



**SELVI**  
**& CIE**

# LA LETTRE MENSUELLE

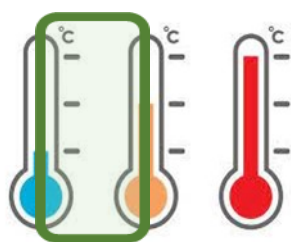
Point de situation tactique

FÉVRIER 2024

## Retour aux (nouvelles) affaires

### Environnement mondial

#### Inflation dans les 6 prochains mois



État : Décélération cyclique  
Tendance : Décélération

#### Croissance économique dans les 6 prochains mois



État : Forte dégradation de la situation  
Tendance : Stable

### Régime macroéconomique à long terme. Cycles économiques irréguliers et volatils

Des facteurs structurels faibles - démographie et productivité - pèsent sur la croissance potentielle. Les risques asymétriques de déflation ou d'inflation galopante augmentent. L'adoption massive et rapide de l'intelligence artificielle ajoute de l'incertitude. Les questions non résolues du financement du déficit et de la réduction de la dette pourraient refaire surface et perturber / disloquer les marchés.

### Perspectives cycliques. Fin de cycle atypique dans un nouveau régime (post-Covid)

Le niveau actuel des taux d'intérêt réels (environ 2% sur le 10 ans américain) est une source de stress pour les finances publiques. Il est insoutenable pour le Trésor américain, l'Italie, les acteurs surendettés/non rentables (HY/Tech) et ceux dont les actifs ont fortement baissé (US CRE, institutions chinoises).

### Géopolitique. Paysage chaotique

Les sources de conflit se multiplient. Les guerres par procuration de l'Iran font des ravages militaires et économiques.

### Changement de liquidité et conditions financières volatiles

Le cadre de liquidité ample du T423 deviendra plus bénin, voire défavorable à court terme. Cela pourrait se traduire par des conditions financières moins accommodantes - plus favorables à la Fed.

## Corrélation instable entre les actions et les obligations

Le cadre d'investissement reste opaque. Le jeu de cache-cache entre la Fed et les investisseurs va se poursuivre. La succession de périodes favorables / correctives pour les actifs risqués va se poursuivre.

## Des flux de capitaux très volatils

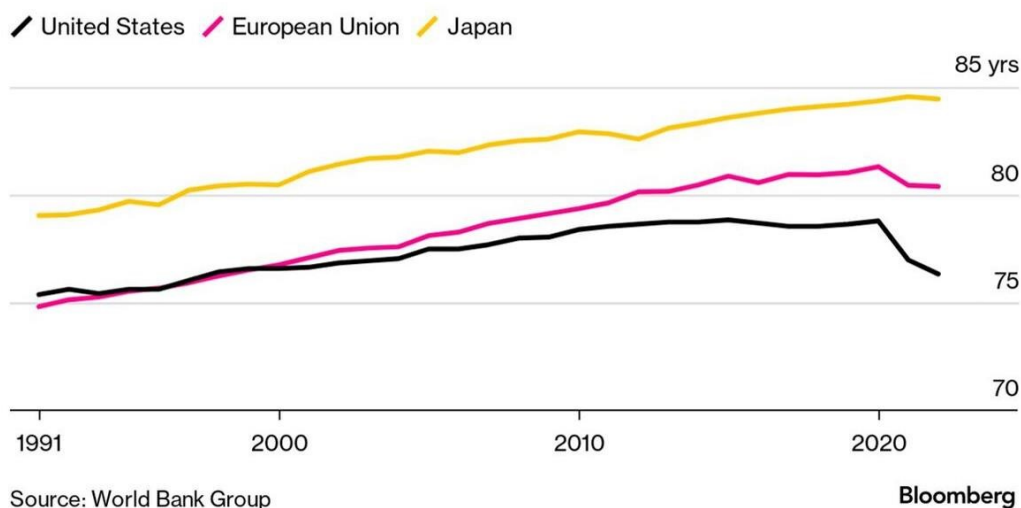
La psychologie du marché s'est améliorée de façon spectaculaire en raison de la volatilité des flux de capitaux. La destination finale des fonds du marché monétaire pourrait exacerber le momentum des actifs risqués / ou non !

## Anatomie de l'Aftershock Economy

### Une détérioration générale de la démographie

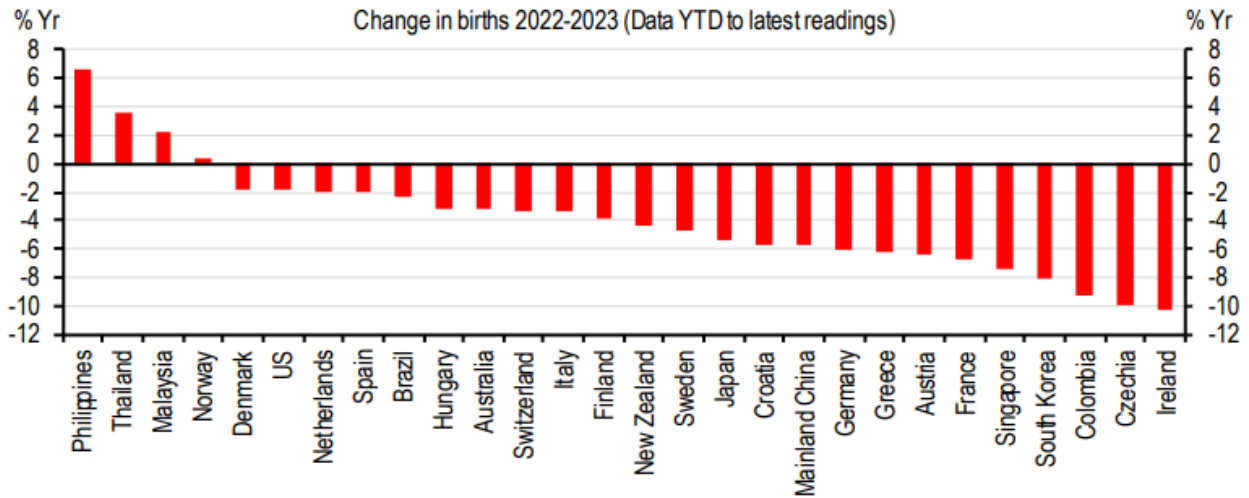
En principe, la démographie évolue très lentement. Par conséquent, elle attire rarement l'attention des marchés. Par exemple, la baisse de l'espérance de vie aux États-Unis avant la pandémie, qui préoccupe sérieusement les spécialistes, est à peine analysée. Les experts attribuent principalement cette chute au creusement des inégalités socio-économiques. L. Summers va jusqu'à rappeler que "le déclin économique de l'Union soviétique avait été prédit par des indicateurs tels que la baisse de l'espérance de vie". En tout état de cause, il pourrait s'agir d'un signe avant-coureur de la fin de l'exceptionnelle résilience de la croissance américaine.

