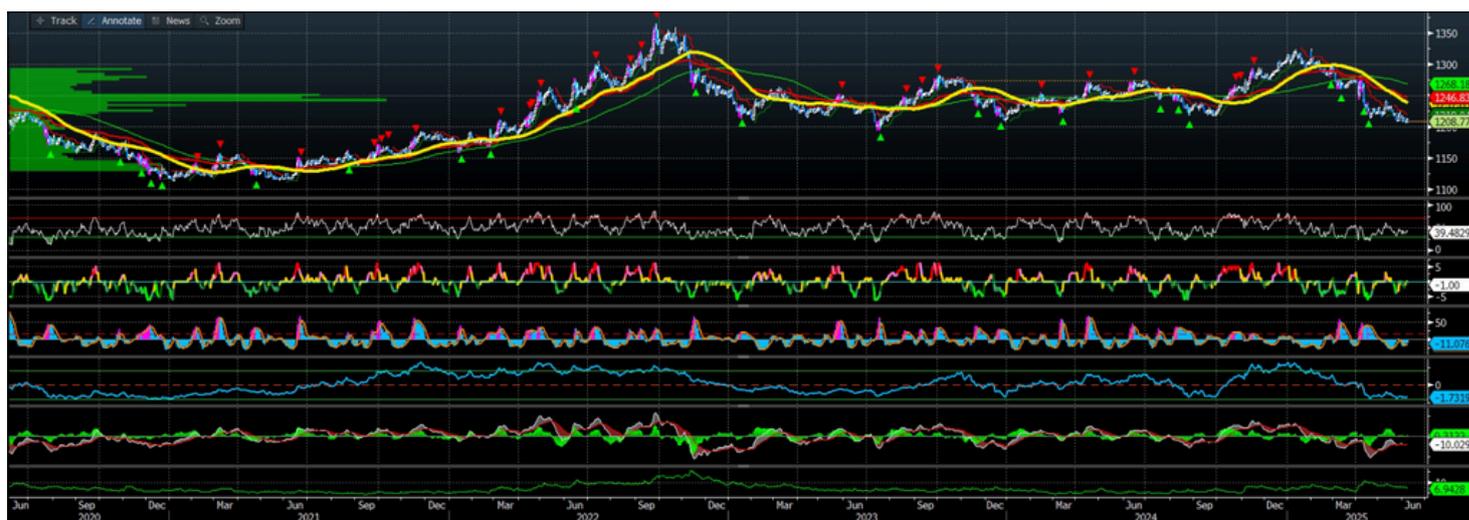
Le dollar américain reste sous pression, incapable de retrouver un véritable moteur haussier. Son indice de référence se maintient tout juste au-dessus des plus bas atteints récemment, et les positions spéculatives restent largement orientées à la baisse depuis le printemps, selon les dernières données disponibles.

Depuis plusieurs semaines, les soutiens traditionnels au billet vert se sont estompés. La politique monétaire, longtemps un facteur clé, n'exerce plus le même impact, remplacée par des inquiétudes plus larges liées aux déséquilibres du marché et à l'évolution du climat de risque global. Les écarts de taux d'intérêt ne suffisent plus à eux seuls à stimuler la devise.

Tant que les investisseurs privilégieront des stratégies axées sur la recherche de rendement ou la diversification vers d'autres devises, le billet vert restera à la traîne. Cette situation pourrait continuer de profiter à certaines monnaies rivales, notamment européennes, si la dynamique vendeuse sur le dollar venait à s'intensifier davantage.



