

LA LETTRE FINANCIÈRE

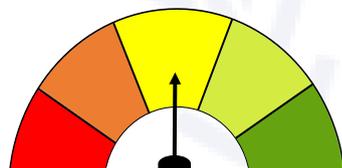
REVUE, OPINIONS ET PERSPECTIVES DES MARCHÉS



ÉTÉ 2024

Contexte d'investissement

Les contours économiques et géopolitiques du nouveau régime post-pandémique commencent lentement à se dessiner. La tâche des dirigeants politiques et des banquiers centraux sera particulièrement complexe au cours des prochaines années. La récession géopolitique mondiale en cours se poursuivra avec la question imminente et critique des élections américaines. La probabilité de politiques ultra prodigues, d'une domination fiscale, d'une coopération/collusion des banques centrales et, en fin de compte, d'une inflation plus élevée reste élevée. La bonne tenue des marchés peut se poursuivre tant que la croissance nominale restera robuste et que les liquidités mondiales sont abondantes. *Une meilleure visibilité et la fin de la transition des régimes sont attendues à partir de 2025*



Principaux indicateurs en 2024
(au 30 juin 2024)

Indicateurs	Variation %
Eurostoxx 50	+8.2
Swiss Market Index	+7.7
FTSE 100	+5.6
S&P 500	+14.5
Taux court terme EUR	3.7
Taux court terme USD	5.5
EURUSD	-2.9
EURCHF	-3.5
Barclays Euro Agg. Bonds	-1.2
Barclays US Agg. Bonds	-3.1

Vision globale



Perturbations "séculaires"

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



Démondialisation

- Commerce
- Relocalisation
- Dédollarisation



Politiques économiques

- Durabilité des taux réels positifs
- Économie de guerre
- Après l'effet richesse, quelle relance ?
- Monnaies numériques des banques centrales
- Viabilité de la dette (Minsky)



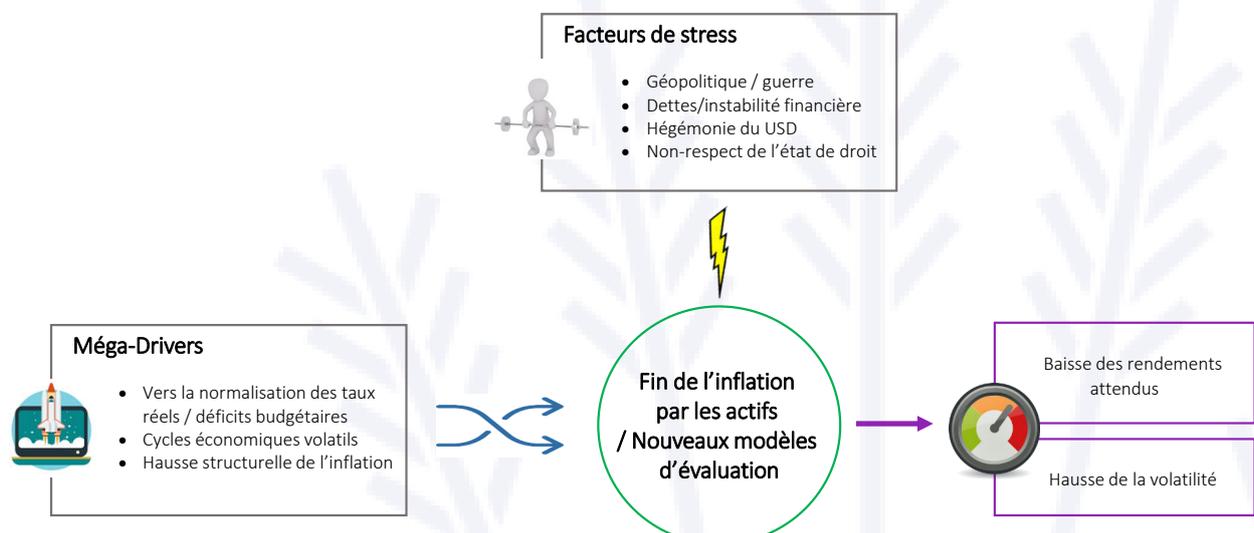
(Géo)-Politique

- Nouvel Ordre Mondial multipolaire
- Emergence du Sud Global
- Guerre au portes de l'UE

Cadre d'investissement

Les perspectives macroéconomiques mondiales restent assez favorables en 2024. Les risques de récession ont diminué. Bien qu'elle ne soit pas définitivement maîtrisée, l'inflation n'est plus en train de dérapier. Ce problème pourrait resurgir l'année prochaine. La bombe à retardement de la monnaie et des obligations souveraines japonaises ne devrait pas exploser dans l'immédiat, en raison d'une croissance plus faible et d'une aversion au risque de la part de la Banque du Japon et du gouvernement. Si une crise de la dette souveraine américaine est peu probable à court terme, un "moment à la Liz Truss" finira par se produire au fil du temps. Il semble prématuré de se désengager des marchés financiers en raison de cette perspective à moyen terme. En effet, un tel problème sera précédé d'une injection de liquidités - généreuse - favorable au marché. La géopolitique désastreuse doit être le moins possible prise en compte dans les décisions d'investissements stratégiques. Plus facile à dire qu'à faire dans le contexte actuel !

Régimes de transition



Les moteurs de long terme

Nous considérons **trois perturbateurs séculaires**. 1) Le changement climatique. Les désordres climatiques ont atteint des sommets en raison d'El Niño. Ils ont tendance à renforcer l'inflation. 2) La *technologie*. La numérisation séculaire et l'IA sont transformationnelles. Il s'agit d'un processus fondamentalement désinflationniste qui, à terme, améliorera la productivité. 3) Les *macro-inegalités*. La répression financière les a aggravées. Les pandémies et les moteurs économiques à long terme marquent un changement radical, tout comme la démographie défavorable, la mobilité réduite de la main-d'œuvre et les facteurs sociétaux (grande résignation), la délocalisation renforçant la main-d'œuvre. L'accroissement du pouvoir de négociation des travailleurs est politiquement bienvenu, mais inflationniste par le biais des salaires.

La démondialisation. Les BRICS et les pays du Sud s'unissent pour mettre en place un nouvel ordre de règlement des différends commerciaux (yuan, or, etc.). La *dédollarisation* s'accélère et la renaissance de l'or est bien réelle.

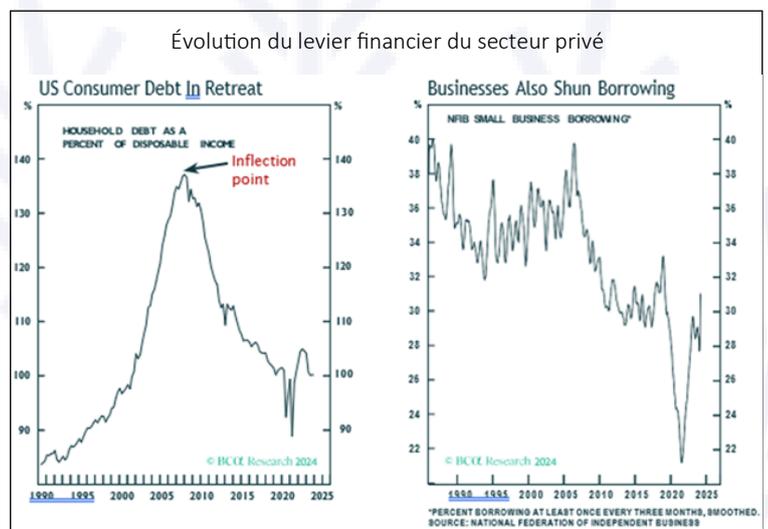
(Géo)-Politique. La situation extrêmement tendue sur plusieurs fronts devrait se poursuivre à moyen terme. Avec l'émergence possible d'un foyer asiatique (Corée du Nord, Taïwan). Le résultat des élections américaines ajoute à l'imprévisibilité. La perturbation des voies maritimes de la mer Rouge ou un embargo chinois sur Taïwan ramèneraient les problèmes des chaînes d'approvisionnement et de la hausse des prix des matières premières.

