

# LA LETTRE FINANCIÈRE

REVUE, OPINIONS ET PERSPECTIVES DES MARCHÉS

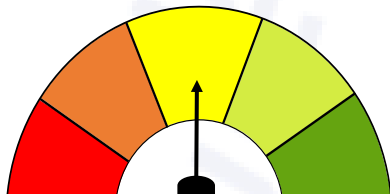


## AUTOMNE 2024

### Contexte d'investissement

Les nouveaux régimes macroéconomiques et financiers de l'ère post-pandémique prennent forme. Une fenêtre d'opportunité pour une délicate phase de reflation s'ouvre, grâce à la désinflation cyclique. L'amélioration des conditions de liquidité mondiales devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. La récession géopolitique mondiale se poursuivra avec la question imminente/critique des élections américaines.

*Un alignement transitoire/temporaire des étoiles profitera aux marchés financiers*



Principaux indicateurs en 2024  
(au 30 septembre 2024)

Indicateurs	Variation %
Eurostoxx 50	+10.8
Swiss Market Index	+9.4
FTSE 100	+6.9
S&P 500	+20.3
Taux court terme EUR	3.3
Taux court terme USD	3.6
EURUSD	+1.3
EURCHF	+1.6
Barclays Euro Agg. Bonds	+2.4
Barclays US Agg. Bonds	+4.1

## Vision globale



### Perturbations "séculaires"

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



### Démondialisation

- Commerce
- Délocalisation
- La dédollarisation



### Politiques économiques

- Soutenabilité des taux réels positifs
- Économie de guerre
- De l'effet de richesse à quoi ?
- Monnaies numériques des banques centrales



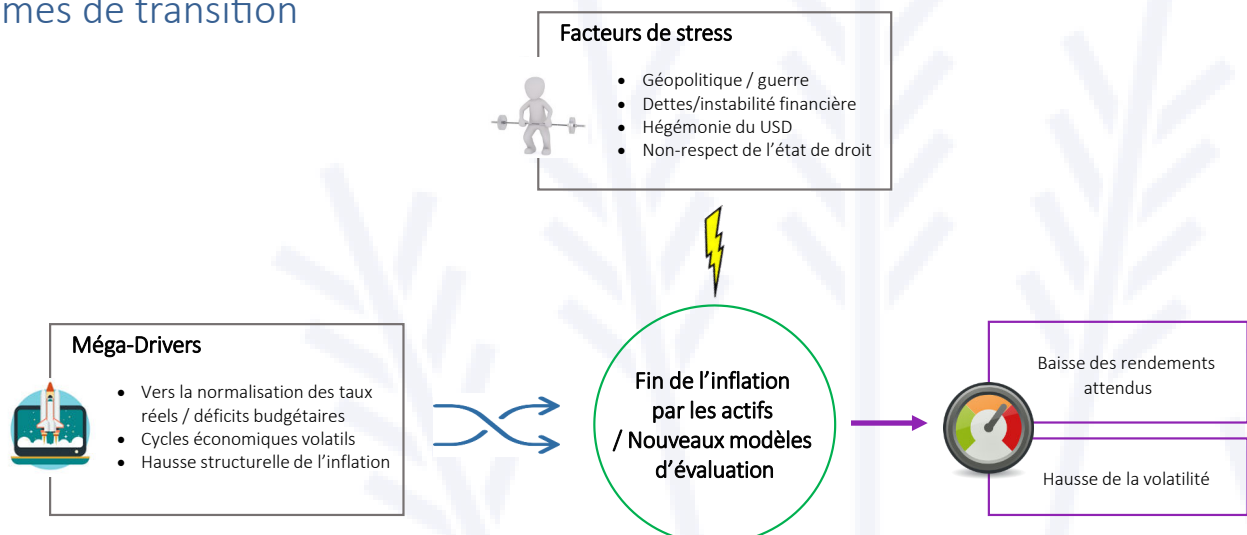
### (Géo)-Politique

- Nouvel ordre mondial multipolaire
- L'émergence du Sud Global
- La guerre au portes de l'UE

## Cadre d'investissement

Au cours des deux prochains trimestres, nous prévoyons une toile de fond macroéconomique bénigne associée à des efforts de reflation. Cela soutiendra les actifs risqués. L'inquiétude que suscite sur les marchés le dénouement rapide du carry trade met en lumière les graves défis auxquels le Japon est confronté sur le chemin - long et progressif - qui le mènera inévitablement à l'abandon d'une politique monétaire ultra-accommodante. La sortie de la déflation implique une reconvergence des cycles japonais avec ceux des principales économies, à l'exception de la Chine. Le comportement des institutions nationales et des épargnants en ce qui concerne la destination de leurs flux de capitaux et de leurs investissements sera déterminant pour l'évolution des marchés financiers mondiaux. 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. Notamment si les Républicains remportent les élections présidentielles et législatives. Il faudra suivre de très près les développements politiques et macroéconomiques au cours des prochains mois pour évaluer la durabilité de l'environnement actuel favorable à l'investissement.

## Régimes de transition



## Les moteurs de long terme

Nous considérons **trois perturbateurs séculaires**. 1) Le changement climatique. Les troubles climatiques atteignent des sommets. Ils tendent 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-inégalités*. La répression financière les a aggravées. Les pandémies et les moteurs économiques à long terme marquent un changement radical, tandis que la démographie défavorable, la mobilité réduite de la main-d'œuvre et les facteurs sociétaux (grande résignation), la délocalisation renforcent 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**. La domination fiscale s'est répandue dans le monde entier et s'impose comme une nouvelle normalité. Elle aggrave les problèmes de déficit et de refinancement de la dette. Cette politique insoutenable ouvre la voie à des résultats désagréables à moyen terme, comme une hausse de l'inflation et/ou un nouveau cycle de répression financière. En tout état de cause, un régime de forte volatilité macroéconomique est probable dans un avenir prévisible.

## Les moteurs à moyen terme

### Un nouveau cycle de reflation

La pandémie a perturbé les cycles économiques et financiers. Ses impacts différenciés ont entraîné des réponses politiques très différentes d'un pays à l'autre. Heureusement, les risques d'une nouvelle crise sanitaire mondiale semblent très faibles, grâce aux solutions spectaculaires apportées par les entreprises pharmaceutiques. Selon la Banque mondiale, la croissance du PIB réel mondial s'est stabilisée après la pandémie autour de 3 %+ et se maintiendra à moyen terme à ce rythme inférieur aux normes historiques.

