



SELVI
& CIE

LA LETTRE MENSUELLE

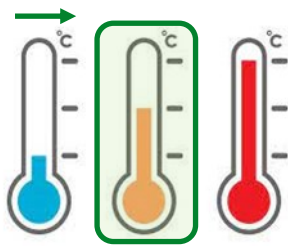
Point de situation tactique

MARS 2024

Troublant

Environnement mondial

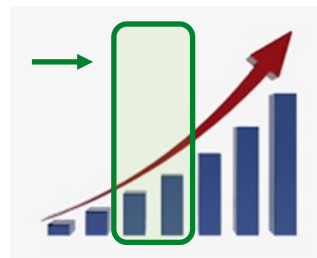
Inflation dans les 6 prochains mois



Position : processus de stabilisation

Tendance : stabilisation

Croissance économique dans les 6 prochains mois



Position : inférieure au potentiel

Tendance : amélioration marginale

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 empêcher le retour à l'équilibre de LT.

Perspectives cycliques. Plus grande dispersion dans un nouveau régime (post-Covid)

La résilience de la croissance et de l'inflation américaines devrait se poursuivre à court terme. On surveillera les développements du marché du travail. Cette situation contraste fortement avec l'effondrement de la croissance nominale en Chine, où la déflation par la dette et la récession des bilans menace ; les mesures classiques de reflation (liquidité-crédit) échoueront. Le ralentissement de l'Europe et du Japon devrait s'achever à partir du 2e semestre.

Géopolitique. Environnement toujours chaotique

Les sources de conflit se multiplient. Alors que les États-Unis s'efforcent d'obtenir un cessez-le-feu au Moyen-Orient, les guerres par procuration de l'Iran s'installent. Une partition de l'Ukraine prendrait du temps à être négociée et n'éliminerait ni la mauvaise allocation des capitaux (armes), ni ne rétablirait les flux commerciaux détournés (relocalisation).

Changement des conditions financières et de la liquidité mondiales

Le cadre de liquidité deviendra moins favorable à partir du T2, ce qui préfigure 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 aussi.

Des flux de capitaux très volatils

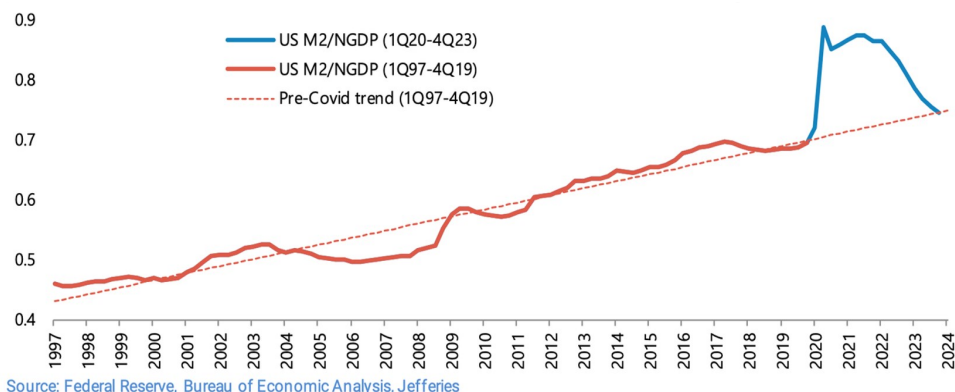
La psychologie des marchés s'est améliorée de façon spectaculaire stimulant l'afflux de capitaux dans les actifs risqués. Les montants importants logés dans les fonds du marché monétaire pourraient exacerber ces tendances à court terme.

Dispersion macro

La quadrature américaine

Les fins de cycles se caractérisent traditionnellement par une instabilité, une volatilité, une imprévisibilité élevée. Après la pandémie et la relance "hallucinante" des pays du G7, il était clair que les prévisionnistes peineraient plus que d'habitude. On n'est pas déçus. Malgré un des resserrements monétaires les plus vigoureux de l'histoire moderne, la conjoncture américaine résiste et nargue la Fed et les économistes.