*L'exception américaine, négative, de l'espérance de vie*



Les taux de fécondité mondiaux sont en baisse, car les préoccupations économiques et géopolitiques, les changements sociaux et la pandémie incitent de plus en plus de personnes à ne pas fonder de famille nombreuse ou à ne pas avoir d'enfants du tout. Le cas de la Chine, où la population active est déjà en déclin, est particulièrement frappant. Les données inquiétantes pour la France, qui avait un taux de natalité élevé, expliquent les récentes mesures annoncées par le président Macron : congé de maternité et plan de lutte contre l'infertilité, pour "réarmer démographiquement" le pays. Il faut s'attendre à des initiatives politiques similaires, notamment dans l'UE, tout en sachant qu'il faudra beaucoup de temps pour qu'elles produisent des résultats.

*Les naissances post-covid s'effondrent*



Source: HSBC based on national source data

Si la baisse actuelle de 3 % du taux de fécondité se poursuit, la population mondiale pourrait bientôt atteindre son maximum (2030), avant de commencer à diminuer à partir de 2040. Cela contraste fortement avec les anciennes estimations de l'ONU, respectivement 2100 et au-delà ! En ce qui concerne l'impact direct du vieillissement sur l'inflation, le débat est controversé. Toutefois, le vieillissement de la population, combiné à un taux de natalité plus faible, risque d'accroître indirectement la pression sur les finances publiques, laissant aux gouvernements le choix d'emprunter davantage et/ou de laisser l'inflation régler le problème. Mais cela pourrait aussi avoir des effets bénéfiques sur le changement climatique et la transition énergétique.

*Le facteur démographique - séculaire - est l'invité surprise, la source inattendue de volatilité de l'environnement macroéconomique*

*Il faut espérer que la baisse de la natalité soit temporaire, car étroitement liée à des chocs exogènes (pandémie, géopolitique). Dans le cas contraire, la croissance potentielle diminuera*

## L'IA - le cheval blanc indomptable

Après la pandémie, la productivité a connu des fluctuations plus importantes que d'habitude. Il faudrait donc plus de temps pour comprendre la nouvelle tendance sous-jacente de la productivité, même sans l'arrivée de l'IA. Il va sans dire qu'il est tout simplement impossible de la prédire étant donné le taux d'adoption ultrarapide de l'IA. Vers une *AI-apocalypse or an AI-révolution*? Telle est la question macroéconomique clé de la prochaine décennie. En bref, l'impact positif le plus important devrait se faire sentir sur la (dés)inflation, tandis que des risques sérieux devraient émerger à CT sur la politique et à MT sur les pressions salariales et les inégalités.

### Impacts possibles de l'IA au fil du temps

	Adoption 2024-25	Conversion 2025-30	2023-ss
PIB			
Inflation			
Salaires			
Inégalités**			
Risques gouvernance	*		

\*2024 = année électorale hyper chargée (désinformation)

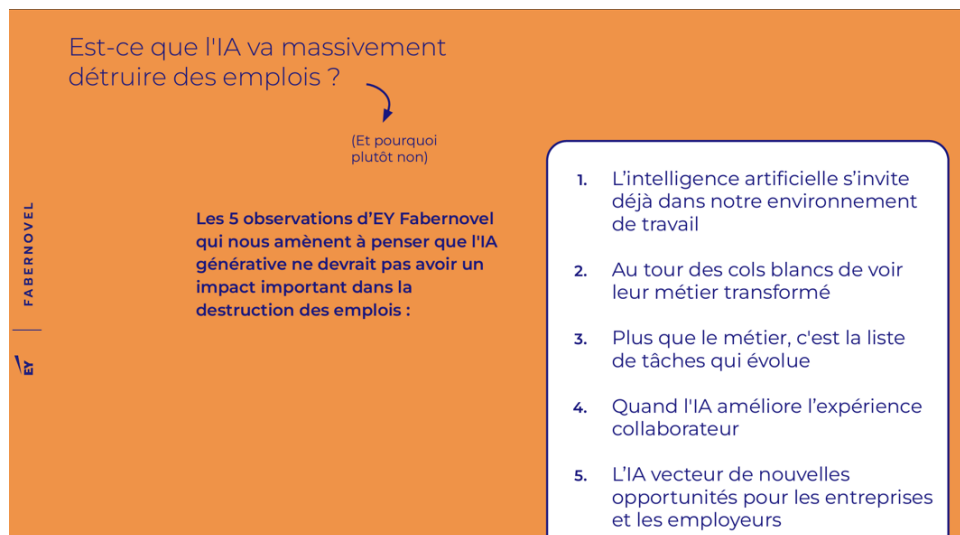
\*\*entre pays, strats socio-économiques, genres, etc

Impacts probables

très positif	positif
neutre	
négalatif	très négatif

Source : Heravest

La bonne nouvelle, contrairement à la croyance populaire, est que l'IA générative entraînera davantage une modification des tâches qu'une destruction massive d'emplois, du moins pendant la période d'adoption.



Est-ce que l'IA va massivement détruire des emplois ?  
(Et pourquoi plutôt non)

Les 5 observations d'EY Fabernovel qui nous amènent à penser que l'IA générative ne devrait pas avoir un impact important dans la destruction des emplois :

1. L'intelligence artificielle s'invite déjà dans notre environnement de travail
2. Au tour des cols blancs de voir leur métier transformé
3. Plus que le métier, c'est la liste de tâches qui évolue
4. Quand l'IA améliore l'expérience collaborateur
5. L'IA vecteur de nouvelles opportunités pour les entreprises et les employeurs

La - très - mauvaise nouvelle, c'est que les progrès de l'intelligence artificielle sont beaucoup plus rapides que les efforts de gouvernance, ce qui alimente divers risques.

*Deux des trois moteurs de croissance séculaires sont susceptibles de se détériorer dans un avenir prévisible, tandis que le troisième, la productivité, sera particulièrement insaisissable et perturbateur.*

*La résilience de l'économie américaine n'empêchera pas un ralentissement mondial bénin en 2024 / une légère récession. Aucune reprise en forme de V n'est à l'ordre du jour.*

*Une croissance tendancielle plus faible, un endettement élevé et la volatilité macroéconomique imposeront des réponses politiques décisives et imaginatives. Dans le cas contraire, l'inflation refera surface et les primes de risque exigées par les marchés/les justiciers obligataires reviendront en force.*

## Conseils en matière d'investissement

L'environnement de liquidité très favorable du T323 devrait marquer une pause avec l'affaiblissement de l'ingénierie financière américaine (à partir du T224). Il faudrait une fin de QT pour qu'il se poursuive.