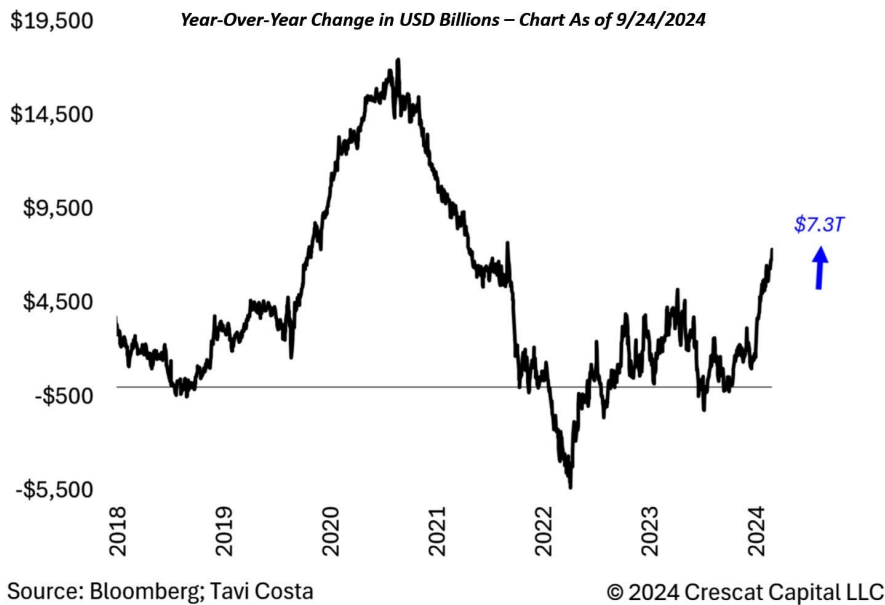
Malgré l'amélioration durable des perspectives, on s'attend à ce que des mesures de relance budgétaire excessives restent en place dans un avenir prévisible. En raison d'une inflation cyclique qui s'estompe, le moment est venu de modifier la politique monétaire. En effet, les banques centrales du monde entier passent progressivement à un

mode accommodant depuis quelques mois. Avec la dernière décision de la Fed, cette évolution est désormais incontestable.

*S'attendre à des mesures de relance budgétaire et monétaire simultanées*

*Un cycle de reflation mondiale vient de commencer*

*La hausse de M2 confirme le revirement des banques centrales*



## Les géants asiatiques s'échangent les places

Pendant des années, le Japon et la Chine ont joué les rôles respectifs de "serial printer" et de "guardian of Orthodoxy". Mais leur position quasi idéologique/ inébranlable s'est récemment évaporée. La déflation séculaire a finalement été vaincue au Japon, tandis qu'elle a pris le dessus en Chine.

Le Japon n'a pas d'autre choix que de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, bien qu'à un rythme lent. La fin inévitable du contrôle de la courbe des taux et la hausse des taux directeurs japonais contrastent fortement avec les politiques monétaires des autres grandes économies. D'autant plus que Pékin a récemment fait volte-face et engage la reflation et les injections de liquidités. Soyons réalistes, les taux d'intérêt réels japonais restent négatifs et la BoJ n'a pas réduit son bilan, elle a simplement réduit son soutien au marché des JGB. Le chemin sera long jusqu'à une position neutre, sans parler d'une position restrictive. Le chemin pour y parvenir sera mouvementé et dépendra des conditions extérieures.

La pression sur la Chine s'est relâchée grâce à la baisse des taux de la Fed. La vigueur du yen et du yuan a permis à la PBoC d'assouplir sa politique et de sortir le "bazooka". Les mesures ciblées sur le secteur du logement (-50 points de base sur les prêts hypothécaires) atténueront la douleur, mais s'avéreront insuffisantes. Les dépenses de consommation resteront atones dans le sillage de la faiblesse des salaires et de la détérioration des conditions d'emploi. L'ingénierie financière de la banque centrale - mesures similaires à l'assouplissement quantitatif -

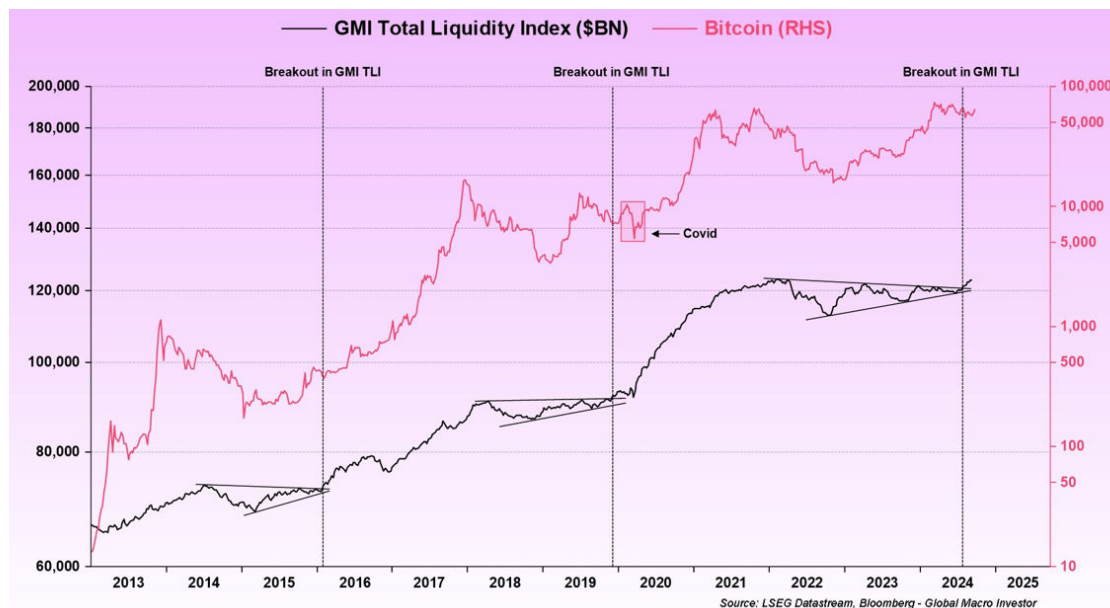
améliorera le moral des investisseurs et créera un effet de richesse temporaire. Mais des mesures plus audacieuses (annulations/restructuration de la dette) et une relance budgétaire large/ciblée seront nécessaires pour a) remédier à la baisse des prix de l'immobilier et b) relancer les dépenses de consommation.