Politiques économiques. Jusqu'à présent, les responsables politiques américains se sont montrés efficaces pour contenir la contagion et atténuer les risques d'une panne ou d'un accident majeur. Leurs mesures, qui ressemblent à de l'ingénierie financière et à un gain de temps, sont temporaires et techniques. Elles n'apportent pas de solution permanente. Les problèmes de déficit et de refinancement de la dette reviendront tôt ou tard, à moins qu'un nouveau cycle de répression financière ne soit imposé. Dans tous les cas, la volatilité fera surface.

Les moteurs à moyen terme

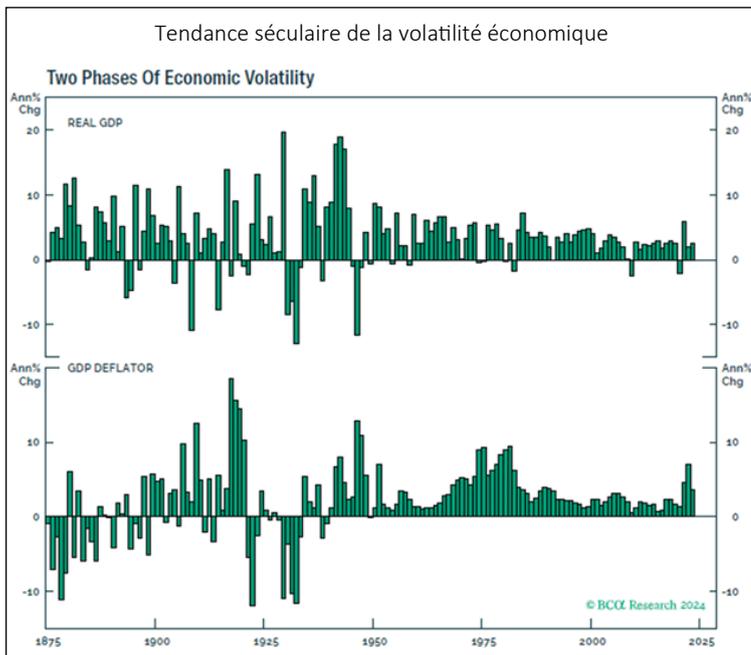
Points de basculement à l'horizon

L'évolution de la dette mondiale au fil du temps a connu trois phases distinctes. Avant la Grande Dépression de 1929-30, la croissance et l'inflation étaient très volatiles. À partir de ce moment-là, les gouvernements ont commencé à intervenir pour atténuer les cycles économiques. En particulier, les années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale ont été marquées par la nationalisation des taux d'intérêt et le contrôle des capitaux aux États-Unis. Ensuite, la réglementation (banques) et les filets de



sécurité sociale (allocations chômage) ont de plus en plus atténué les chocs cycliques. En conséquence, les excès cycliques (endettement, surcapacité, etc.) ont été moins éliminés par les forces naturelles du marché. Selon la théorie de Minsky, cette macro-stabilité a préparé le terrain pour l'augmentation effrénée de la dette privée, qui est passée de 80% du PIB en 1990 à 135% en 2008, jusqu'à ce que b) la GFC alimente un désendettement - ultérieur - débridé.

Le gouvernement s'est progressivement endetté pour remplacer le secteur privé. La dette fédérale américaine a explosé, passant d'environ \$12tn en 2010 à \$35tn en 2024. La charge d'intérêts du gouvernement américain est passée d'environ 2,5% du PIB entre 2003 et 2021 à près de 4% aujourd'hui. L'augmentation de la dette publique pèse sur la croissance future du PIB, d'autant plus que les intérêts sur la dette augmentent plus vite que l'économie. Il est certain que ça finira mal, mais quand ?



Au Royaume-Uni, en 2022, un gouvernement trop prodigue a sonné le glas de la confiance des investisseurs. Un dramatique "moment Liz Truss" s'est produit, forçant la BoE à venir à la rescousse, c'est-à-dire à injecter d'urgence des liquidités. Aux États-Unis, les limites de la dette publique n'ont pas encore été atteintes. Et la Fed pourrait également rétablir le calme sur les marchés si nécessaire. Mais un retour de Trump ne réglerait pas les problèmes de déficit/dette, bien au contraire.

Avant la Grande Dépression, les politiques économiques de laissez-faire rendaient la croissance et l'inflation très volatiles

L'inévitable éclatement du super-cycle de l'endettement relancerait la volatilité économique

La politique a rarement été aussi instable

Les régimes autocratiques restent forts et montrent des signes de plus grande cohésion (Russie, Iran, Corée du Nord). Comme prévu, le processus électoral américain devient plus problématique et moins prévisible. La fragmentation du paysage politique français est également préoccupante.

Les démocraties occidentales n'ont pas d'autre choix que de poursuivre des politiques économiques prodigieuses. En fin de compte, elles préféreront l'inflation à l'austérité.

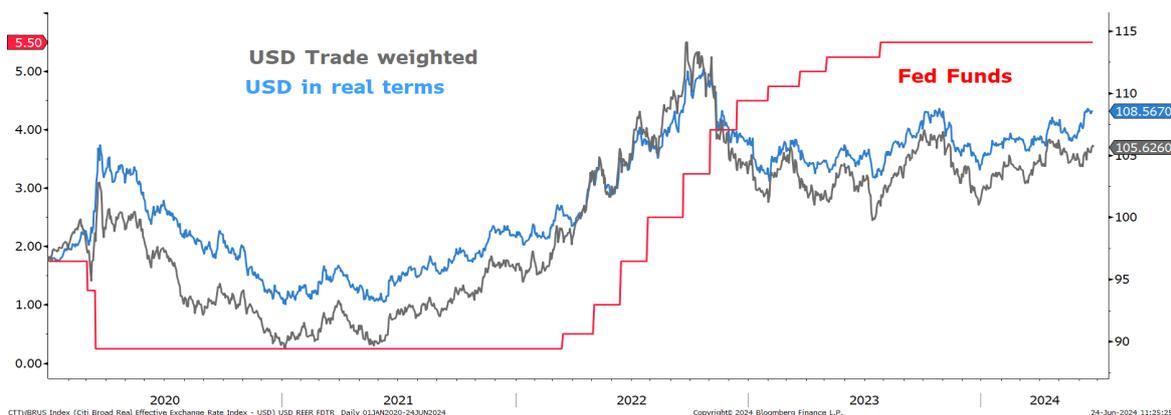
Les actifs réels, les métaux précieux et les actifs/monnaies refuges continueront à prospérer.

Devises

2024 a débuté avec le consensus d'un dollar plus faible du fait de valorisations tendues. Cependant, depuis le début de l'année, le dollar a progressé de 4,5%. Les facteurs en faveur d'un USD plus faible reposaient sur le creusement des déficits budgétaires et commerciaux et sur une réduction du différentiel de taux avec les autres grandes économies. Cette année, la résilience de la croissance et le tassement de l'inflation aux États-Unis ont repoussé les attentes en matière de baisse des taux.

Les autres grandes banques centrales se sont lancées dans un assouplissement monétaire avant la Fed. En conséquence, l'USD s'est apprécié contre toutes les devises. Sur une plus longue période, l'indice du dollar évolue dans une fourchette relativement étroite depuis plus d'un an. Il est un tiers plus bas qu'à son sommet historique de 1985, et est même 7% inférieur à son plus récent pic de 2022. Même si les fondamentaux longs indiquent toujours que l'USD est surévalué, des taux longs plus élevés prochainement devraient soutenir le dollar.