La géopolitique et la politique restent très imprévisibles / défavorables.

La corrélation positive entre les actions et les obligations devrait continuer à hanter temporairement les marchés, jusqu'à ce que les décideurs politiques définissent leurs plans / leur tolérance en la matière (H224).

Les actifs financiers sont prêts à subir de nouveaux ajustements de prix volatils/hectiques. Les actifs réels (matières premières spécifiques) et les couvertures de change (métaux précieux et cryptomonnaies) surperformeront.

Nous adoptons une attitude relativement prudente en matière d'investissement, c'est-à-dire que nous recommandons une prise de risque *modérée* / un budget *modéré*.

## Devises

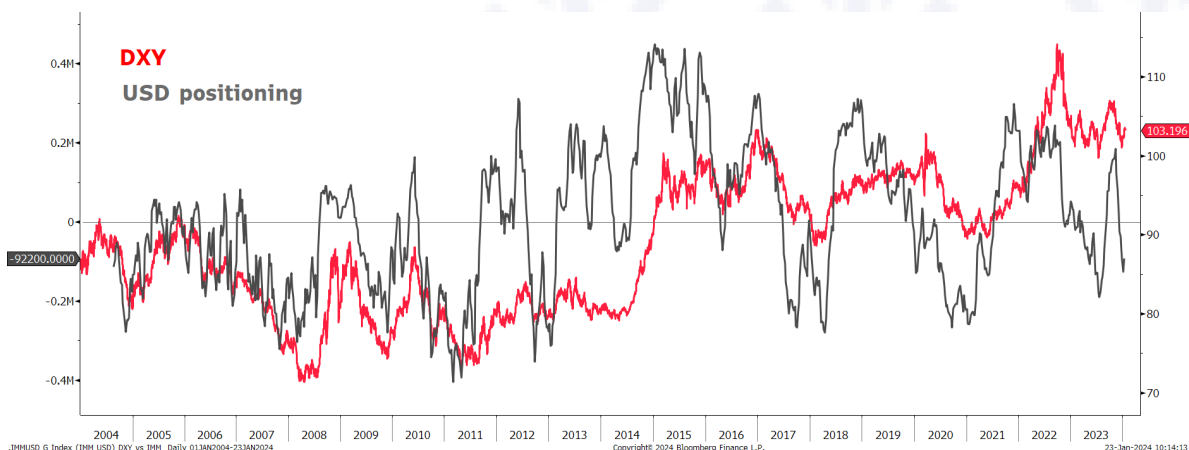
### L'USD contre tous

Les investisseurs ont renoncé à parier sur des baisses de taux dès mars. La prudence des décideurs et la myriade de données positives ont repoussé le début du cycle d'assouplissement au mois de mai. L'USD est en hausse contre les devises cette année. Le différentiel de croissance des États-Unis face au reste du monde et le taux US à 10 ans en sont les principaux moteurs. Le consensus sur le PIB US pour 2024 est sur une tendance de révisions à la hausse depuis mi-2023, passant de 0,60% à 1,3%. La même tendance a prévalu pour le taux US à 10 ans qui a été revu à la hausse de 3,10% à 3,80%. En outre, il ne fait aucun doute que d'autres marchés suivent le rythme des taux, à un degré rarement vu dans le passé. Le taux US à 10 ans et l'indice du dollar, avec les projections du consensus Bloomberg, impliquent que la corrélation entre les deux au cours de l'année dernière se maintiendra. La prévision médiane sur le 10 ans US est de 3.80%. La fourchette des prévisions sur le 10 ans US va de 4,5% (RSM) à 3% (TD). Cela implique une fourchette de 100/105 sur le DXY cette année.

*Le taux US à 10 ans reste le meilleur moteur du dollar*



Les données de la CFTC montrent que les investisseurs se tournent vers la sécurité. Le positionnement global reflète un sentiment et un positionnement spéculatif baissier sur l'USD. Le dernier rapport montre une légère réduction du positionnement vendeur en USD.



## La sous-performance économique devrait pénaliser l'EUR

La réaction hawkish de la BCE a finalement eu l'effet souhaité. Les investisseurs ont réduit leurs paris sur une baisse prématurée des taux. Les risques de baisse de l'EUR/USD augmentent et la stabilité sous les 1,10 le confirme. Le souci est que le rebond jusqu'à 1,11 fin décembre, contre 1,05 au début du trimestre, était dû aux États-Unis et la Fed. L'absence de facteurs haussiers propres à l'euro laisse la devise exposée.

*L'EUR/USD dans une fourchette étroite*

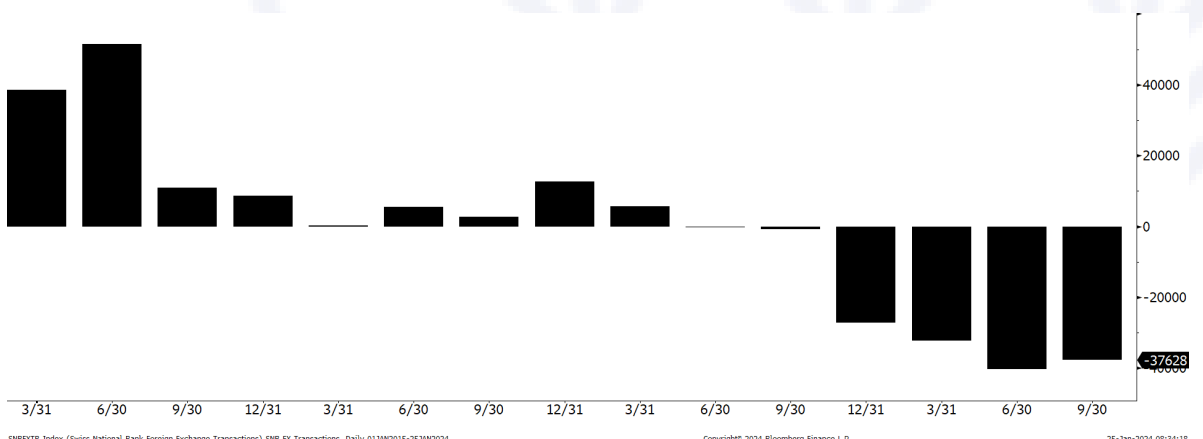


Les attentes de taux en Europe sont devenues plus raisonnables. Cela n'est pas encore validé par la BCE. Certains décideurs ont repoussé le débat sur l'assouplissement. Il y a deux risques. Premièrement, les marchés peuvent supposer que le contexte cyclique décevant et la désinflation déclencheront une réponse politique, plus importante que prévu, et négative pour l'EUR. Deuxièmement, une attitude restrictive surprise de la BCE cette année serait associée à des perspectives économiques plus faibles et pèserait sur l'EUR via le différentiel de croissance. Un tassement des indicateurs avancés est un risque majeur pour l'EUR

## La BNS souhaiterait une baisse du CHF

N'ignorez pas la BNS. Les dernières remarques du président sur la monnaie confirment l'idée que la force du CHF est peut-être une histoire du passé qui ne prévaudra pas en 2024.