*La déflation a migré du Japon vers la Chine*

*Cela créera de la volatilité dans les flux de capitaux asiatiques*

*L'impact net sur la liquidité mondiale devrait être positif*

*La progression de la liquidité favorise les actifs risqués / volatils*



*Le ralentissement actuel de la croissance du G3 est vertueux. La désinflation cyclique qui en résulte ouvre la voie à un cycle de reflation mondiale.*

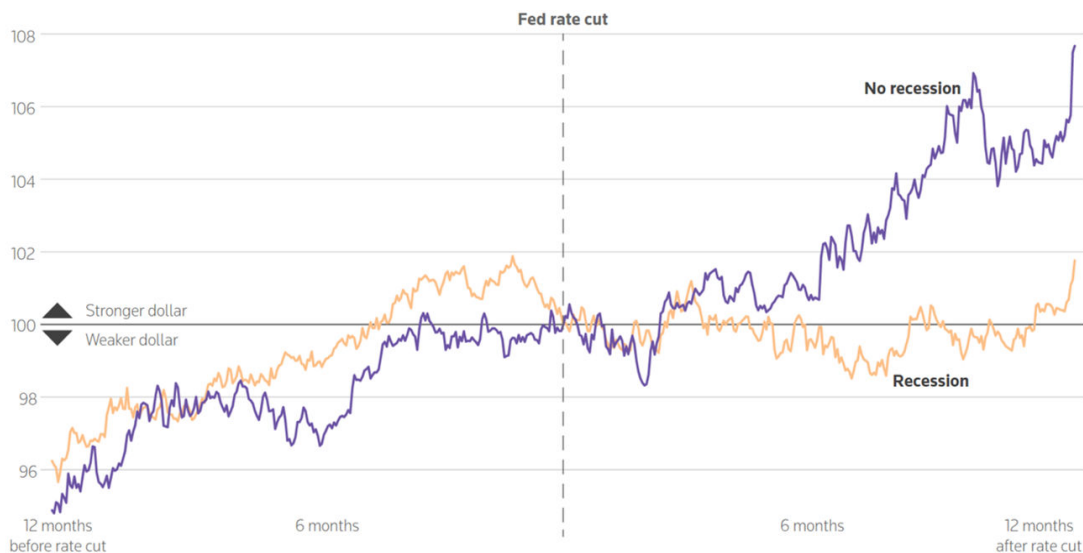
*Cet environnement favorable à l'investissement prendra fin lorsque l'inflation séculaire réapparaîtra. Selon nous, la probabilité d'un tel scénario est d'environ 50 % à partir du début ou du milieu de l'année 2025.*

## Devises

### Rarement, la Fed a été aussi à la traine

La Fed a débuté son cycle d'assouplissement en baissant audacieusement les taux de 50 points de base. Dans un cycle d'assouplissement, une grande partie de la baisse du dollar intervient avant les premières baisses. C'est le cas aujourd'hui. Par conséquent, les baisses ultérieures auront moins d'impact sur le dollar, d'autant que le marché a largement intégré des baisses massives pour 2024 et 2025.

En moyenne, l'USD est à minima stable après la première baisse de la Fed



L'indice USD s'est affaibli depuis fin juin. La croissance américaine reste meilleure que celle de la plupart des autres pays. L'économie et les décisions des autres banques centrales sont des éléments importants pour déterminer la réaction du dollar. Les récessions nécessitent souvent des baisses de taux plus importantes de la part de la Fed, ce qui réduit l'attrait du dollar pour les investisseurs à la recherche de rendement.

Le dollar a tendance à surperformer les autres devises lorsque les États-Unis réduisent leurs taux en même temps que les autres banques centrales. À l'inverse, les cycles de baisse des taux où la Fed réduit ses taux de manière isolée entraînent une performance plus faible du dollar. Le scénario d'une baisse des taux par la Fed concomitamment aux autres banques centrales se concrétise.

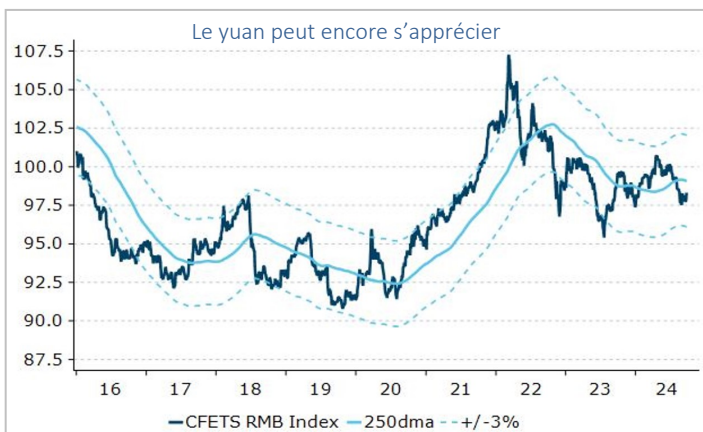
Au cours des 10 cycles de baisse des taux précédents, lorsque l'économie n'était pas en récession, l'USD a gagné 8% un an après la première baisse des taux. Il n'a progressé que de 2,0% lorsque les États-Unis ont connu une récession.

Nous anticipons une consolidation voire un renforcement du dollar. Cela pourrait changer si la croissance américaine faiblissait.



Les élections américaines du 5 novembre ajouteront de la complexité aux perspectives à moyen terme du dollar. Une deuxième présidence Trump pourrait entraîner un renforcement du dollar. Le CNY, l'euro et le yen japonais seraient les devises les plus négativement affectées dans ce scénario, en raison des tensions commerciales et de la hausse des barrières douanières.

## La Chine se réveille



Le yuan s'apprécie et affiche une hausse de 4 % depuis son plus bas de juin 2024. Le marché a réagi positivement aux mesures de relance de la PBoC. Normalement, la combinaison d'une baisse des taux d'intérêt et d'une baisse du taux de réserves obligatoires est négative pour le CNY. Cette fois, les mesures supplémentaires visant à soutenir le marché boursier chinois ont déclenché une reprise, améliorant le moral des investisseurs et pouvant conduire à un retour des flux de capitaux étrangers. De plus, le taux à

10 ans a augmenté. Tout cela est favorable au yuan.

Jusqu'à présent, les autorités n'ont pas contré les gains du yuan. La monnaie est toujours sous-évaluée et n'a pas atteint un niveau menaçant la compétitivité des exportations chinoises. L'indice CFETS est actuellement au niveau confortable pour les autorités. La PBoC ne sera sensible qu'une fois que l'indice CFETS atteindra 102, soit 3,7 % de plus. En termes de taux de change effectif réel, il est revenu à son niveau de 2014. La Chine exportant la déflation, le taux de change nominal peut s'apprécier tout en maintenant le taux de change réel inchangé.

Si les autorités estiment que le yuan s'est trop apprécié, la PBoC dispose de trois outils pour maîtriser la monnaie. Elle peut réintroduire le facteur contracyclique dans la fixation quotidienne en le fixant plus bas. Elle peut aussi réduire le taux de réserve de risque pour les opérations de change à terme de 20% à 0%. Ce taux avait été introduit en août 2015, lorsque le yuan était sous pression. Il avait été réduit à 0% en septembre 2017 et en octobre 2020. Enfin, elle peut augmenter le taux de réserve de risque sur les dépôts en devises (actuellement de 4%) pour forcer les banques à détenir davantage d'USD.