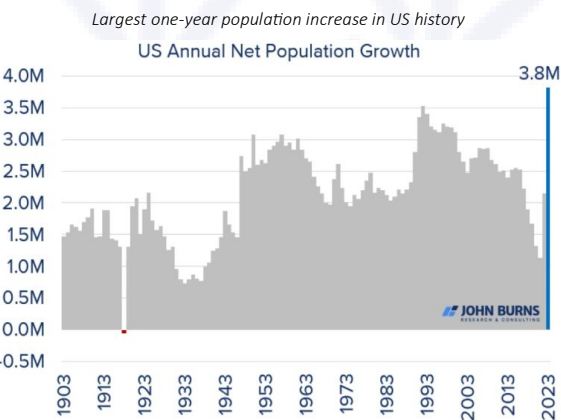
Impulsion monétaire US : enfin... neutre !?



A posteriori, les explications hasardeuses abondent, surtout lorsqu'il s'agit de blâmer des gouvernements dépensiers. Ils légitiment la prodigalité en invoquant l'urgence - absolue - de la transition énergétique et l'effondrement de l'ordre mondial (dans sa version occidentale). Et les marchés du travail subissent des changements structurels avec le travail à domicile, et l'immigration qui joue à nouveau un rôle significatif et marginal inattendu, en particulier aux États-Unis.

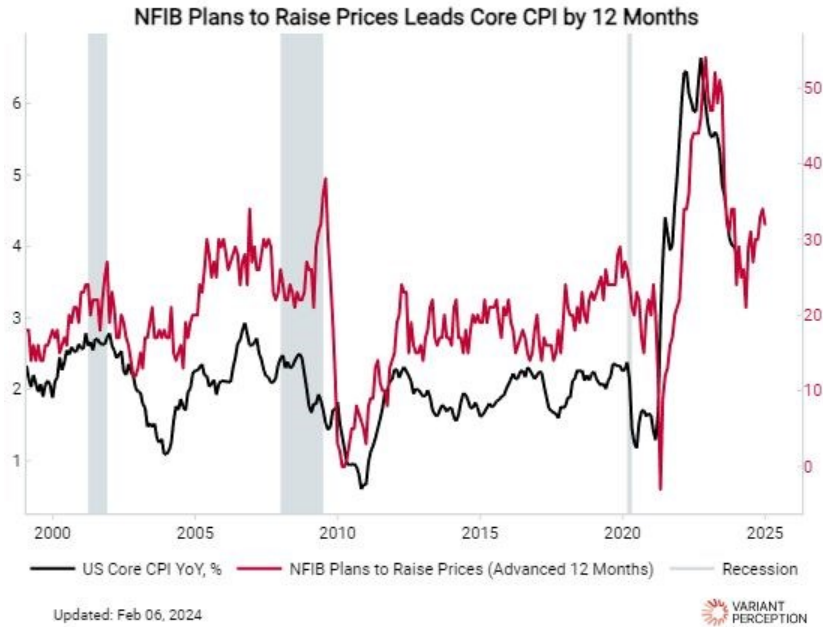
En matière d'inflation, on assiste à une démondialisation / relocalisation, l'intérêt national prime, etc. La situation en Mer Rouge risque de stopper la désinflation des biens, voire de l'inverser en partie dans les mois à venir.

US : Vieillesse structurel (1993-2020), mais fort rebond de l'immigration (2022-2023)



*Personne n'ose plus parler des effets retardés de la politique économique/monétaire
Une croissance trop résistante au S1 doperait les attentes d'inflation*