*Opérations de change de la BNS (millions CHF)*



Les dernières remarques de Jordan confirment que le passage de perspectives désinflationnistes à des risques d'inflation accrus avaient justifié une approche différente à l'égard du CHF. Il y a à peine 6 mois, la BNS faisait allusion à la vente de devises étrangères et soulignait les vertus d'un CHF fort dans un monde inflationniste. Cela a changé. L'inflation suisse est passée sous les 2%. Lorsque les craintes d'une récession dans un contexte désinflationniste dominant, une monnaie forte n'aide plus.

*Le simple fait que la BNS reconnaisse cela peut être considéré comme un premier pas vers une gestion active de la baisse du CHF*

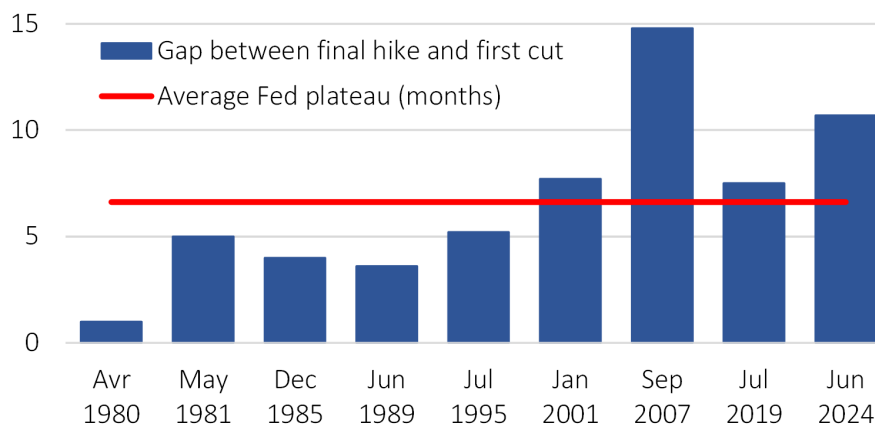


## Obligations

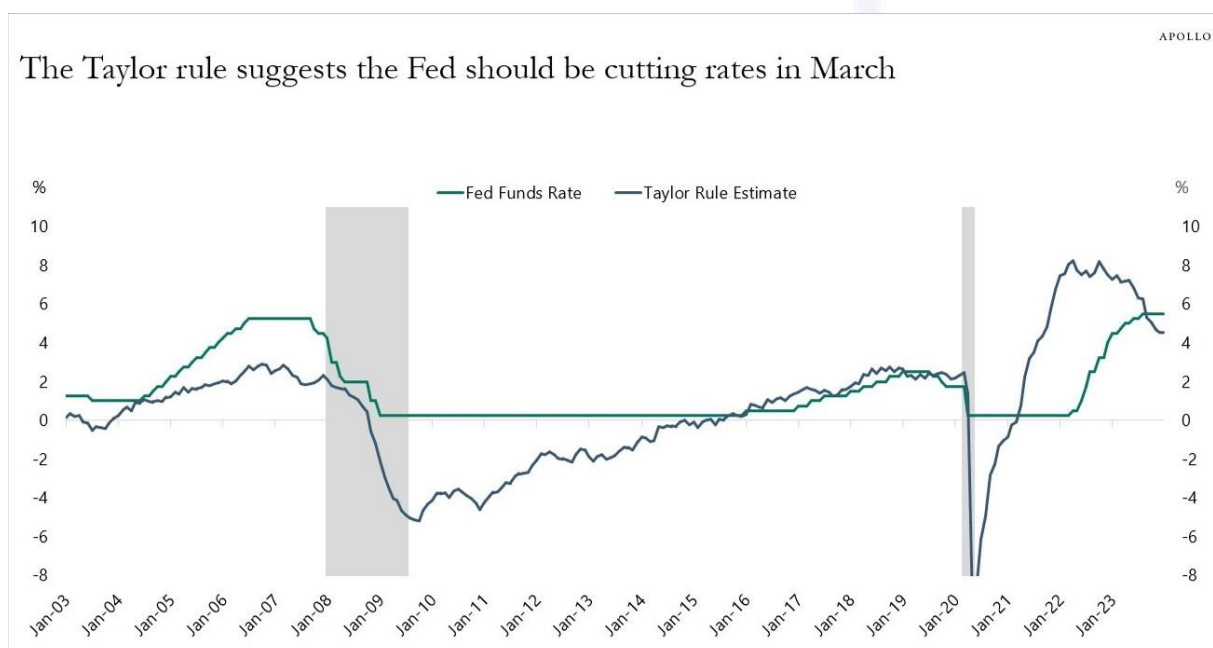
### L'euphorie des baisses de taux douchée par les banques centrales

Les obligations ont connu leur pire période depuis octobre. La résilience de l'économie et la réaction des banques centrales ont bouleversé les attentes de baisse de taux. La probabilité d'une baisse de la Fed en mars est tombée de 90 à 50% en quelques semaines. Le Royaume-Uni en a fait une démonstration brutale. Les obligations d'État ont chuté lorsque l'inflation a rebondi pour la 1ère fois en 10 mois. Les investisseurs ont trop basé leurs anticipations sur les cycles précédents lorsque la Fed a ajusté sa politique 6 mois après sa dernière hausse. Étonnamment, le positionnement spéculatif ne s'est pas ajusté depuis octobre et reste extrêmement « short ».

*Les traders s'appuient sur l'histoire pour anticiper une baisse dès mars*



La Fed utilise la règle de Taylor depuis des décennies pour fixer le niveau des taux. Un argument en faveur d'une baisse dès mars est le modèle de la Fed. Avec la forte baisse de l'inflation ces 6 derniers mois, les Fed Funds ne devraient pas être à 5,5% mais à 4,5%.



Les anticipations montrent qu'une baisse des taux dès mars s'estompe. Les membres de la Fed doutent du timing et de l'ampleur des baisses. Bostic estime la 1ère baisse au T3, tandis que Waller réclame des baisses méthodiques et prudentes. Mais avec une inflation en baisse rapide et proche de son objectif, la Fed peut agir rapidement. Toutefois, l'ampleur des réductions (150pbs) cette année reste inchangée. La Fed a déjà agi. Elle a confirmé la fin de son BTFP le 11 mars. Les banques paieront à la Fed (5,40%) plutôt que l'OIS USD à 1 an + 10pbs (4,88%) pour emprunter de l'argent auprès de la facilité. C'est la fin de l'argent facile pour les banques.