L'USD ne semble pas extrêmement cher



Le défi des baisses de taux

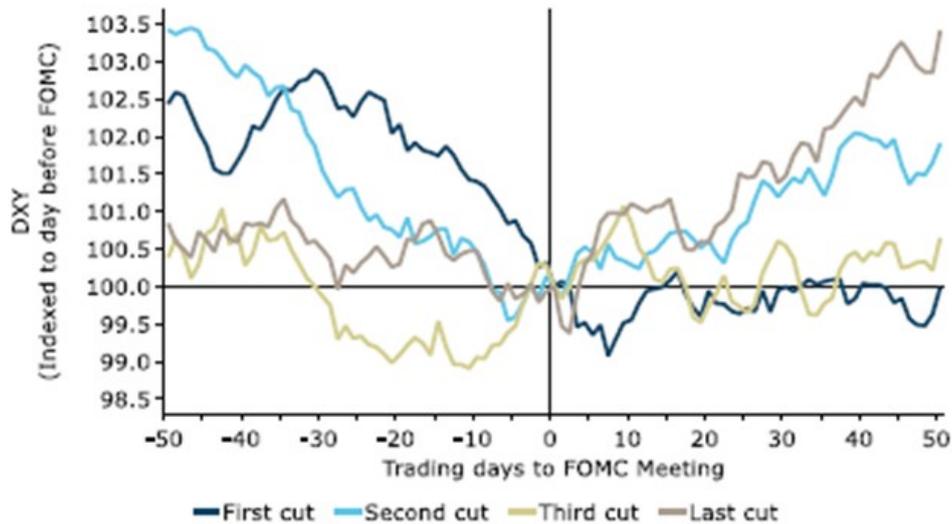
Les conditions se rapprochent doucement des exigences de la Fed pour d'entamer un cycle d'assouplissement, l'attention se tourne vers les performances futures du dollar. Malgré un tassement depuis son plus haut de 2022, le DXY est toujours 15% au-dessus de son point bas de mi-2021. Malgré les faux départs de 2023 et 2024, et d'après le consensus, le marché s'attend à un affaiblissement du dollar vers les 100 une fois que la Fed aura débuté son assouplissement monétaire en 2025.

Trois facteurs

L'assouplissement de la Fed pèse sur l'USD, mais son impact diminue à mesure que le cycle progresse. Depuis 1990, la 1ère baisse a eu l'impact négatif le plus important sur le dollar. Lors de la dernière baisse de taux, le DXY commençait à se reprendre après les réunions de la Fed. La majeure partie de la baisse du DXY se produit avant les 1ères et 2èmes baisses de la Fed.

L'essentiel de la faiblesse du dollar se produit avant les deux premières réunions du FOMC

À mesure que les cycles d'assouplissement progressent, les baisses de taux ont de moins en moins d'impact



Un autre facteur est de connaître la dynamique de l'économie US.

- Lors d'atterrissages brutaux (1990-1992, 2001-02, 2007-08 et 2020), le dollar se raffermi, la faiblesse initiale due aux baisses de taux étant plus que compensée par la demande de valeurs refuges.
- Lors d'atterrissages en douceur (1995-96, 1998, 2002-03 et 2019), le dollar demeure faible après la 1ère baisse des taux.

Dans les deux scénarios, la faiblesse du dollar s'opère principalement en amont (données molles et commentaires de la Fed) des cycles d'assouplissement de la Fed.

Les forts ralentissements font généralement grimper le dollar



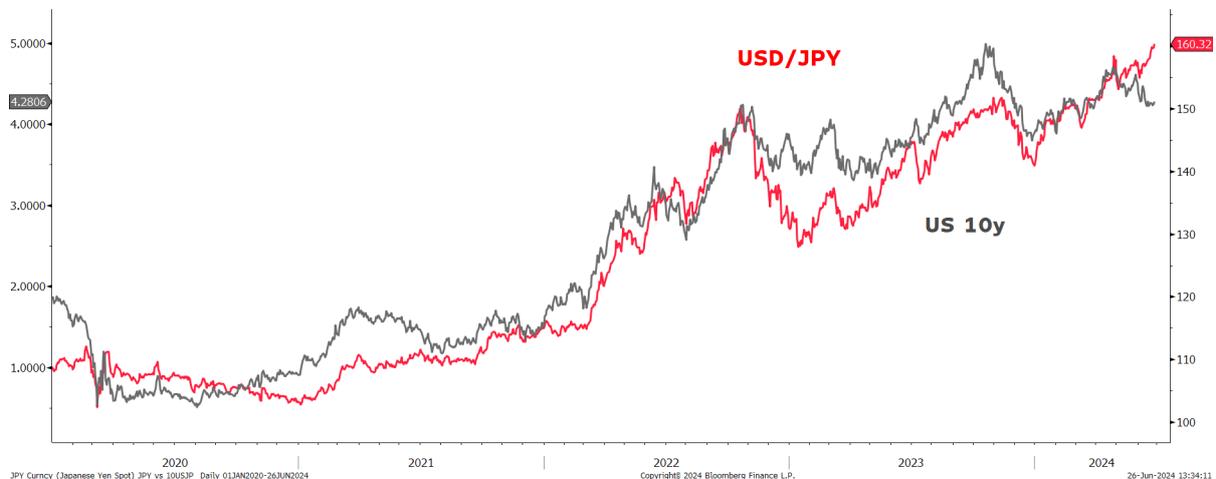
Ce cycle d'assouplissement est compliqué par l'élection présidentielle américaine. Il n'existe pas de tendance claire quant à l'impact d'une élection présidentielle sur l'USD. Un changement de parti semble générer une certaine hausse du dollar à court terme (ex-2020), mais 1992 et 2016 mises à part, cette poussée ne dure pas longtemps.

Il n'y a pas de réelle différence dans la performance du DXY à court terme lors des élections présidentielles US, que ce soit dans le contexte de cycles d'assouplissement, de maintien ou de hausse des taux

Plus synchrone

Le JPY a chuté à son plus bas niveau depuis 1986, suscitant des rumeurs d'interventions pour soutenir la monnaie. La monnaie japonaise a chuté au-delà des niveaux auxquels les autorités étaient intervenues pour la dernière fois en avril. Les discours du ministère des Finances ont témoigné d'une inquiétude accrue.

Le différentiel de taux est totalement déconnecté



Le yen semble prêt à rester faible. Une inflation plus élevée et des signes d'une accélération des salaires devraient permettre à la BoJ d'être plus restrictive en juillet. Mais comme lors de la hausse des taux en mars, elle pourrait ne pas avoir un grand impact sur le JPY. Les interventions récentes n'ont pas soutenu la monnaie, mais ont empêché sa plus grande chute.

L'intervention du ministère des Finances en avril/mai avait empêché l'USD/JPY de franchir les 160, les décideurs pourraient encore être contraints d'attendre que la Fed devienne accommodante et que l'USD s'affaiblisse pour entraîner l'USD/JPY à la baisse. Lorsque cela se produira, le JPY sera soutenu par le différentiel de taux à 10 ans entre les États-Unis et le Japon, car la paire est surévaluée. De plus, le positionnement spéculatif reste extrêmement vendeur de JPY.