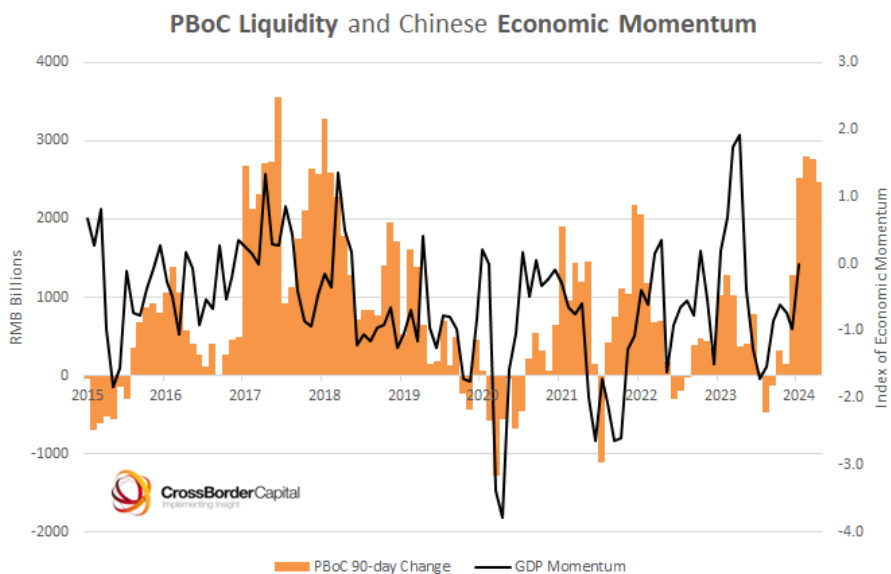
Signes avant-coureurs que les entreprises américaines veulent augmenter leurs prix



La Chine relance, désespérément...

Le régulateur financier chinois se concentre sur le marché de l'immobilier, promettant des mesures telles qu'un meilleur soutien aux promoteurs à court d'argent et des politiques hypothécaires conçues pour aider les ménages. La priorité est d'"accélérer la coordination du financement de l'immobilier urbain", par lequel les gouvernements locaux coopéreront mieux avec les institutions financières pour soutenir les projets.

PBoC liquidity and Chinese economic momentum



Parmi les mesures classiques, il y a la baisse des taux hypothécaires. Et elle va continuer. Mais sans un plan global de recapitalisation des banques, soutenu par l'assouplissement quantitatif, ce sera vain. La confiance des ménages s'érode à mesure que leur épargne principale, l'immobilier, se dégonfle.

Un rebond cyclique se produira à partir du T2 ou T3

Il atténuera le ralentissement de l'immobilier, sans résoudre le problème de fond

Faire attention aux conditions de marché moins favorables

Les banquiers centraux du G2 n'ont pas apprécié les attentes prématurées du marché quant à une baisse des taux directeurs. Ils resserrent leurs orientations afin d'inverser les conditions financières trop accommodantes. La liquidité en USD deviendra mécaniquement moins abondante à partir de T2, grâce a) à la fin du programme d'urgence BTFP pour renflouer les banques régionales et b) à la ponction rapide sur le RRF de la Fed (0,57 Tn\$ aujourd'hui contre 2,4 Tn\$ de T322 à T223) en raison de l'émission massive de T-bills par le Trésor. De même, la BCE, et progressivement la BoJ, seront en retrait. La complaisance des investisseurs a refait surface récemment, compromettant la volonté des banquiers centraux de calmer la spéculation et la consommation.

Conseils en matière d'allocation

Les trop bonnes nouvelles économiques aux États-Unis mettent la Fed en porte-à-faux. La géopolitique et la politique restent très imprévisibles / défavorables. La corrélation instable entre actions et obligations continuera, jusqu'à ce que la tendance et le niveau de l'inflation à moyen terme deviennent plus clairs.

Nous prévoyons que les actifs risqués connaîtront des évolutions volatiles/hectiques à court terme. Les actifs réels (matières premières) et les couvertures de change (métaux précieux et cryptomonnaies) surperformeront.

Nous gardons une attitude relativement prudente en matière d'investissement, c'est-à-dire une prise / un budget de risque modérés.