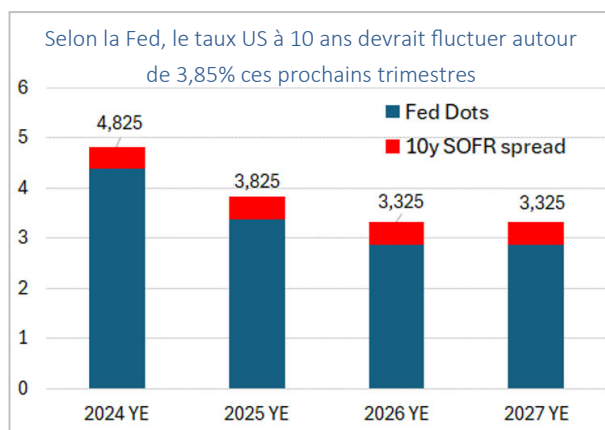
*Si la PBoC utilise l'une de ces mesures, cela signifiera que le yuan est trop fort. Nous n'y sommes pas.*

## Obligations

### Le taux neutre guide les taux longs

En théorie, le taux d'intérêt neutre est le taux auquel la politique monétaire ne stimule ni ne freine la croissance. Le débat sur le taux neutre influencera l'assouplissement des banques centrales. À long terme, les banques centrales souhaitent que leur politique soit cohérente avec leur évaluation du taux neutre. Il guide aussi leur réflexion à court terme. Les décideurs tentent toujours de fixer des taux suffisamment élevés pour faire baisser l'inflation, mais pas au point d'entraîner une récession économique.

La Fed a des estimations. Les tendances à long terme de la productivité et de la démographie dictent où elle se situe. En 2012, la Fed a commencé à publier ses estimations trimestrielles du taux neutre. Celles-ci ont été fixées à 4,25 %. Au fil des ans, il a été continuellement abaissé. Depuis 2019, il est resté inchangé à 2,5 %. Cependant, on fait face à des circonstances inhabituelles. L'économie s'adapte à un monde postpandémique. La plupart des membres de la Fed ont déjà admis qu'il avait augmenté.

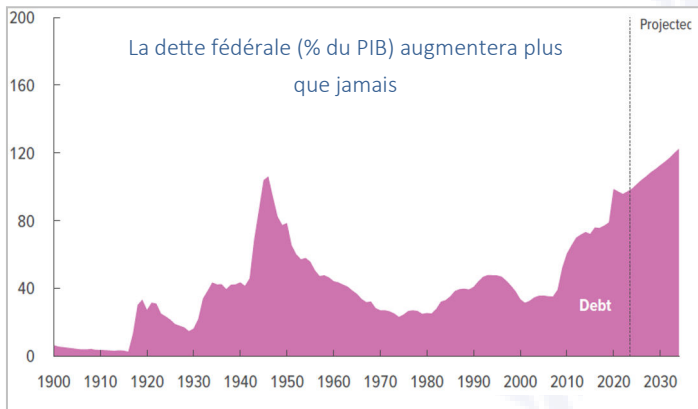


Les responsables ont rapidement relevé les Fed Funds de mars 2022 à juillet 2023 pour maîtriser l'inflation, les poussant au-dessus de 5 %. Aujourd'hui, l'inflation baissant rapidement, ils baissent les taux. Leurs dernières projections montrent que la médiane des attentes officielles est que l'inflation atteigne l'objectif de 2 % d'ici la fin 2026, avec un taux des Fed Funds à 2,875 %. Cependant, la fourchette autour de la médiane est large et orientée à la hausse.

*Sans tenir compte de l'ingénierie de la Fed et du Trésor, les taux longs semblent correctement valorisés.*

### Des politiciens imprudents

Il fut un temps où le niveau record de la dette américaine constituait un sujet majeur de discussion lors des élections



présidentielles. Lors du dernier débat entre Trump et Clinton (2016), 12 minutes ont été consacrées au sujet. Obama et Romney (en 2012) s'étaient affrontés sur le sujet. Mais en 2024, la dette ne semble plus avoir d'importance. En 2012, la dette nationale s'élevait à 11 000 milliards de dollars (70 % du PIB), alors qu'aujourd'hui, elle atteint 28 000 milliards (99 %). Le Congressional Budget Office prévoit un chiffre dépassant les 51 000 milliards au cours de la prochaine



décennie (122 %). Les promesses des deux candidats ne feront qu'aggraver la situation. Le Tax Policy Center, un organisme non partisan, estime que les politiques de Harris augmenteraient le déficit de 2 600 milliards au cours de la prochaine décennie, tandis que les propositions de Trump l'augmenteraient de 2 000 à 3 100 milliards. Le modèle d'analyse économique de l'université de Pennsylvanie et de l'université de Wharton (Penn Wharton Budget Model) estime quant à lui que le déficit augmenterait de 4 100 milliards sous Trump et de 2 000 milliards sous Harris.

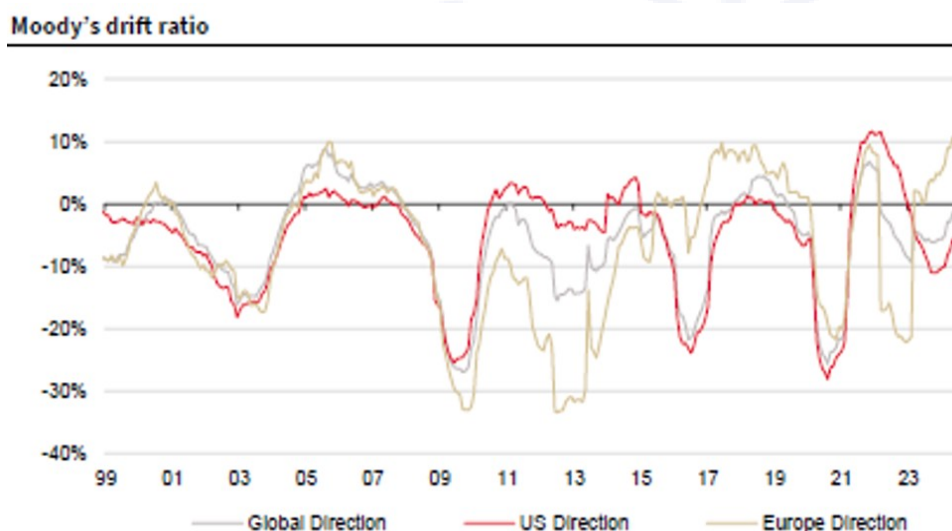
Dans le même temps, le département du Trésor fait de son mieux pour faire baisser les taux longs aux États-Unis. Tout d'abord, en transférant une plus grande partie des émissions vers les T-bills. Ensuite, en rachetant des obligations longues plus anciennes. L'émission de T-bills a explosé depuis la suspension du plafond de la dette en 2023. Les T-bills en circulation ont grimpé de 2 000 milliards en 12 mois pour atteindre 6 000 milliards en mars 2024. Dans le cadre de ce programme, le Trésor rachète des titres plus anciens et « moins liquides » avec le produit des nouvelles émissions. Il s'agit d'un swap et non d'une création monétaire. Cela ajoute toutefois de la liquidité au marché. La majeure partie des T-bills lancés au cours du S2 2023 a allégé la pression sur le taux US à 10 ans, qui a culminé en octobre 2023. Les rachats ont débuté en avril et depuis lors, les taux ont reculé.