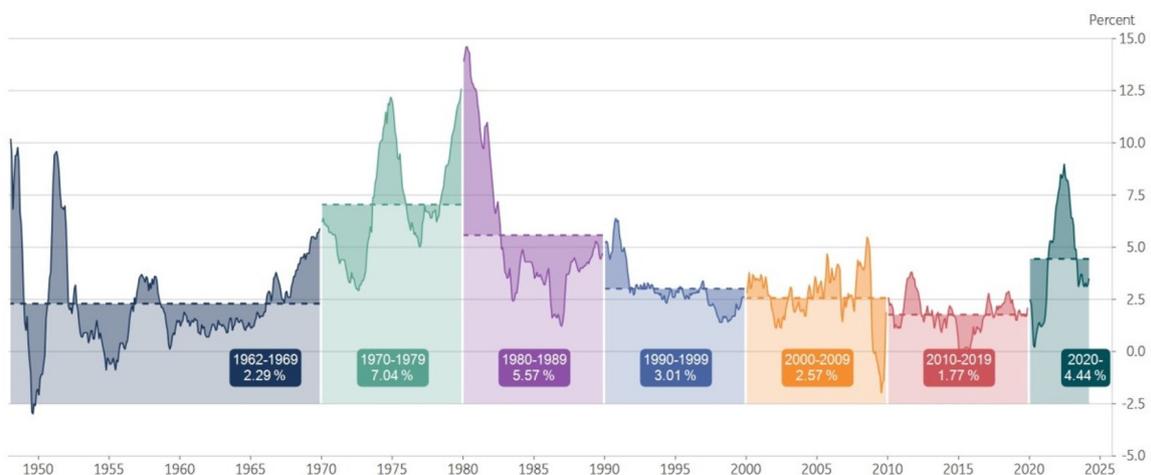
Cette position explique en partie la baisse du yen face aux spread. Le positionnement est tendu, avec une marge limitée pour accroître les paris sur la baisse du JPY

Obligations

Retour dans les années 2000 !

Quelle décennie a connu un niveau d'inflation acceptable pour la Fed s'aujourd'hui ? Puis extrapolez.

Inflation américaine



Les années 1950 et 1960 ont connu une inflation moyenne de 2,3%, ce qui est très acceptable mais assez lointain. Une meilleure référence, plus récente, sont les années 2000, où l'inflation était en moyenne de 2,5%.

Où étaient les Fed Funds ? Ils étaient en moyenne à 3%. Nous pouvons les considérer comme un taux théorique neutre pour les Fed Funds. Cela revient à une inflation de 2,5% et un taux réel de 0,5%. Le taux neutre, ni restrictif ni stimulant, était de 3%.

Le taux US à 10 ans était en moyenne de 4,5% dans les années 2000. Environ le niveau actuel. Ce niveau semble élevé alors après 15 ans avec un taux US moyen à 10 ans de 2,5%. Le régime des 2,5% doit être considéré comme une exception.

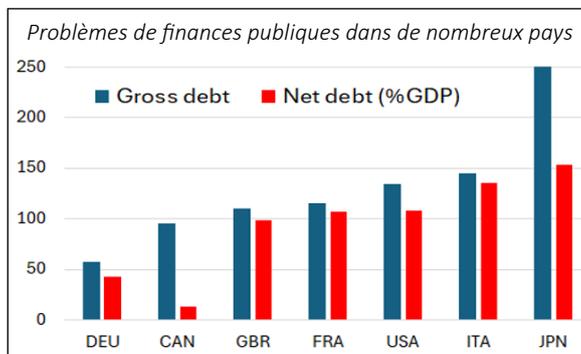
Nous sommes actuellement à un niveau d'équilibre plus crédible. Toute baisse à 4% ou inférieure suite à l'enthousiasme en faveur de baisses de taux sera inversée en quelques mois, et non en quelques années. Toute baisse des taux longs, à mesure que la Fed finirait par les réduire, risque de rapidement s'inverser.

À mesure que l'inflation ralentit, la Fed réduit ses taux, le marché du Trésor se reprend et le taux à 10 ans peut redescendre vers 4% et moins. Mais une fois que la Fed aura procédé à quelques baisses et que le marché commencera à envisager un plancher sur les Fed Funds entre 3 et 4%, le taux à 10 ans remontera rapidement.

Dans les années 2000, les Fed Funds étaient en moyenne de 3% et le 10 ans à 4,5% ! A l'avenir, il sera plus logique de considérer 4,5% comme le niveau d'équilibre le plus probable.

Les défis budgétaires du gouvernement US sont une priorité

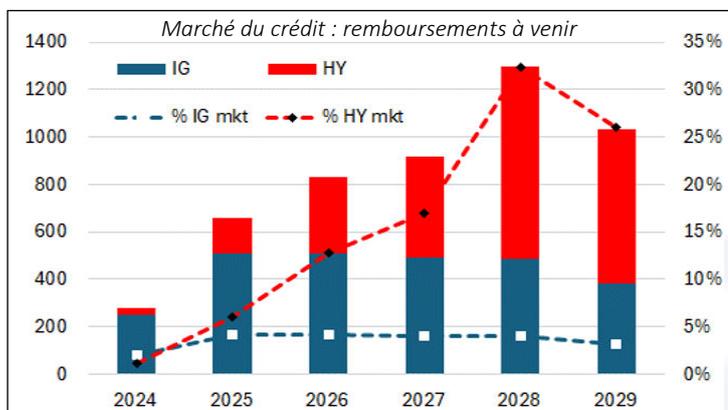
Le ratio dette fédérale sur PIB est proche de son plus haut niveau depuis la Seconde Guerre mondiale et le déficit budgétaire est supérieur à la moyenne des 50 dernières années, ce qui soulève des questions sur la viabilité de la dette publique américaine. Aucun indicateur ne peut à lui seul résumer les finances publiques d'un pays. Les États-Unis ont un ratio dette/PIB proche de la moyenne du G7. Le fardeau de la dette publique est plus lourd au Japon et en Italie mais plus faible ailleurs (Allemagne et Canada). Les États-Unis ne sont pas vraiment une exception. Le fardeau actuel de la dette n'est pas sans précédent ; il était similaire pendant et après la Seconde Guerre mondiale.



La bonne nouvelle est que le gouvernement américain dispose d'avantages uniques. L'USD est la monnaie de réserve mondiale et l'économie la plus grande et la plus diversifiée. Le marché obligataire US est le plus profond et le plus liquide. La Fed détient une part de dette inférieure à celle des banques centrales du G7. Les perspectives budgétaires des États-Unis sont historiquement préoccupantes compte tenu des niveaux d'endettement élevés par rapport aux normes historiques et de l'important déficit budgétaire par rapport à ses pairs. En outre, les charges d'intérêt nettes ont considérablement augmenté. Le problème réside bien davantage dans les perspectives de déficits budgétaires importants.

Une population vieillissante, des taux élevés et des préoccupations accrues en matière de sécurité nationale rendront la consolidation budgétaire difficile

Pas d'urgence avec le mur de la dette privée



Des commentaires réguliers reviennent sur l'imminence du mur de la dette. Même s'il reste encore 280 milliards d'obligations arrivant à échéance en 2024, et 660 milliards supplémentaires en 2025, cela ne devrait pas être une source de stress pour les émetteurs IG et HY. Ces chiffres représentent moins de 6% de leurs univers respectifs. Le montant le plus important provient du marché IG.