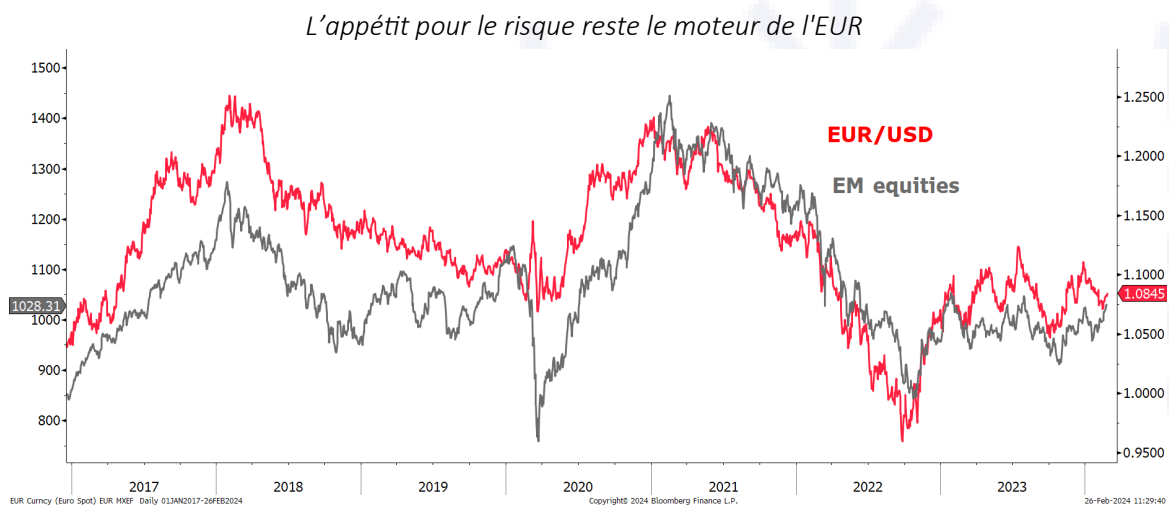
Devises

Vers une consolidation

L'événement le plus frappant cette année a été la hausse inattendue des indicateurs économiques US. Cela a fait suite à une série de données médiocres en fin de T4, associées à une Fed accommodante. Les données sur la croissance au T4 dépeignent des économies dispersées : une croissance annualisée de 3,3% aux US, stable pour la zone euro, de -0,4 % au Japon et -1,2 % au Royaume-Uni. Le ton change.



Le meilleur espoir des haussiers sur l'EUR/USD est que l'économie US perde de son éclat et que l'Europe rebondisse fortement. En attendant, le risque est que l'USD demeure ferme. Si la croissance est la seule chose qui compte, le Royaume-Uni et la zone euro devraient procéder à de fortes baisses de taux. La Fed n'a aucune raison de se presser. Et la BoJ a encore toutes les raisons d'abandonner ses politiques de YCC et de NIRP, mais peu de raisons d'en faire davantage. Tout indique un dollar ferme, mais ce scénario est largement escompté.

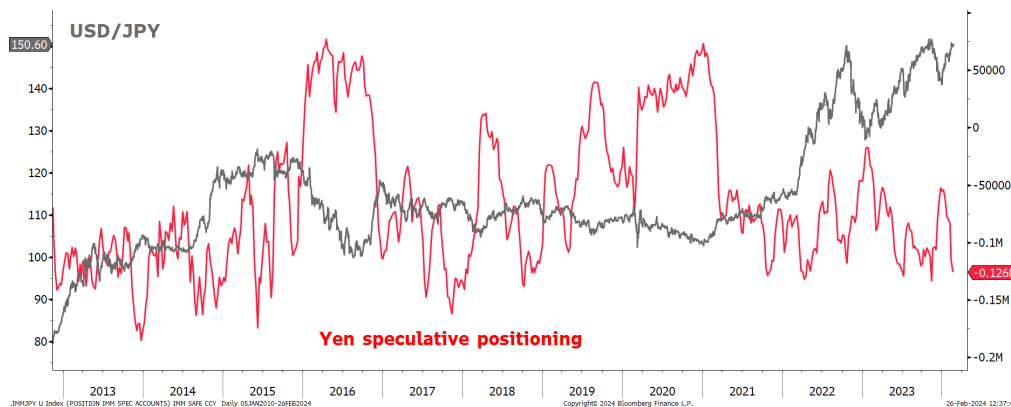


Le ton hawkish de la Fed est largement intégré. L'USD a peu de marge pour digérer des données décevantes. La fourchette sur l'EURUSD entre 1,05 et 1,10 prévaudra pour les prochains mois.