*À l'ère du populisme, les politiciens sont peu enclins à aborder les choix difficiles. Les déficits plus importants et les tarifs douaniers plus élevés sous Trump laissent penser que l'inflation sera plus élevée sous sa présidence.*

*Le département du Trésor devrait, quant à lui, réduire les taux hypothécaires et encourager l'endettement. Ces efforts ont un impact inflationniste et entrent en conflit direct avec l'objectif de la Fed.*

## La qualité du crédit reste essentielle

Les taux de défaut spéculatifs ont atteint un pic en janvier en Europe et en avril aux États-Unis. Ils baissent lentement depuis lors. Selon Moody's, le taux de défaut mondial est tombé à 4,6 % après un pic à 5,3 % en avril. Il devrait revenir à 4 % d'ici la fin de l'année et à 2,8 % dans un an. Par ailleurs, la qualité du crédit continue de s'améliorer. Le ratio mondial des notations (upgrades moins downgrades) est positif pour la première fois depuis février 2022. Les chiffres américains restent négatifs, mais ils ont augmenté rapidement depuis décembre dernier. De plus, le ratio européen a chuté depuis son pic historique de juillet, mais se situe toujours à 12,4 %, son deuxième meilleur niveau historique.



Les fondamentaux du crédit restent solides et expliquent en grande partie pourquoi les spreads devraient rester serrés. Dans l'ensemble, la qualité des marchés du crédit s'est améliorée avec le temps, les obligations évoluant vers de meilleures notations. Cette tendance devrait se poursuivre.

## Atterrissage en douceur ou pas, cela compte pour le High Yield

Alors que le spectre d'une inflation excessive s'est éloigné, les inquiétudes du marché se sont portées sur la faiblesse du marché du travail. Ce changement a un impact sur les anticipations de baisses de taux. Alors que les acteurs du marché débattent du rythme des réductions et de la capacité de la Fed à organiser un atterrissage en douceur, les marchés du haut rendement et des pays émergents continuent de générer des performances solides.

Performance historique, première année du cycle d'assouplissement

	Yields			Perf (%) 1 year after the 1st cut				Perf over coupon (%)		
	US HY	EM	US 10y	US HY	EM	US Agg	S&P	US HY	EM	US Agg
June 1989	13.4		8.1	-3.0	N/A	-2.9	14.1	-16.4	N/A	-11.0
July 1995	9.9	14.2	6.4	9.8	33.1	9.8	24.1	-0.1	18.9	3.4
Jan 2001	14.1	11.5	5.1	4.5	4.5	4.5	-13.0	-9.6	-7.1	-0.6
Sep 2007	9.1	6.7	4.6	-1.4	7.0	-1.3	-11.0	-10.5	0.3	-5.9
Aug 2019	6.0	4.8	2.6	3.2	3.4	8.0	13.0	-2.8	-1.4	5.4
<b>Average</b>				<b>2.6</b>	<b>12.0</b>	<b>3.6</b>	<b>5.4</b>	<b>-7.9</b>	<b>2.7</b>	<b>-1.7</b>

Au cours des cinq derniers cycles d'assouplissement, aucun ne se ressemble. Il existe des différences. La qualité du HY est supérieure à celle des cycles précédents. Le taux de départ n'a jamais été aussi bas lors des cycles précédents. Les performances sont très différentes de celles enregistrées précédemment. Parfois, les marchés du haut rendement et des pays émergents avaient enregistré des performances positives, parfois non. Dans le meilleur des cas, le marché du HY a versé son coupon, tandis que dans le pire des cas, il a affiché des performances négatives. Il en va de même pour la partie la plus sûre de l'univers obligataire, l'Aggregate. La seule conclusion stable est que l'Aggregate a enregistré au moins la même performance que le marché du haut rendement au cours de la première année du cycle d'assouplissement.

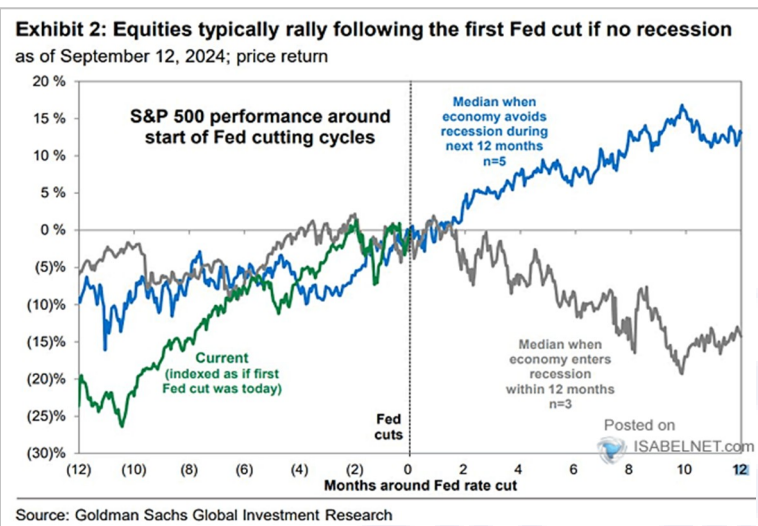
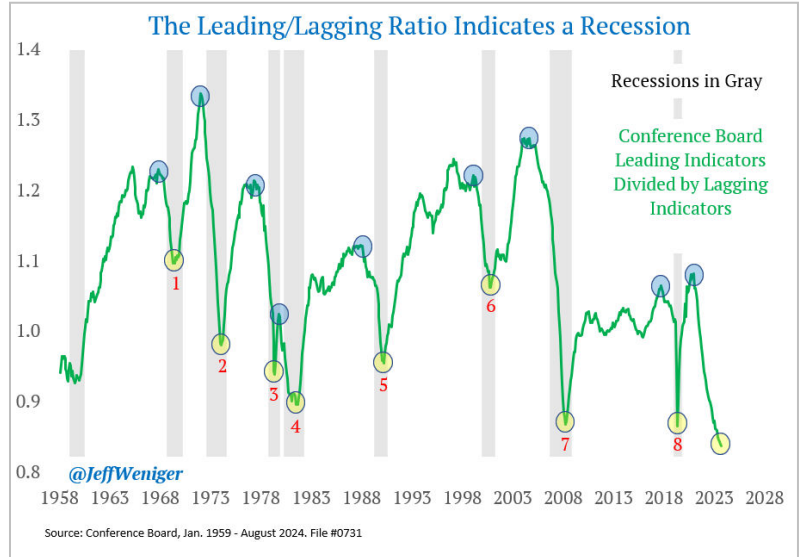
*Privilégiez l'aggregate plutôt que les obligations HY au cours de la première année d'un cycle d'assouplissement*

## Actions

*L'Histoire est contre nous. Quelques semaines moins faciles ?*

Depuis deux mois, les craintes d'une récession resurgissent. Cependant, ce n'est pas le scénario du marché qui continue de croire à un atterrissage en douceur. Une récession serait évidemment dommageable pour les actions. Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales et les efforts récents de la Chine pour soutenir son économie, estimés à \$560 milliards selon le CIO Michael Hartnett de Bank of America, pourraient éviter ce scénario.