*Nous attendons une baisse de taux en juin et un changement du QT en milieu d'année. Une baisse plus précoce est possible si les fondamentaux se détériorent plus tôt. Le taux US à 10 ans restera entre 3,75 à 4,25% au T1*

## Une baisse de taux en mars/avril est prématurée pour la BCE

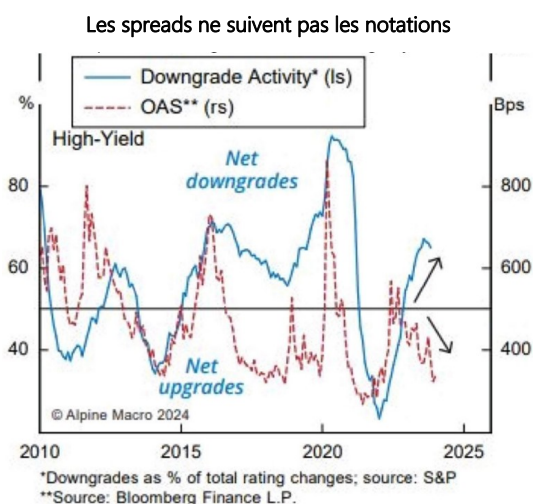
Lagarde s'est montrée ouverte à des baisses de taux en 2024. Une baisse estivale est en jeu. Les attentes sur des baisses rapides de taux pourraient contrecarrer les efforts des décideurs pour freiner l'inflation, en assouplissant trop les conditions financières.

*À moins d'un effondrement rapide de l'économie, la BCE hésitera à réduire ses taux avant l'été. Dans ce cas, le taux allemand à 10 ans devrait revenir sous les 2,0%*

Les Japonais font face à une dynamique différente : les émissions mal reçues illustrent le besoin de rendement. Les Japonais ont recommencé à acheter de la dette étrangère en décembre. C'est différent du schéma typique de désengagement de la dette étrangère en fin d'année. Ils n'ont été acheteurs nets de ces dettes en décembre que 3 fois ces 10 dernières années. En 2023 ils ont acheté le plus depuis 2020. C'est un changement important.

## (Trop) gros appétit

Les sociétés IG émettent de la dette en USD à un rythme rapide cette année. Il s'agit du début d'année le plus chargé depuis 3 décennies. Les emprunteurs se précipitent pour garantir une baisse des coûts d'intérêt, tandis que les investisseurs sont désireux d'acheter de nouvelles obligations avant que ne débutent les baisses de taux.



Les défauts ont semblé se stabiliser au T4, au moins jusqu'en novembre. Selon Moody's, le taux de défaut en Europe est passé de 3,3% en septembre à 2,8% en novembre, et aux États-Unis de 5,4 à 5,3%. Cela justifie le resserrement des spreads du S2. Les spreads ont tendance à dépasser largement les pics ou les creux des défauts et à réagir par anticipation.

Cependant, décembre a été différent. L'année s'est terminée avec une hausse des taux de défaut pour atteindre leurs plus hauts niveaux depuis 2021. Le taux de défaut aux US a atteint 5,6% et en Europe a bondi à 3,5%. Compte tenu de la dynamique de dégradation des notes du HY et des conditions de refinancement plus élevées, les

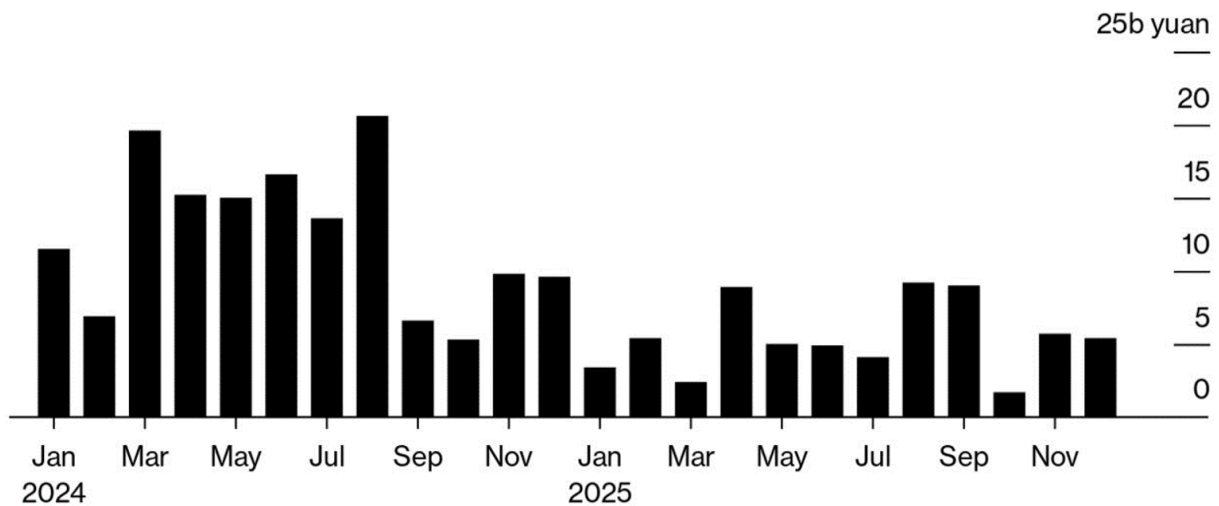
défauts devraient continuer à augmenter.

*Si les défauts continuent d'augmenter, les spreads n'ont pas encore atteint leur pic*

Les perspectives de notation des émergents souverains sont équilibrées pour 2024. Selon Fitch, 11 perspectives positives contrebalancent 10 perspectives négatives. Cela a un impact globalement neutre sur les notations souveraines par rapport à 2023. Cela reflète un scénario de base d'une croissance mondiale légèrement plus faible et de tensions persistantes sur les positions budgétaires, contrebalancées par une baisse de l'inflation et des réductions de la plupart des taux directeurs des banques centrales.

Toutefois, les risques sont orientés à la baisse. Les revers de la désinflation mondiale pourraient conduire à des taux d'intérêt « plus élevés pendant une longue période » et à une volatilité des marchés financiers. L'incapacité à stabiliser le marché immobilier chinois pourrait entraîner un fort ralentissement de la croissance, avec des effets négatifs sur les partenaires commerciaux et les exportateurs de matières premières. Sans parler des risques politiques matériels.