La BoJ tergiverse

D'après le positionnement spéculatif, le marché des changes a été long du JPY en 2020, les taux étaient abaissés partout. Ensuite, la hausse des taux US a découragé les haussiers du JPY. Une position vendeuse massive s'est construite en 2021/2022. Le point culminant de l'USD/JPY et du short JPY sont survenus après le pic des taux US. Les positions vendeuses ont été réduites en décembre et le yen a rebondi alors que les taux US baissaient. Les dernières semaines ont vu le contraire.

Le positionnement illustre le manque de confiance dans une décision audacieuse de la BoJ



En février, la chute du yen a une fois de plus accru les discussions sur la nécessité d'une normalisation monétaire. La probabilité d'un abandon des NIRP et YCC en mars a augmenté, mais la 1ère hausse des taux a été reportée à juin. Parmi les raisons, les dernières données sur l'inflation ont à nouveau déçu. Le PPI des services japonais s'est inscrit à 2,1% alors qu'il était attendu à 2,4%. Ceci constitue une autre nette indication que le CPI de base n'est pas structurellement supérieur à 2%.

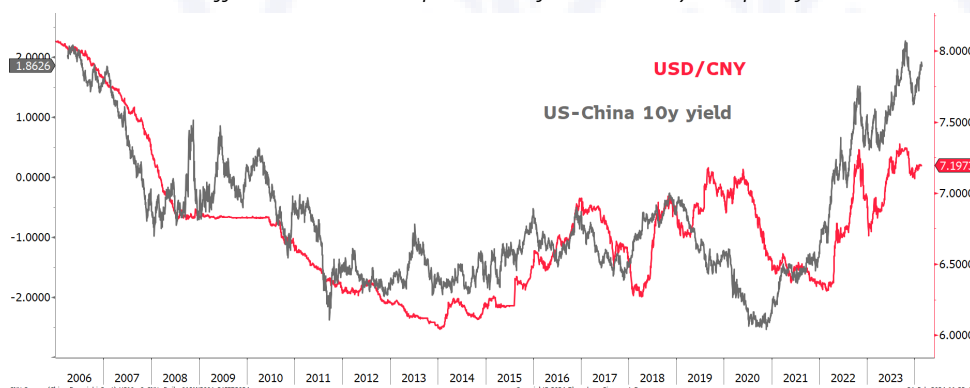
Pour rebondir, le JPY a besoin d'un signal concret de la BoJ

Pas aussi mauvais qu'il devrait l'être

Il y a des années, la Chine maintenait une monnaie bon marché pour inonder le monde d'exportations. Ces jours sont révolus. Le problème chinois est d'éviter un CNY trop faible pour maintenir le pouvoir d'achat. C'est pourquoi ils ont réduit les taux hypothécaires qui n'ont pas d'impact sur les taux courts. Les taux obligataires chinois sont bien inférieurs aux taux US – cela n'a pas toujours été le cas – et continueront de contribuer à l'affaiblissement du CNY. Ce n'est qu'une fois que la Fed aura réduit ses taux que la PBoC sera en mesure d'agir de manière plus agressive.