Le fait que la courbe des taux 10 ans-2 ans US se repentifie, passant en pente positive début septembre, a alerté les investisseurs. Historiquement, une repentification est suivie d'une récession dans la plupart des cas. Toujours, ou presque, un début de baisse des Fed Funds est suivi d'une récession. L'emploi est également un point inquiétant; la règle de Sham stipule que l'économie américaine est entrée en récession. Un autre indicateur soutient le scénario d'une récession, le ratio Leading/Lagging Economic Conference Board qui est au plus bas depuis plus de 60 ans. Voir graphique ci-dessus.

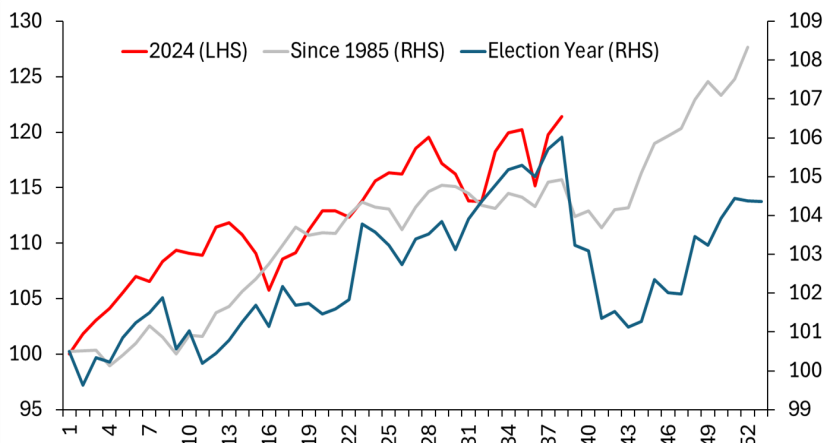


Historiquement, la Fed est négative pour les actions avec un recul moyen de 15%, lorsque la banque centrale baisse ses taux à l'approche d'une récession. En revanche, la Fed est positive pour les actions avec une hausse moyenne de 15%, lorsque la banque centrale intervient sans récession. Voir graphique ci-après. En général, le marché a besoin de 2 à 3 mois pour se positionner, le temps d'avancer dans le cycle économique pour voir si la récession se confirme ou pas. Comme l'histoire semble être contre nous, nous adopterions durant ce laps de temps une allocation sectorielle plus

neutre, surtout après 2 années de hausse des indices. Le MSCI Monde avait débuté sa hausse le 12 octobre 2022.

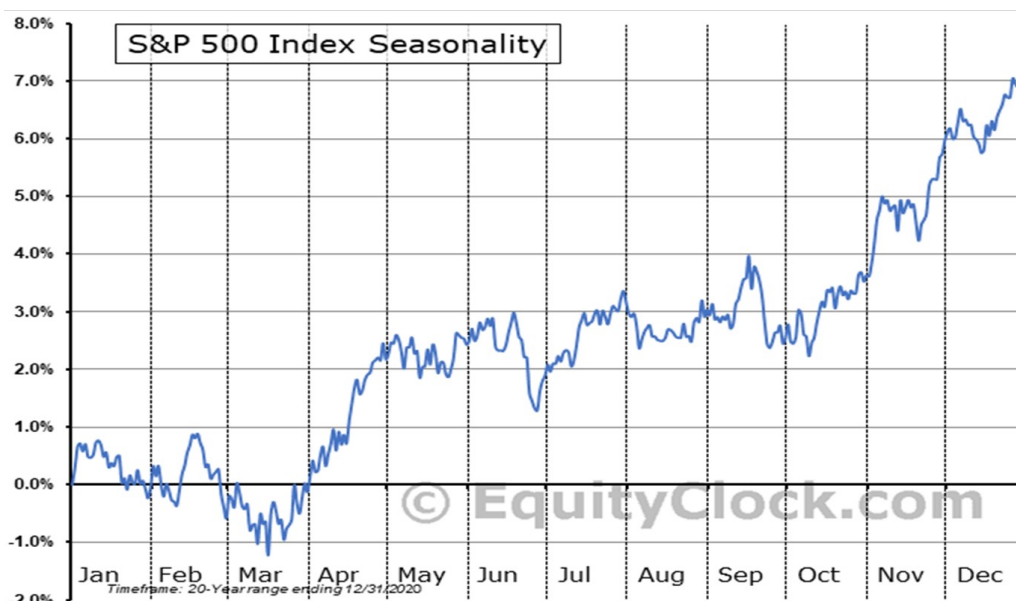
Toutefois, il y a de rares moments où la Fed est parvenue à baisser son taux sans provoquer de récession, pour assurer un *soft landing*, comme en 1995 et en 1998 sous l'ère Greenspan, et cela avait fonctionné. La bourse avait très bien réagi, poussant Greenspan à utiliser le terme *irrational exuberance* en décembre 1996, début de la bulle Internet. Le marché semble adhérer à ce scénario parfait.

Notre prudence se fonde également sur le comportement du S&P 500 lors d'une année d'élection présidentielle américaine, période durant laquelle le risque de baisse est plus marqué qu'au cours des trois années précédentes. Cette période critique se situe entre mi-septembre et fin octobre, soit juste avant le jour de l'élection.



Pourtant, les bourses poursuivent leur hausse en dépit du risque de récession, des tensions géopolitiques, de l'importante dette et des déficits budgétaires mondiaux. Selon Michael Hartnett, les stimulations des banques centrales soutiennent le *bubble dream*.