*Échéances des obligations des sociétés immobilières chinoises (marché offshore)*



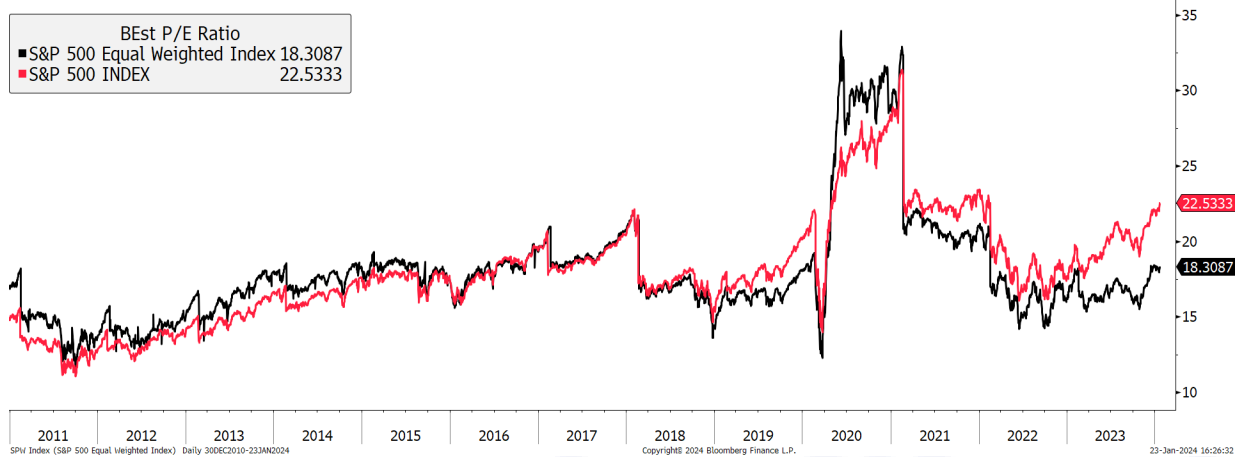
Source : Bloomberg

## Actions

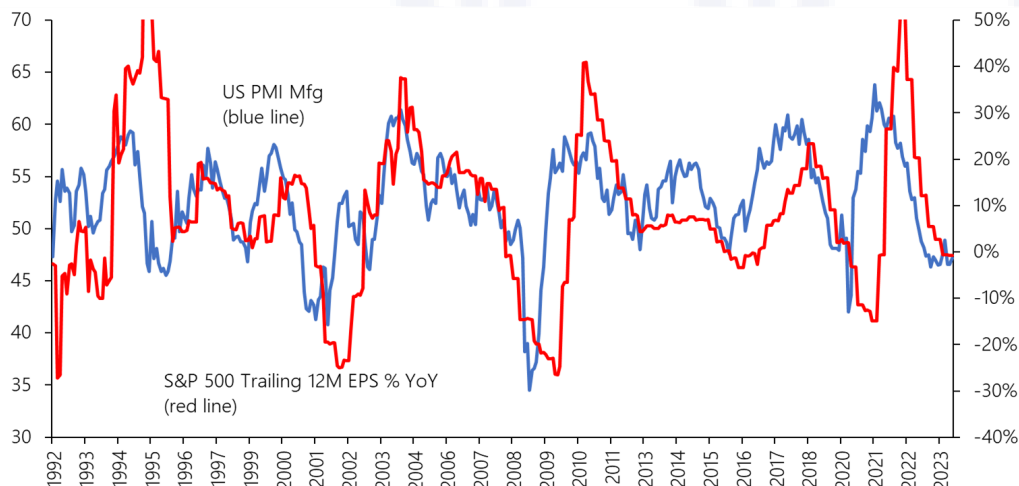
### Irrationalité, exubérance, complaisance ? Pas tant que cela

Certes, la hausse de 35% du S&P 500 depuis octobre 2022 (début du bull market) est due en grande partie à la forte remontée des Big Tech, renommés les 7 Magnifiques, en 2023 avec une performance de 107%, mais l'indice S&P 500 Equal Weighted a tout de même progressé de 22%. La consommation discrétionnaire et l'industrie ont enregistré des performances convenables. Les investisseurs n'ont donc pas tout misé sur les 7 Magnifiques. Les PER des indices ont progressé en 2023, mais ils restent inférieurs aux niveaux de début 2022. Le PER du S&P 500 est supérieur à sa moyenne historique, poussé par les 7 Magnifiques, mais celui du S&P 500 Equal Weighted (équ pondération de 0.2% pour chaque titre) est sur sa moyenne historique. Le PER de l'Euro Stoxx affiche une décote de 10% par rapport à sa moyenne historique. Par contre, la normalisation de l'inflation ne permet plus d'espérer une forte hausse des multiples. Les profits des sociétés aux Etats-Unis et en Europe sont attendus en hausse de 10% tant en 2024 qu'en 2025 après une courte période récessive fin 2022 et au 1er semestre 2023. La récession américaine, la plus attendue de l'histoire, n'est toujours pas là et les avis sont partagés (50/50) sur sa venue ou pas. La reprise des indicateurs manufacturiers (PMI) américains et européens, après s'être stabilisés à bas niveaux, confortent les optimistes sur l'état des économies, malgré le recul des indicateurs sur les services.

PER S&P 500 et S&P 500 Equal Weighted



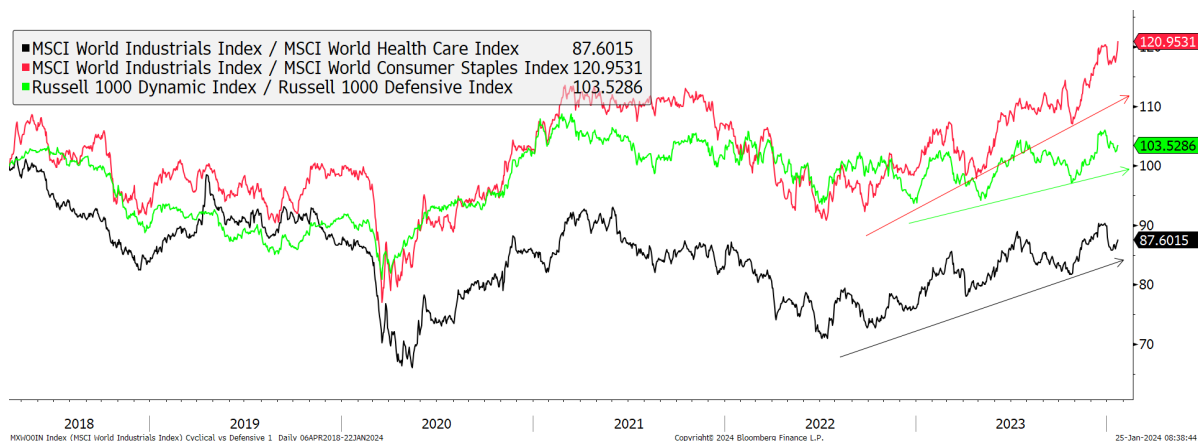
PMI US Manufacturier et BNPA 12M S&P 500



Les investisseurs jouent une formule gagnante, à tort peut-être ou avec un peu de complaisance : résilience de l'économie et des profits des sociétés, stabilisation de l'inflation et baisse des taux de référence des banques centrales en 2024. Ils jouent la perfection. Les tensions géopolitiques croissantes n'entrent pas dans cette formule, ni l'absence de hausse des prix pétroliers qui signale un risque sur la demande (récession) plutôt qu'un risque sur l'offre. Les aspects techniques sont tous favorables à une performance positive des actions en 2024, que nous estimons à +10% pour le MSCI Monde, mais les statistiques sont plus mitigées après une forte année 2023.