Rester à l'écart du CNY car il reste fondamentalement surévalué

Le différentiel de taux pointe en faveur d'un yuan plus faible

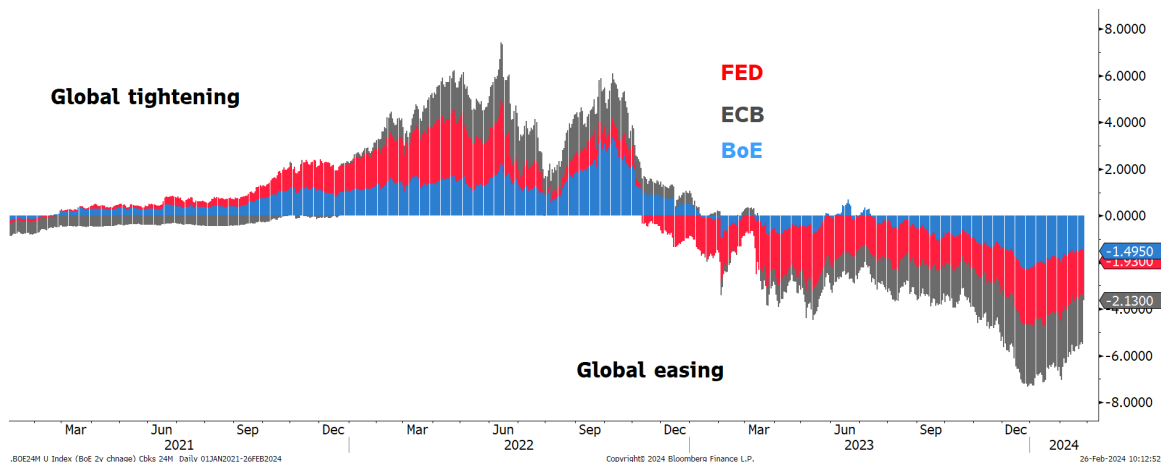


Obligations

Pas d'urgence à baisser les taux...

Aux États-Unis, les derniers indicateurs économiques ont ébranlé les marchés financiers et ajouté encore plus de perplexité quant à la prochaine décision de la Fed. L'inflation a été plus forte que prévu, mais les dépenses de consommation ont reculé. Cela donne l'impression que la tendance encourageante de désinflation a été stoppée nette. Les prix des biens continuent de baisser, mais l'inflation des services reste résiliente. Cela confirme la réticence à l'égard d'une baisse imminente des taux.

Les attentes d'un assouplissement à 2 ans du G3 se sont réduites de 200pbs



Le programme de prise en pension (RRP) de la Fed – une mesure des réserves excédentaires des banques – se dirige vers zéro. Une fois que les réserves du secteur bancaire auront été vidées, le soutien aux T-bills et aux obligations s'évaporeront. Une fois que le RRP atteindra zéro en mai ou juin, le QT s'arrêtera.

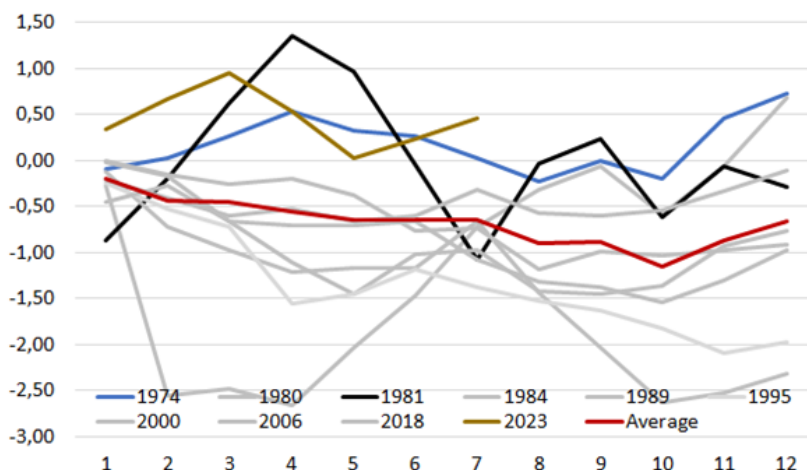
L'usage du Reverse Repo de la Fed recule



Le changement de trajectoire sur les taux a été drastique. Les bonnes surprises économiques ont réduit les anticipations de baisses des Fed Funds de 6/7 à 4 en quelques semaines. Une baisse des taux en mars est peu probable. La Fed devrait réduire progressivement ses taux. Notre scénario central table sur une baisse des taux de 125pbs d'ici la fin de l'année, dont la 1ère en mai/juin. L'histoire pourrait se répéter. Depuis 1971, au cours des 10

mois suivant le pic des Fed Funds, le taux US à 10 ans a reculé de 115pbs. Même pendant les cycles inflationnistes, il a considérablement diminué au cours des 7 à 10 mois suivant le pic.