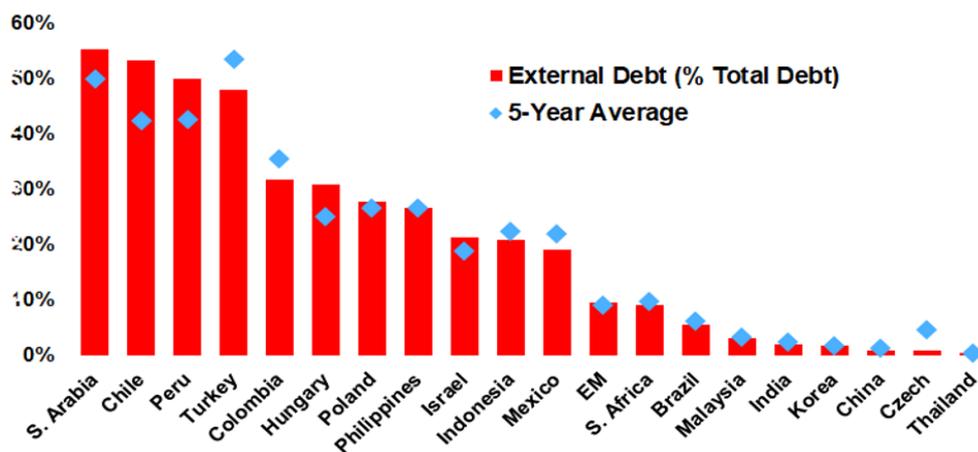
Grâce à 10 années de taux très bas, les entreprises ont été actives dans la gestion de leurs échéances, se refinançant tactiquement lorsque les taux étaient plus bas. Il est certain que certains émetteurs mal notés ou à fort effet de levier pourraient avoir du mal à refinancer leur dette ces 24 prochains mois. En effet, nous avons été confrontés au même scénario l'an passé, mais 2023 n'a pas été catastrophique. Les entreprises bien gérées, avec des flux de trésorerie stables, un endettement modéré et des ratios de couverture des intérêts sains, seront en mesure de faire face à des coûts plus élevés de financement.

Les échéances à venir ne seront pas un problème pour les émetteurs privés

La dette souveraine émergente a bondi

Le dynamisme des émissions d'obligations en devises fortes a fait grimper les ratios d'endettement extérieur, exposant les économies émergentes à un risque plus élevé. L'encours de la dette publique des pays émergents a atteint un niveau record de 18'000 milliards de dollars, contre une dette négociable totale américaine de 27'000 milliards. L'encours total de la dette souveraine des émergents a atteint un niveau record, les obligations en devises fortes représentant un pourcentage plus élevé de leur encours d'obligations. La dette en devises fortes des 19 principaux émetteurs des émergents a bondi de 90% depuis 2019 pour atteindre 1'740 milliards, surpassant la hausse des émissions en monnaies locales. Les obligations émergentes en monnaies locales ont atteint un niveau record de 16'200 milliards, après avoir augmenté de 64% depuis la pandémie.

La dette extérieure a augmenté dans 8 des 19 principales économies émergentes depuis la pandémie



L'augmentation des émissions en devises fortes a entraîné une hausse des ratios d'endettement extérieur des pays émergents, laissant les économies moins développées plus étroitement liées aux conditions financières étrangères. Seules trois économies ont une dette extérieure dépassant les 50% de la dette totale, ce qui les expose à un plus grand risque de contagion que leurs pairs. Les ratios d'endettement extérieur sont supérieurs à la moyenne sur 5 ans dans 9 des 19 principales économies émergentes.

La situation rend les pays à faible revenu moins résilients en cas de chocs inattendus sur la croissance ou l'inflation

La Chine reste peu corrélée

Le taux des obligations d'État chinoises est à son plus bas niveau depuis plus de 20 ans. Les investisseurs restent préoccupés par des inquiétudes persistantes sur l'économie domestique et l'attente de nouvelles mesures de relance. Le taux à 10 ans a chuté à 2,2%, son plus bas niveau depuis 2002. Les taux à 20 et 50 ans sont à leurs plus bas historiques depuis des mois. Les obligations ont rebondi en raison d'une croissance molle de la Chine, d'une politique monétaire accommodante et de l'abondance de liquidités dans le système bancaire face à une faible demande de prêts. La banque centrale chinoise a intensifié ses interventions verbales contre le rebond obligataire et a laissé entendre qu'elle pourrait vendre certains de ses propres titres pour freiner la progression. À un moment, la PBoC devra réduire les liquidités ou même vendre des obligations d'État chinoises pour freiner la baisse des taux.

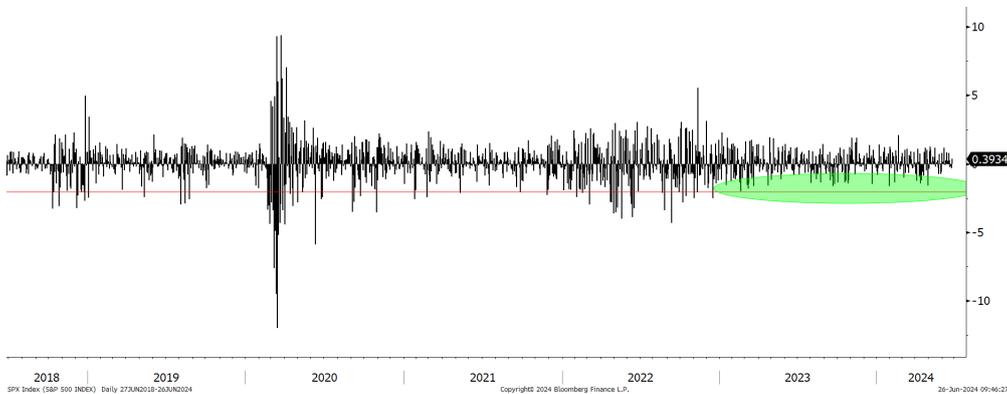
La PBoC orchestre cette manœuvre en fixant un yuan plus faible. Le rally obligataire a atteint sa limite

Actions

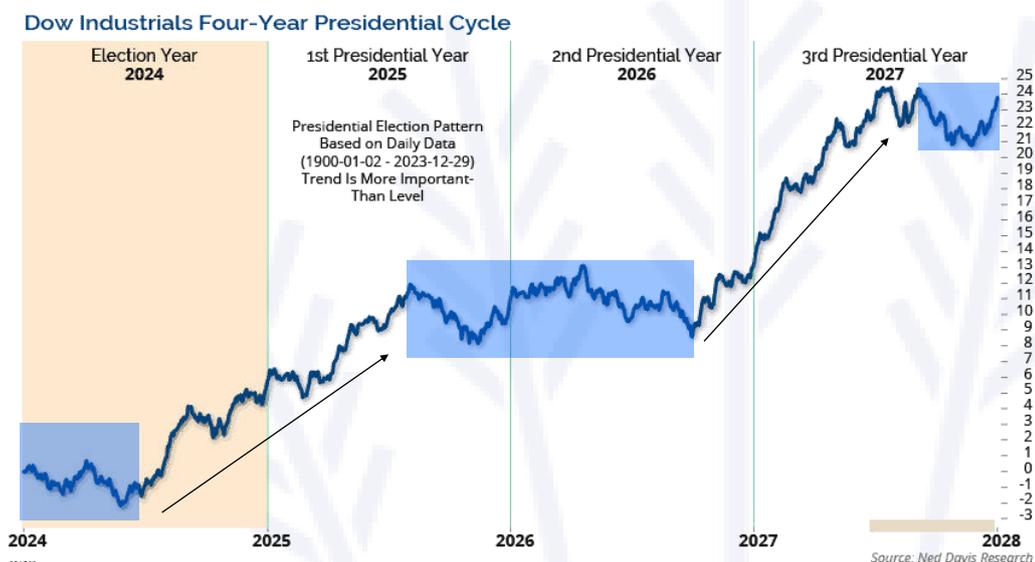
Anne, ma sœur Anne, ne vois-tu rien venir ?

Certains investisseurs cherchent absolument à trouver LE facteur qui pourrait faire dérailler ce *bull market*. Certains ont essayé avec la récession. Raté. Avec l'inflation. Raté. Avec la géopolitique. Raté. Avec la politique. Raté. Avec les valorisations. Raté. Avec la Fed. Raté. L'environnement est définitivement positif pour les actions. Le *bull market* est solide et il devrait se poursuivre au-delà de 2024. Le S&P 500 n'a pas connu de baisses supérieures à 2% depuis le 15 décembre 2022, soit 560 jours. Il faut remonter à la période mai 2003–février 2007 où il n'y avait pas eu de baisses supérieures à 2% durant 1378 jours.