Après une tentative de rattrapage en tout début d'année, les secteurs défensifs restent dans une tendance de sous-performance par rapport au secteur cyclique/industriel (Russell Dynamic/Russell Defensive) qui profite d'une économie résiliente et profitera du retournement probable des indicateurs manufacturiers. Les valeurs industrielles sont à privilégier dans une économie de « guerre » mondiale, c'est-à-dire la réindustrialisation des pays occidentaux, la transition énergétique et la hausse des dépenses militaires. Grâce aux 7 Magnifiques et à la technologie en général, le segment Croissance devrait surperformer le Value; les principaux arguments sont l'Intelligence artificielle et la reprise du cycle des ventes de semiconducteurs.

Performances relatives. Cyclique/Industrie vs Défensif



En 2023, les fonds monétaires ont été l'actif le plus « chaud » grâce au retour des rendements attrayants, dont les montants sont passés de \$2'500 milliards en 2018 à \$6'000 milliards aujourd'hui aux US. Que feront les investisseurs lorsque la Fed deviendra plus accommodante, réduisant les rendements des fonds monétaires ? Possible qu'on voie une partie de ces fonds converger vers des actifs risqués, en particulier vers les actions.

Montants dans les fonds monétaires en USD aux Etats-Unis



Nous ne percevons pas de raisons pour une forte correction des bourses, mais janvier et février sont des mois défavorables en terme de saisonnalité statistique et les échecs du *Santa Claus rally* et des *5 premiers jours de l'année* avec des performances négatives plaident plutôt pour une consolidation. Dans un monde déglobalisé et disruptif, on ne peut plus considérer la zone émergente comme un bloc. Il y a des pays anti-occidents (Chine, Iran) et des pays qui ne tiennent compte que de leurs propres intérêts (Inde, Arabie saoudite). Le bloc Sud Global et les BRICS sont des alliances très hétérogènes. La Chine semble être un « value trap ». Pékin envisage un vaste plan de soutien (278 milliards de dollars) - le *window guidance* - de ses marchés boursiers, alors que son économie ralentit et que les fuites de capitaux étrangers ne faiblissent pas. Mais le désamour des actions chinoises reste. L'Inde veut être une alternative à la Chine pour les Occidentaux, mais son écosystème industriel et ses structures d'exportation (ports en particulier) ne sont pas au même niveau que ceux de la Chine. Le Mexique reste un partenaire majeur pour les Etats-Unis dans sa stratégie de *onshoring/nearshoring*.

## Matières premières

### L'économie globale est trop faible pour voir un nouveau cycle haussier des matières premières

Depuis mi-2022, l'indice Bloomberg Commodity a reculé de 30%. L'économie globale est molle, affectée par toutes sortes de disruptions économiques, géopolitiques et climatiques, notamment en Chine et en Europe. L'immobilier chinois ne soutient plus la demande mondiale en métaux industriels, secteur qui comptait pour 25% de la demande mondiale avant la crise.

*Bloomberg Commodity Index*



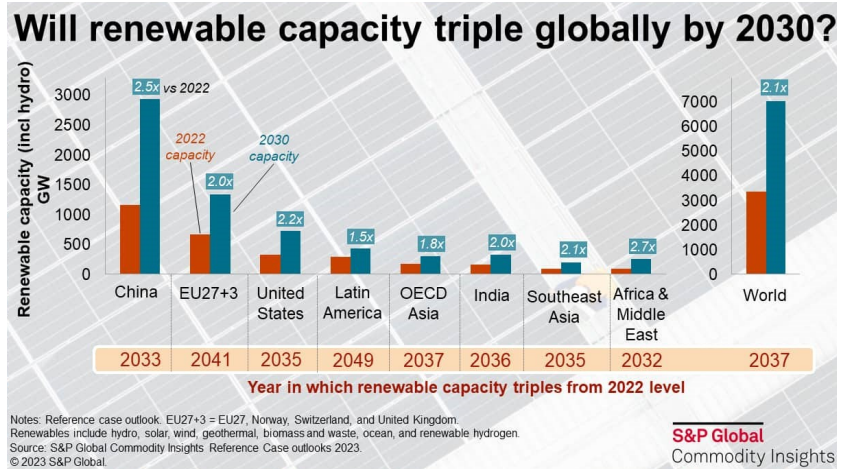
Source : bloomberg

Le cuivre a changé de statut. Les experts considèrent que la demande de cuivre n'est plus le reflet fidèle de l'activité économique, à la hausse comme à la baisse. La demande de cuivre est soutenue à un niveau sans précédent, quelle que soit la conjoncture, par une forte demande liée à la transition énergétique et principalement à l'électrification. Le magazine *The Economist* souligne que le cuivre vient de changer de statut. Le cuivre n'est plus « *Dr Copper* », un baromètre sur l'état de santé des économies. Malgré l'effondrement du marché immobilier chinois, les cours du cuivre ont relativement bien tenu. La demande annuelle de cuivre va doubler d'ici à 2035, métal utilisé dans les batteries, les réseaux électriques, les cellules photovoltaïques, les transports. Une voiture électrique utilise 80 kilos de cuivre contre seulement 18 kilos pour une voiture à combustion. L'augmentation de la demande de cuivre viendra avant tout, selon Wood Mackenzie, du développement des véhicules électriques, qui représentera 55% de la demande. La demande provenant de l'éolien marin sera multipliée par sept d'ici 2040.