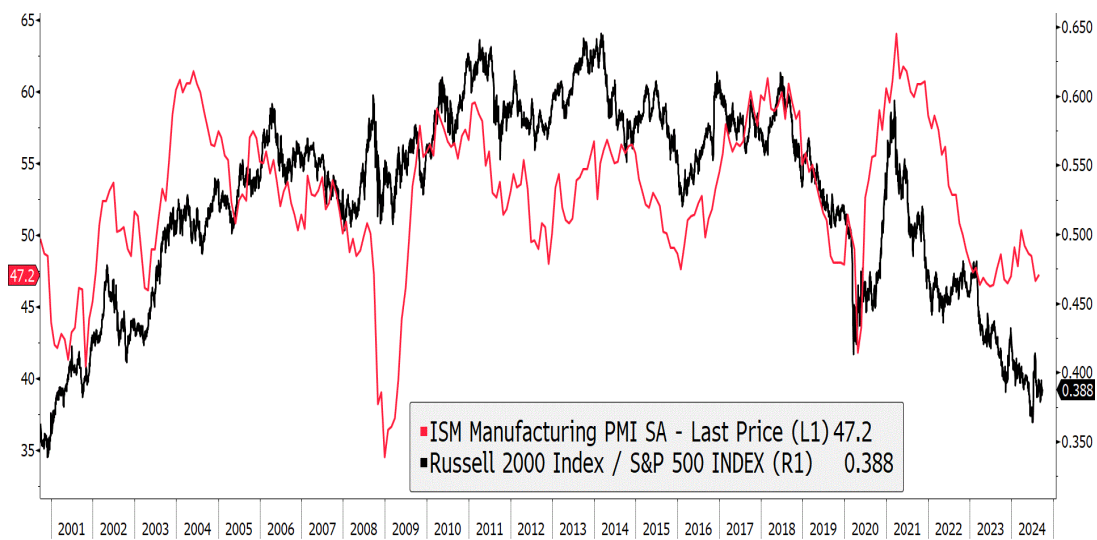
Un autre point qui nous interpelle est la saisonnalité statistique. Avril est le meilleur mois d'une année; le MSCI Monde a baissé de 6%. Juillet est le 3ème meilleur mois d'une année; le MSCI Monde a baissé de 8% (jusqu'au 5 août). Août jusqu'à mi-octobre est la pire période d'une année; le MSCI Monde a progressé de 10% en août et septembre. De mi-octobre à fin novembre, c'est la meilleure période d'une année; mais si l'on reste dans cette même logique du « 2024 = tout à l'envers », on se méfiera donc des semaines à venir et on adoptera une allocation sectorielle plus défensive.



Il manque le facteur déclencheur - le *trigger* - qui donnerait raison à l'histoire économique, géopolitique ou autres.

Le recul des taux d'intérêt aurait pu permettre au segment des petites et moyennes sociétés, en l'occurrence le Russell 2000 pour les Etats-Unis, de rattraper l'important retard en termes de performances boursières. Ce n'est pas le cas. Tout n'est pas parfait pour ce segment, comme en témoignent les PMI Manufacturiers globaux qui se situent en dessous de la barre des 50, signalant une contraction, et les mesures protectionnistes en tout genre dans un monde qui se déglobalise. Le segment des petites et moyennes capitalisations boursières a besoin de croissance économique; il souffre plus des contraintes commerciales que les grandes sociétés multinationales. Le décalage est important depuis deux ans, mais l'environnement est exceptionnellement incertain depuis 2020.

Performance relative du Russell 2000 vs S&P 500 et l'indicateur PMI US Manufacturier



En conclusion, sur une base historique, un peu de prudence pendant les 3 derniers mois de l'année nous semble approprié, le temps d'avancer dans le cycle économique. Si la Fed réussit son atterrissage en douceur de l'économie, il sera temps de redevenir plus agressif sur les actions. Entre l'irrational exuberance de Greenspan en décembre 1996 et le pic du marché en 2000, il s'était écoulé trois années !

## Investissements alternatifs

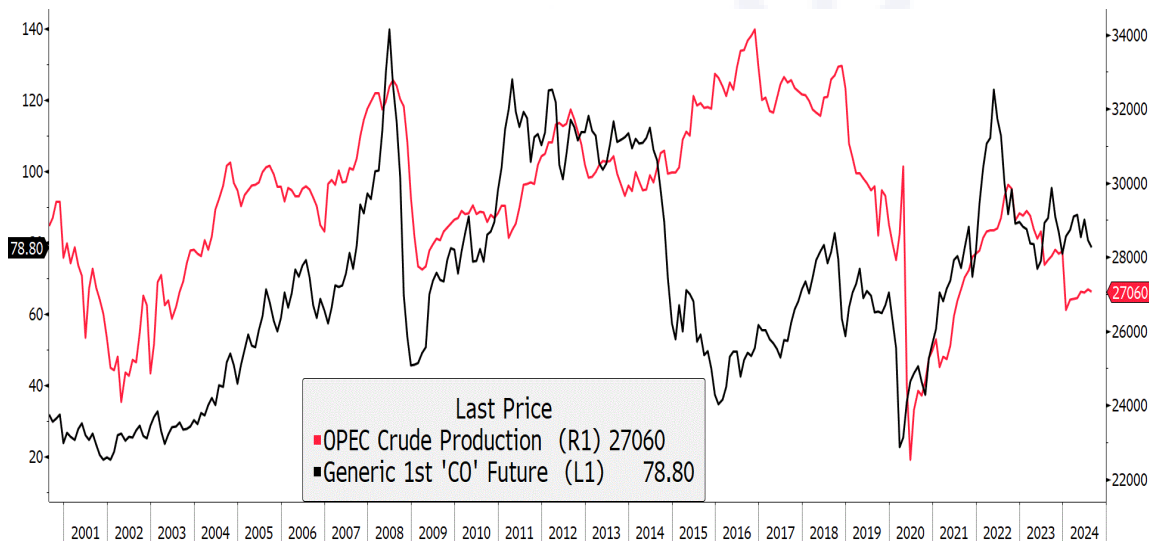
### Les regards tournés vers l'or et le bitcoin

Après une forte correction entre mai et juillet, les prix des métaux industriels se reprennent grâce à l'optimisme concernant un ralentissement en douceur, soutenu par les baisses des taux décidées par les banques centrales et récemment par les mesures chinoises pour soutenir l'économie. Nous sommes pour le moment sous-pondérés tactiquement sur les métaux industriels, même si la demande structurelle augmentera dans les prochaines années grâce à la transition énergétique, l'électrification, les data centers et l'intelligence artificielle. La société minière australienne BHP avertit que cette demande va peser sur l'offre. La demande globale annuelle de cuivre devrait en effet passer de 30.4 millions de tonnes en 2021 à 52.5 millions de tonnes en 2050, soit une hausse de 72%. Aujourd'hui, les data centers représentent moins de 1% de la demande totale de cuivre, mais ce pourcentage montera à 6-7% d'ici 2050 selon BHP.

L'IA est en train de transformer les systèmes énergétiques et la demande en métaux industriels. Les banques américaines et les hedge funds sont en train d'engager une batterie d'analystes spécialisés sur le secteur des producteurs d'électricité. Les data centers et l'IA ne sont pas des activités intenses en cuivre, mais l'électricité nécessaire à leurs activités oui.