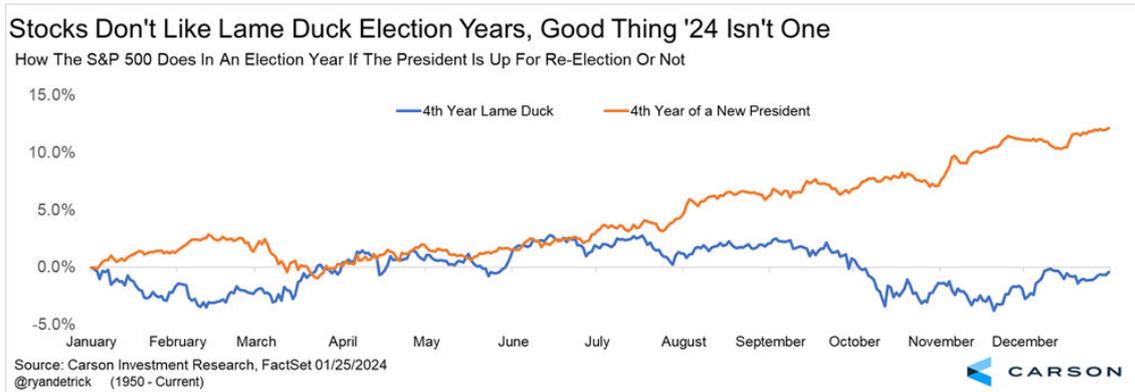
Mouvements journaliers du S&P 500. Calme « plat » depuis décembre



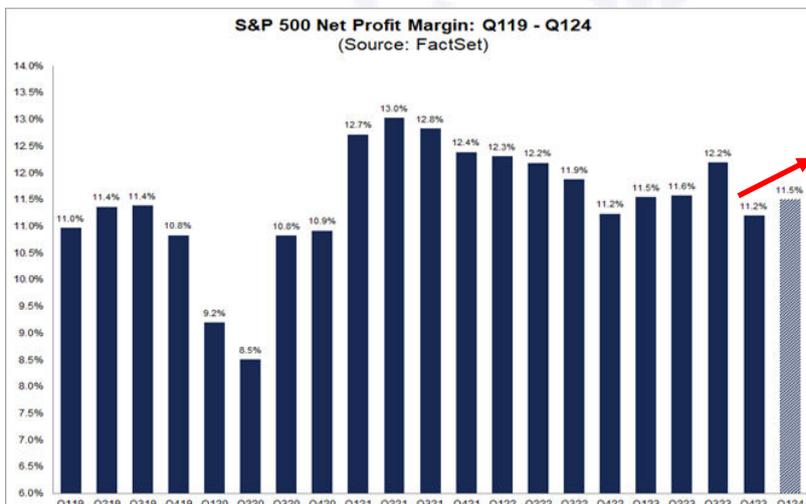
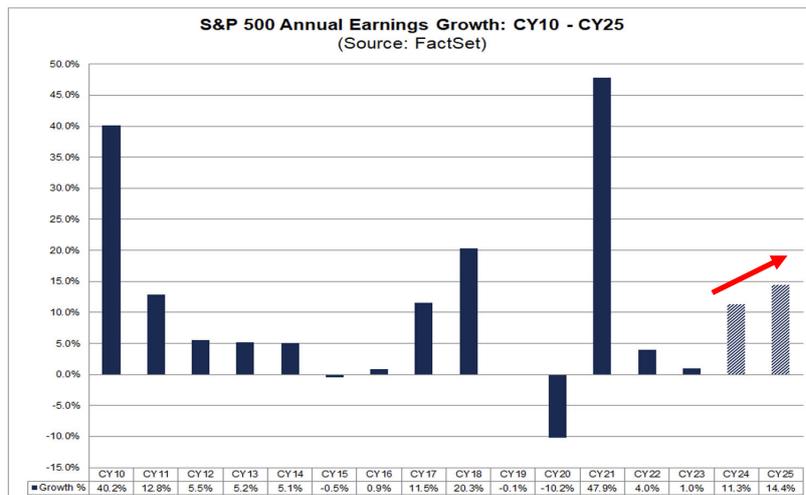
Selon Bespoke, depuis 1929, la durée moyenne d'un *bull market* a été de 3 années. Celui-ci dure depuis 1.6 année. On est donc à mi-chemin. Les plus longs ont été ceux de 1987-2000 (12 années) et 2009-2020 (9.6 années), juste avant le crash lié à la pandémie Covid. En transposant les données statistiques historiques de NDR sur le cycle présidentiel actuel, la tendance du Dow Jones Industrial devrait rester positive ces 12 prochains mois. La tendance est plus importante que l'amplitude. Toujours selon NDR, l'adage *Sell in May and go away* ne fonctionne pas dans l'année d'une élection présidentielle américaine. Dans 78% du temps, entre le 1er mai et fin octobre, le S&P 500 a enregistré une performance positive.



Selon Carson Investment Research, à l'exception de 1987, lorsque le S&P 500 enregistre une performance supérieure à 10% au 1er trimestre, les 9 mois suivants sont positifs avec une hausse moyenne de 7%. La progression est plus forte (+12% en moyenne) dans l'année de l'élection présidentielle, avec un bémol toutefois si l'actuel président qui se représente n'est pas très populaire. C'est le cas avec Joe Biden à cause de son âge et auprès des jeunes à cause de sa position vis-à-vis de Gaza.

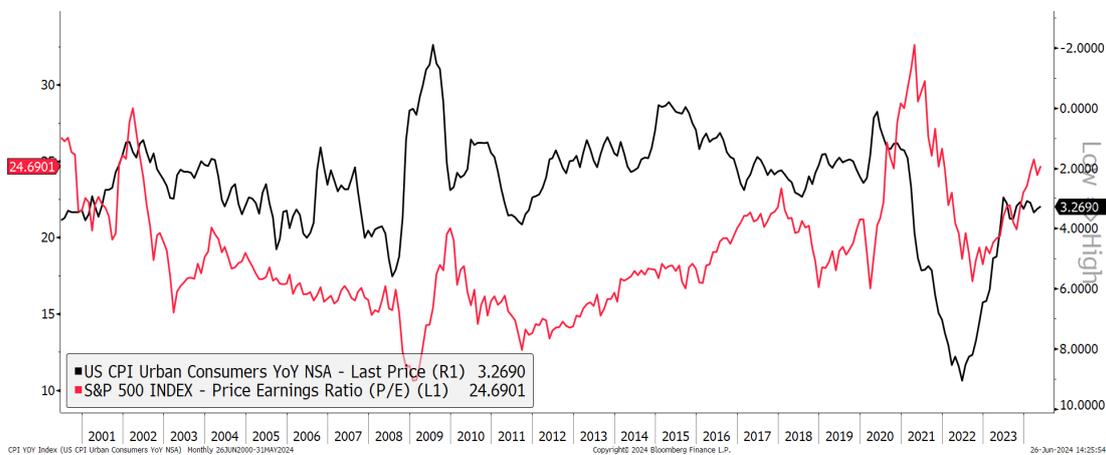


La reprise du cycle des profits et la solidité des marges nettes, malgré un environnement chaotique depuis 2020, sont également favorables aux actions. Certes, les bourses ont anticipé cette tendance, mais comme nous sommes au début de ce cycle, il n'y a pas de raison que les indices sortent de ce *bull market*.