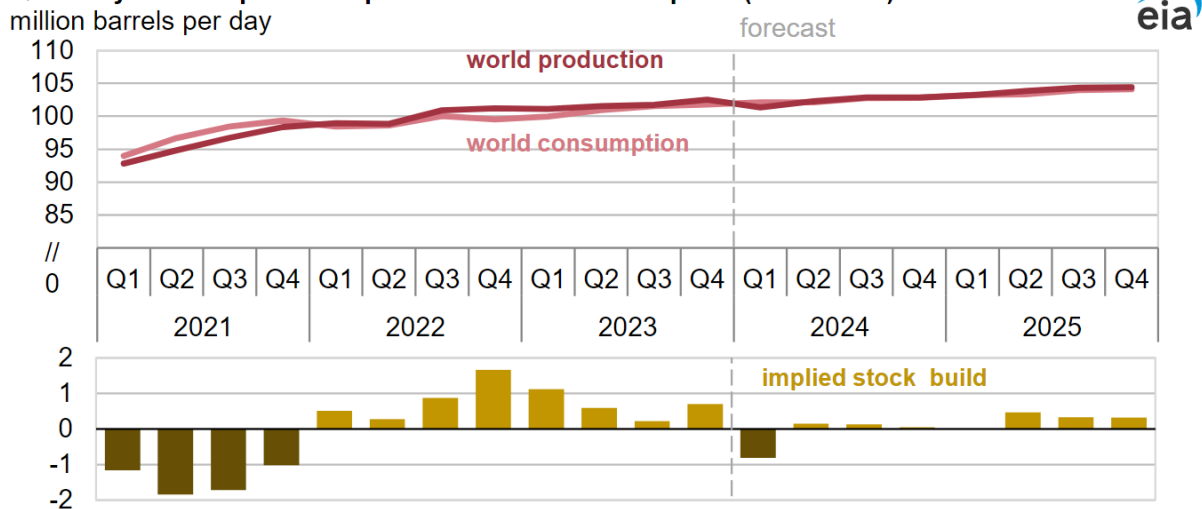
Malgré tout à court terme, les métaux industriels, en particulier le lithium, sont affectés par une faiblesse de la demande de voitures électriques observée fin 2023 en Chine, en Europe et aux Etats-Unis. Après le concept d'un *Supercycle*, qui ne semble plus d'actualité, la banque HSBC décrit un *Super squeeze* des matières premières, soit des prix soutenus des contraintes d'offre, plutôt qu'une hausse de la demande, venant de la géopolitique, du climat et d'une insuffisance d'investissements dans de nouvelles capacités de production. La transition énergétique

demandera une grande quantité de métaux industriels, cuivre, nickel, lithium, aluminium, cobalt, graphite. La COP28 a validé un plan qui triplera les capacités d'énergies renouvelables d'ici 2030.

Ces 20 dernières années, les investissements dans les métaux critiques pour la transition énergétique se sont élevés à \$45 milliards par an, alors qu'il faudrait \$70 milliards par an jusqu'en 2030 pour répondre à la demande. Sans de nouvelles capacités, l'offre sera sous forte pression. Donc, certainement, les métaux industriels vont revenir, offrant des performances boursières intéressantes pour les investisseurs à long terme. Cependant, à court terme, tant pour le pétrole que pour les métaux industriels, le marché reste concentré sur la faiblesse de la demande et moins concerné par les problèmes structurels de l'offre à moyen-long terme. Les prix du pétrole ne décollent pas malgré une situation géopolitique extrêmement dangereuse au Proche-Orient. Les pays-producteurs du Golfe et l'Égypte restent peu concernés par le conflit Israël-Hamas (Iran). L'offre venant des pays non-OPEP augmente. Les États-Unis atteignent une production de plus de 13 millions de barils/jour. Sauf crise majeure, le ratio offre/demande sera équilibré, se traduisant par des prix stables. Nous passons le secteur de l'énergie de surpondérer à neutre, mais la situation reste explosive.



### Quarterly world liquid fuels production and consumption (2021–2025)



Data source: U.S. Energy Information Administration, *Short-Term Energy Outlook*, January 2024

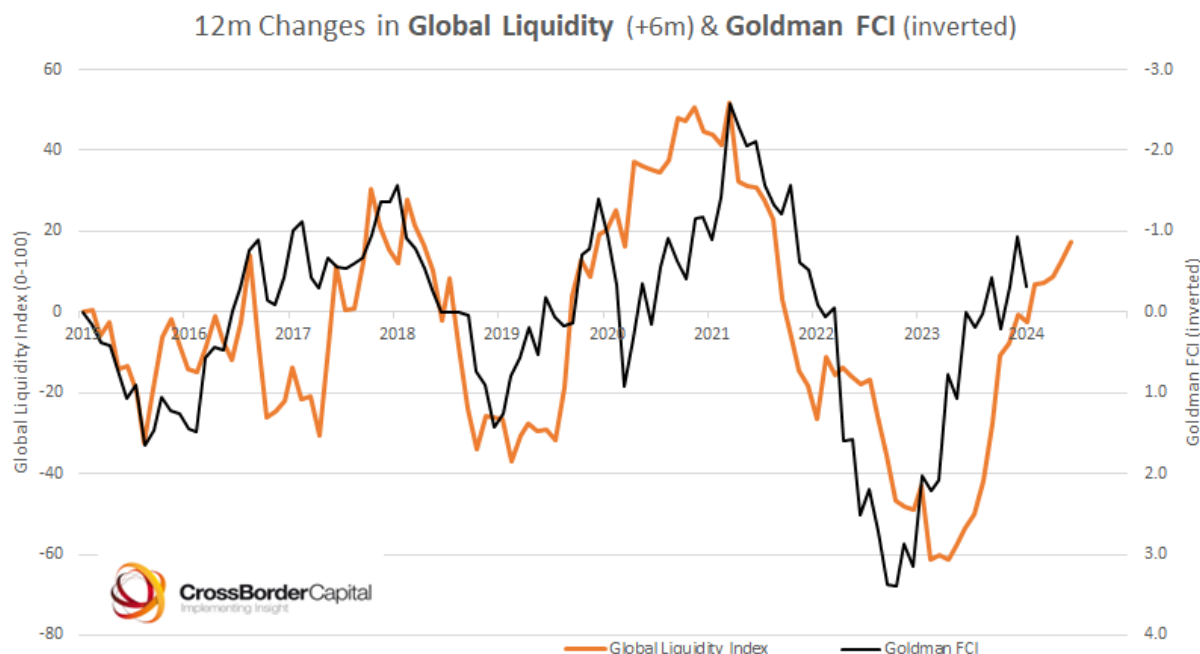
## Métaux précieux

Après la forte hausse du quatrième trimestre 2023, alimentée par la baisse des taux d'intérêt, une période de consolidation s'est amorcée. Au cours des prochains mois, les conditions financières devraient rester accommodantes en raison de la récente augmentation des liquidités mondiales. Cela devrait empêcher l'or et les crypto-actifs de baisser si le report des anticipations de baisse des taux directeurs se poursuit. Paradoxalement, l'été



et l'automne pourraient être plus volatils en termes de liquidités, car l'ingénierie financière américaine (RRF et BTFTP, sans oublier QT) touche à sa fin.

*Un breakout vers de nouveaux sommets n'est pas imminent pour les métaux précieux et les crypto-monnaies resteront*



*dans une phase de volatilité post-ETF à court terme*

*Les fondamentaux très favorables à MT restent en place pour les deux actifs.*

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.