Si BHP s'attend à une forte hausse des prix dès 2026, à court terme la faible croissance globale, en particulier en Chine, pousse BHP à croire à un marché du cuivre en surplus à court terme. Pour 2025, Goldman Sachs a révisé à la baisse le prix du cuivre, du moins tant que le secteur immobilier chinois reste en détresse. Les prix du pétrole restent dépréciés malgré le risque d'une guerre totale entre Israël et l'Iran, bien que nous ne croyons pas que cela aura une forte répercussion sur les prix du pétrole tant que les monarchies pétrolières et l'Irak ne sont pas touchés. Les prix sont corrélés à la demande mondiale qui a été inférieure aux estimations du début d'année. Les réductions volontaires de production venant de l'OPEP et de ses partenaires n'ont pas eu l'effet escompté.

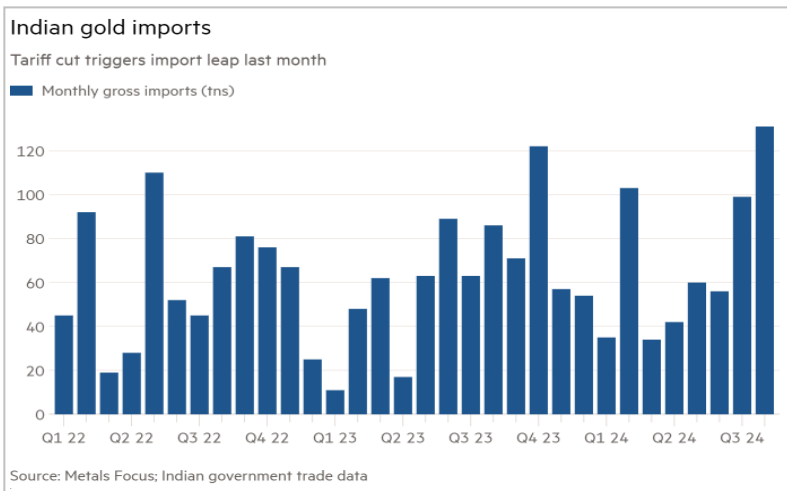
Production de l'OPEP (rouge) et cours du Brent (noire)





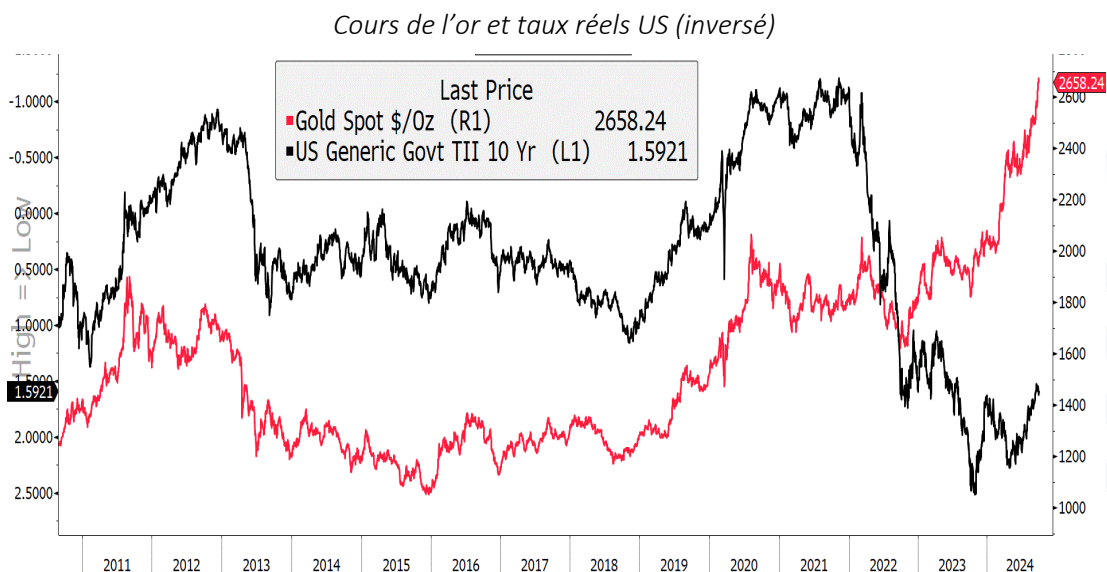
L'Arabie saoudite est prête à abandonner son objectif officiel de \$100 le baril et à augmenter sa production, un signal que le royaume est résigné à accepter une période de prix plus bas. L'Arabie saoudite constate également que les pays non-OPEP produisent davantage et gagnent des parts de marché, notamment les Etats-Unis, le Canada, le Brésil et la Guyane.

Avec une performance de près de 30% en 2024 (+12% en 2023), l'or offre l'une des meilleures performances des matières premières. Les banques centrales émergentes sont moins présentes depuis avril en termes d'achats d'or, mais les investisseurs individuels et institutionnels ont repris le relais. En raison de la crise immobilière, les ménages chinois ont acheté beaucoup d'or en 2024. Au mois d'août, les ménages indiens ont pris le relais grâce à une récente baisse des taxes d'importation sur l'or, à la bonne situation économique et à une bonne moisson. En août, les importations indiennes d'or ont atteint un niveau record en dollars à \$10.1 milliards et le 6ème record en volumes avec 131 tonnes.



On rappellera que 47% de la demande d'or vient de la joaillerie et 23% des achats en physique par les investisseurs individuels/institutionnels (ex-ETF). Sur la demande totale annuelle, 20% vient de la demande des ménages chinois et 17% des ménages indiens. En conclusion, 40% de la demande globale d'or vient de la Chine et d'Inde.

Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales et la baisse des taux réels US ont permis à l'or de casser ses résistances techniques relativement facilement, ouvrant la voie aux \$3'000.



La hausse de l'or envoie aussi un signal sur l'endettement global (très) élevé et les déficits budgétaires inquiétants.



Dans les années 90, l'or, cette « relique ancienne », avait sombré avec l'émergence d'internet. Mais ces 4 dernières années, l'or monte avec les 7 Magnifiques et l'IA.

L'or, est-il en train de suggérer qu'un des moyens pour réduire la dette serait l'inflation ?

Malgré une forte volatilité, le bitcoin semble évoluer selon le schéma habituel d'un après-*halving*, même s'il

n'y en a eu que 4.

L'environnement économique et monétaire actuel est favorable aux cryptomonnaies. Une hausse de la liquidité globale est attendue au 4ème trimestre. Voir graphique ci-dessous. 83% du temps, le bitcoin bouge avec la liquidité globale.



Le bitcoin est un actif décentralisé et indépendant des banques centrales et des gouvernements. Des caractéristiques favorables dans un monde très endetté.

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.