Les autres facteurs positifs sont la désinflation et le début du processus de baisses des taux par les banques centrales. Le graphique ci-dessous montrent la relation inverse entre l'inflation US (courbe inversée sur la graphique) et le PE ratio du S&P 500. Il est possible que l'inflation US revienne sous les 3%. Entre juillet et octobre, il y aura une base de comparaison favorable sur les prix de l'énergie. Le PE ratio historique 2023 de 24x se justifie pleinement et les multiples pourraient même augmenter au 2ème semestre 2024. Après avoir évalué le niveau des indices sur la base d'une progression des profits, on pourrait assister à des ajustements à la hausse avec une expansion attendue des multiples.

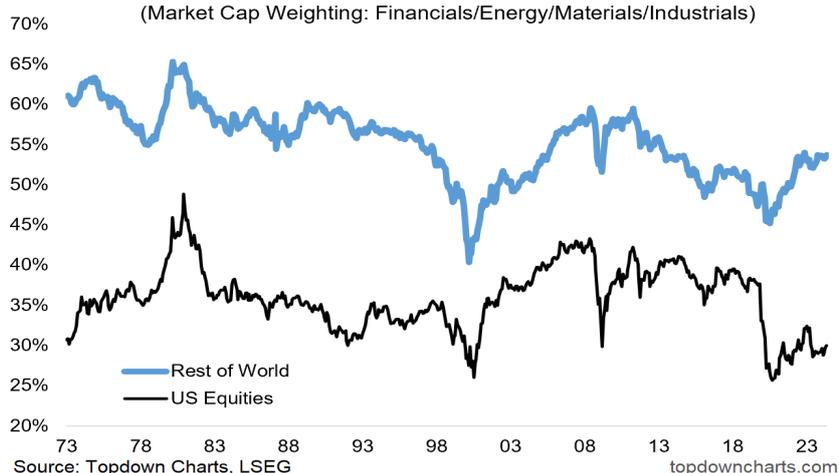
Inflation US (courbe inversée) et PER S&P 500



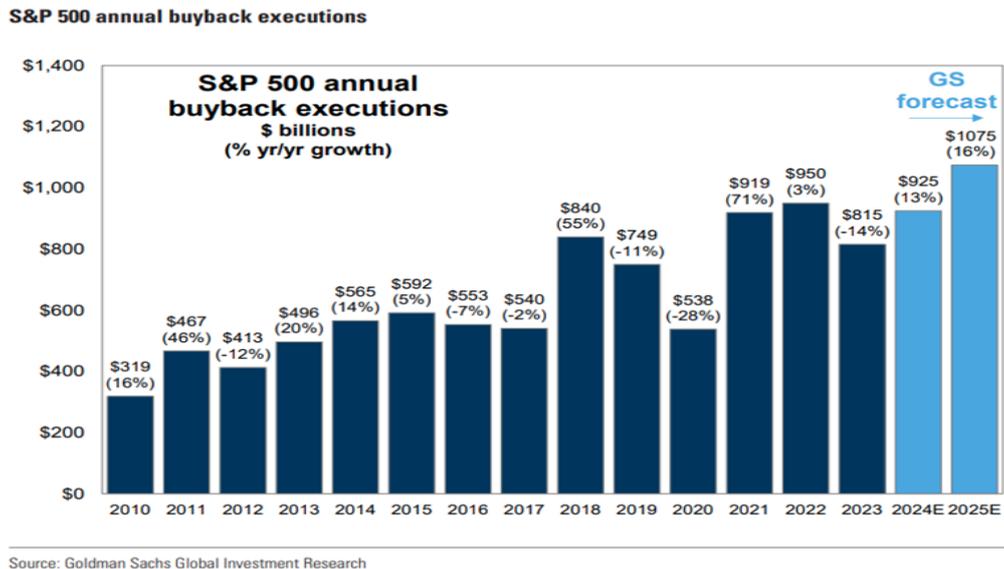
Il y a le débat sur l'allocation pays concernant les Etats-Unis et le reste du monde. Pour notre part, les US se justifient principalement par leur forte exposition à la technologie, les 7 Magnifiques, l'IA, alors que pour la partie Value/Cyclique, le reste du monde, l'Europe et le Japon en particulier, justifient un intérêt marqué. Le S&P 500 et le Nasdaq ont surperformé grâce à Nvidia, Microsoft, Broadcom et les autres technos, mais l'Europe et le Japon ont surperformé depuis début 2023 le Dow Jones Industrial et le S&P 500 Equal Weighted (poids de 0.2% par titres).

Le poids du Value/Cyclique dans l'indice Monde ex-US se situe à 55% contre 30% pour l'indice US. Plusieurs thèmes justifient le Value/Cyclique, donc l'Europe et le Japon : la réindustrialisation, la transition énergétique, la défense, les métaux industriels.

RoW has much greater weighting to old cyclicals
 (Market Cap Weighting: Financials/Energy/Materials/Industrials)

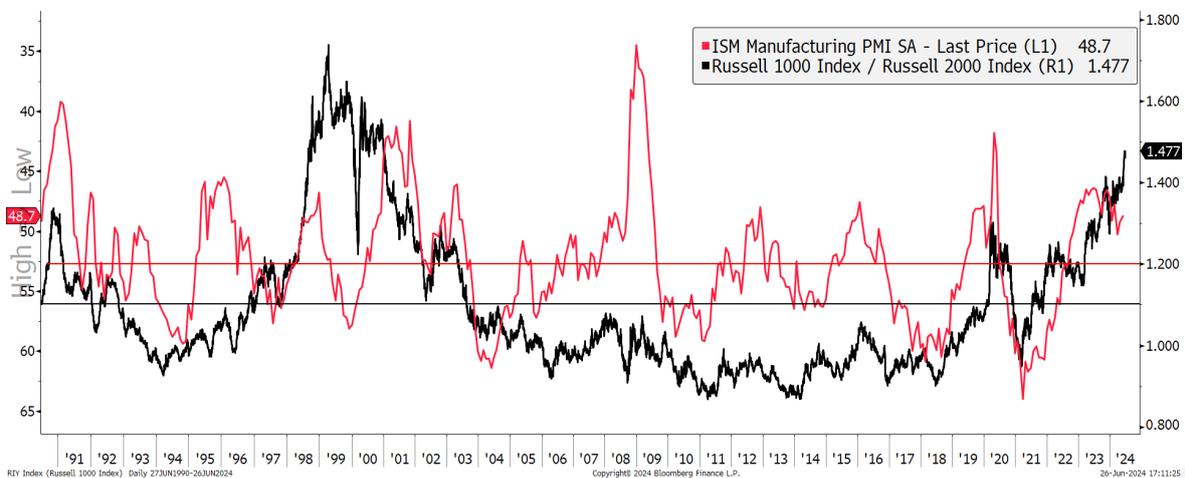


Un extra boost venant des rachats d'actions



Depuis 2021, avec les crises se succédant, le segment des petites et moyennes sociétés a sous-performé. Il faudrait une forte reprise économique pour que la tendance se renverse.