Source : Bloomberg



Source : Bloomberg



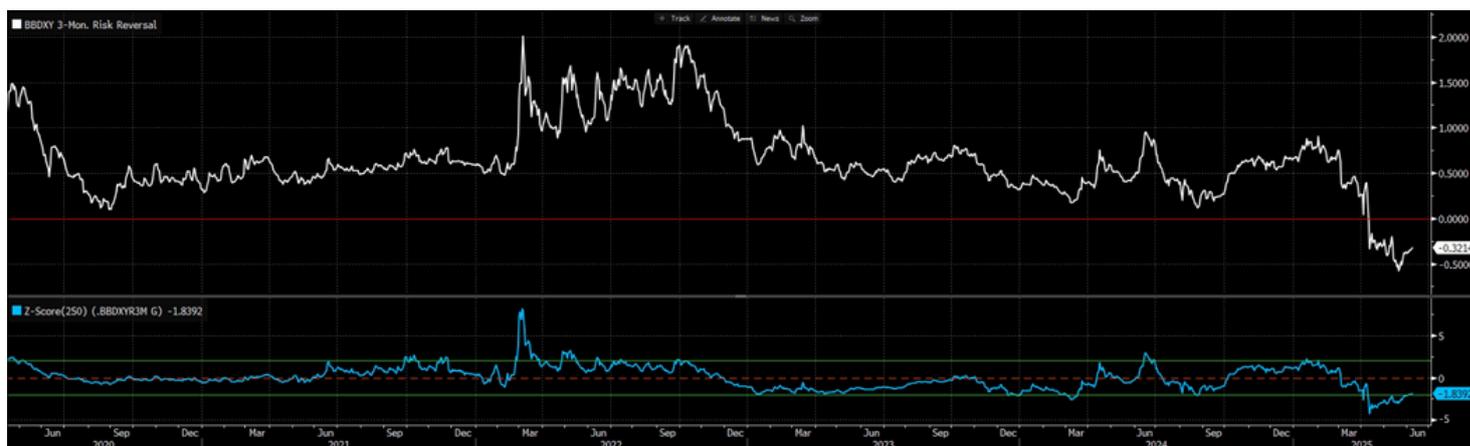
JVR INVEST  
GET HIGHER



Source : Bloomberg

On voit clairement que, même après la récente correction, le dollar reste à un niveau élevé par rapport à son histoire récente. Les trois courbes montrent que le dollar s'est fortement apprécié depuis 2021, atteignant des sommets en 2022 et 2024, et qu'il ne s'est que légèrement replié depuis. Par exemple, le DXY se situe autour de 102,7, ce qui reste bien supérieur à la moyenne des années 2010 et même à la période pré-Covid. L'indice obligataire (en vert) est encore plus haut, à près de 109, ce qui montre que la force du dollar est aussi soutenue par le rendement des obligations américaines.

En résumé, malgré une baisse récente, le dollar reste cher comparé à la plupart des années passées. Il n'est donc pas « bon marché » actuellement : il est toujours à des niveaux élevés, ce qui peut rendre les actifs américains coûteux pour les investisseurs étrangers et peser sur la compétitivité des exportations américaines.



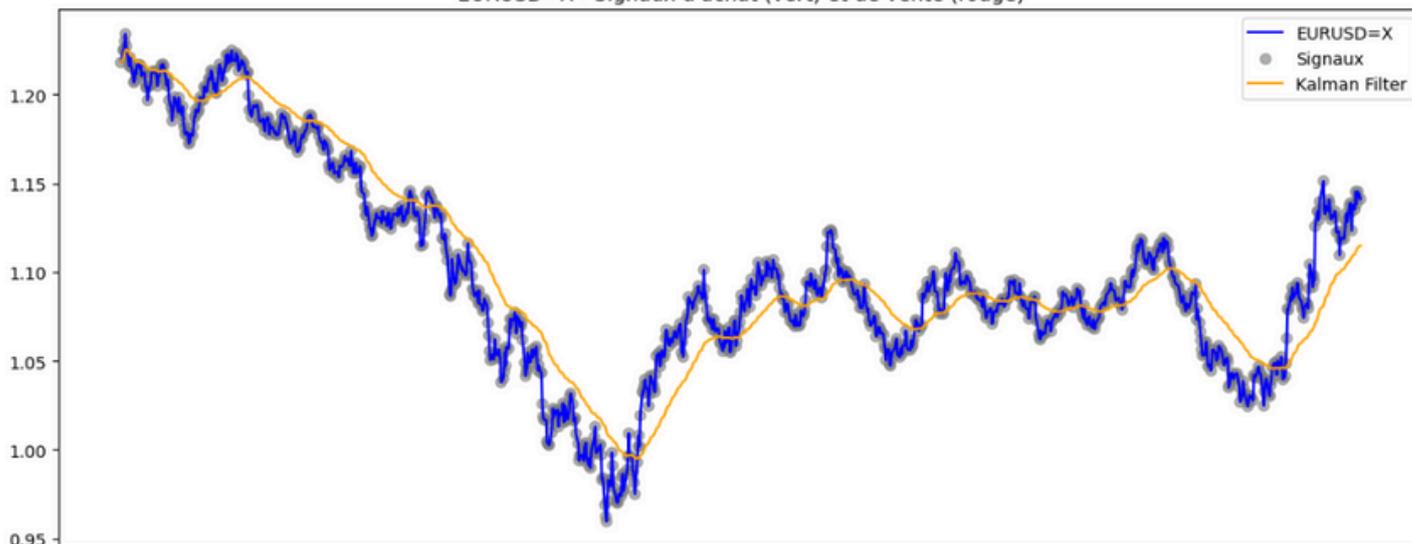
Source : Bloomberg

Tant que la skew reste négative à ces niveaux, il y a peu de signes d'un retournement haussier du dollar à court terme. Les anticipations du marché restent orientées vers une poursuite de la faiblesse du dollar, ce qui corrobore l'idée qu'il n'est pas encore « bon marché » et que la pression à la baisse pourrait se prolonger.



JVR INVEST  
GET HIGHER

EURUSD=X - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



Paramètre process\_noise optimal : 0.001



JVR INVEST  
GET HIGHER

Notre allocation d'actifs pour 2025:

<b>Classe de actifs</b>	<b>Négatif</b>	<b>Neutral</b>	<b>Positif</b>
Actions États-Unis			
Actions Europe			
Actions Emergents			
Bonds			
Or			
Pétrole			
Cryptomonnaies			
Immobilier			

**DISCLAIMER :**

**Cette newsletter est destinée à des investisseurs qualifiés et ne constitue en aucun cas une offre commerciale ou une invitation à acheter les produits mentionnés. Elle est établie exclusivement pour les destinataires et est considérée comme confidentielle. Les idées et opinions exprimées dans ce message sont celles de son auteur, JVRinvest SARL. Le but de la newsletter est de fournir des informations et d'aider les investisseurs dans la prise de leurs décisions. Toute publication, utilisation, distribution, impression ou copie non autorisée de cette newsletter doit être préalablement autorisée par JVRinvest SARL. JVRinvest SARL décline toute responsabilité quant à cette newsletter, en cas de modification.**