Russell 1000/Russell 2000 et PMI Manufacturier US (inversé)

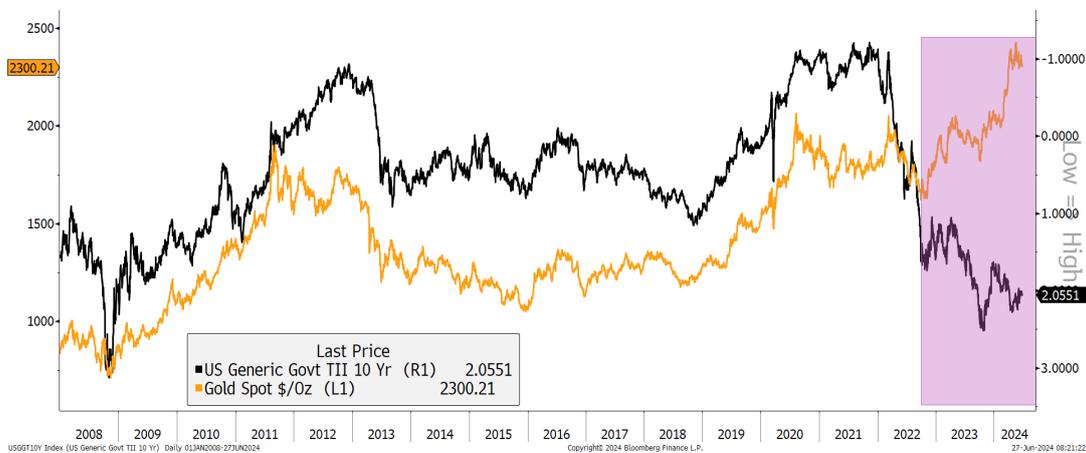


Matières premières

Faible croissance économique, pression sur les prix

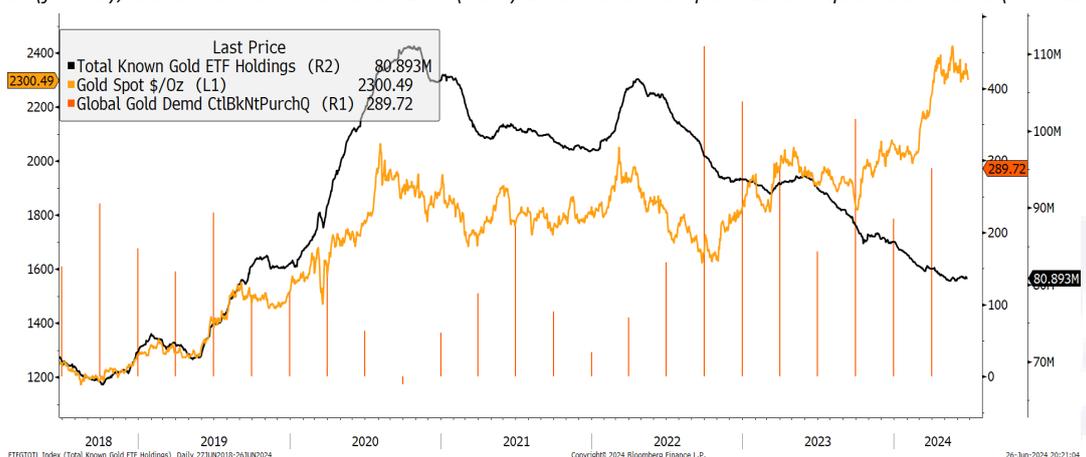
Depuis l'automne 2022, la relation inverse entre l'or et les taux d'intérêt réels ne fonctionne plus. Les taux réels sont montés fortement, mais le prix de l'or a poursuivi sa hausse. La raison : l'or est un jeu des banques centrales. Depuis près de quatre années, les investisseurs individuels et institutionnels, sensibles à la relation or/taux réels, vendent les produits financiers investis en or.

Prix de l'or (jaune) et taux réels (inversé)



La relation historique prix de l'or/détention d'or des investisseurs individuels à travers les produits financiers ne fonctionne non plus. Les banques centrales achètent l'or.

Prix de l'or (jaune), détention d'or dans les ETF (noir) et achats d'or par les banques centrales (barres rouges)



Selon un récent sondage du World Gold Council, les banques centrales vont continuer à augmenter la part de l'or dans leurs réserves étrangères. Les raisons : la dédollarisation et la déglobalisation. Pour l'ensemble des acheteurs d'or, la géopolitique et les guerres plaident en faveur de l'or. Dans les prochaines années, ces trois facteurs pèseront probablement plus dans la balance que le facteur historique des taux d'intérêt réels. Les perspectives se sont ramollies pour le pétrole sur le 2ème semestre 2024. La demande sera moins forte qu'estimé et l'Arabie saoudite va augmenter progressivement sa production. La reconstitution des stocks et la baisse des marges de raffinage plaident pour des prix stables. Le marché s'attend un prix d'équilibre entre \$85-\$90 pour le Brent. Pour 2025, les analystes

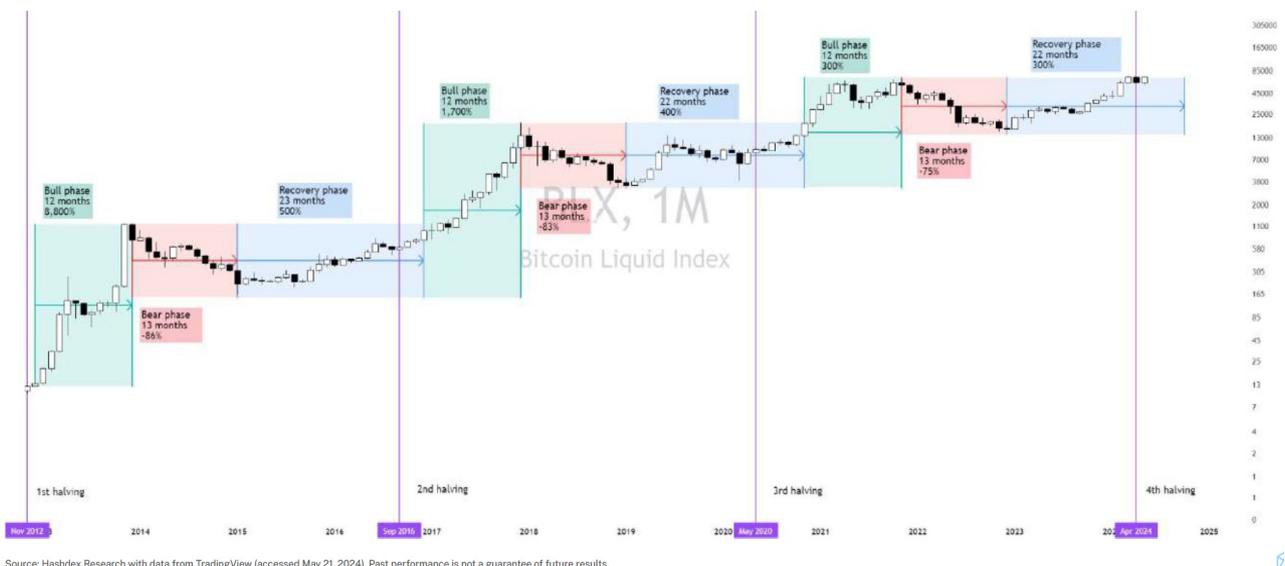
sont plus optimistes avec la reconstitution des stocks stratégiques américains et un probable pic de production aux Etats-Unis. Après avoir progressé de 42% entre février 2024 et mi-mai, le cours du cuivre a chuté de 17% : après un important restockage chinois, les stocks totaux augmentent et la demande chinoise reste morose. Pour finir, il est difficile d'anticiper l'évolution des prix des matières premières dont les indices globaux, le Bloomberg Commodity Index et le CRB ont évolué dans une succession de rallyes et de corrections.

Bloomberg Commodity Index. Depuis 1980, l'indice a reculé de 27%



Au contraire des actions, on ne peut pas valoriser les matières premières dont les prix ne dépendent que de la demande et de l'offre. Aujourd'hui, la croissance économique molle et la désinflation justifient des prix qui baissent. Selon de nombreux analystes, l'évolution du bitcoin se base sur des cycles autour du halving : phase bull, phase bear et phase de consolidation. Ils estiment le retour d'une phase bull au début de cet automne.

La phase de reprise du bitcoin semble toucher à sa fin



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.