Variation du taux US à 10 ans (quelques mois après le pic des Fed Funds)



Même avec une trajectoire moins ambitieuse (75pbs de baisse cette année), conformément aux *dots* de la Fed et aux anticipations de marché, nous ne voyons pas beaucoup de marge pour que le taux US à 2 ans augmente de manière significative au-dessus des 4,75%. En outre, le taux US à 10 ans se maintiendra dans la fourchette de 3,75 à 4,35% à court terme. Mais alors que la Fed se prépare à des baisses, les risques sur les taux restent orientés à la baisse.

La réévaluation des Fed Funds et le positionnement suggèrent que les taux devraient baisser à moyen terme. Acheter les obligations du Trésor (toutes maturités)

Des taux réels longs attractifs

Le CPI de janvier a été très positif. Il s'agit du 1er manquement à la hausse depuis mai 2023. Le *sell-off* obligataire a été motivé par la hausse des taux réels longs, le 30 ans repassant au-dessus des 2,00%. Le différentiel entre le CPI et le PCE de base se creuse en raison du poids plus élevé du logement dans le CPI. La Fed est influencée par le PCE de base, alors que les TIPS sont indexés sur le CPI, un écart persistant sera favorable aux TIPS. Nous préférons les TIPS longs car leur taux est supérieur au taux neutre estimé à long terme. Le département du Trésor a maintenu le montant des émissions de TIPS inchangé à 30 ans à 9 milliards, le seul segment qui n'a pas augmenté depuis un an. Il est peu probable que les taux augmentent davantage.

La hausse des taux réels rend les TIPS attractifs

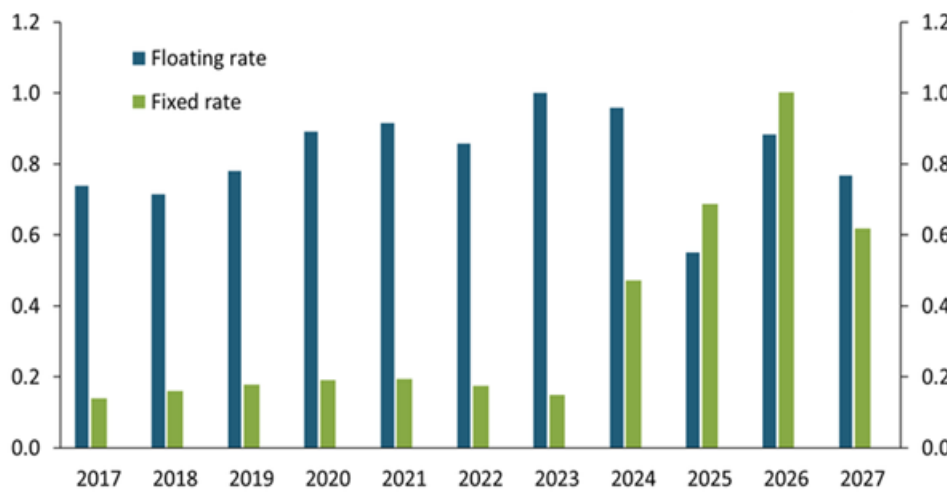
Garder un œil sur les conditions de crédit

Les conditions de crédit sur l'IG, HY et EM se sont améliorées grâce à de meilleures conditions économiques et financières, la désinflation, aux surprises économiques et aux baisses attendues des Fed Funds. L'enquête d'opinion de janvier auprès des responsables du crédit a montré des progrès dans les indicateurs de crédit. Même si les conditions de prêt restent strictes, la gravité de la situation s'est atténuée. La demande est restée modérée, seulement 14,5% des banques US ont resserré leurs conditions d'octroi de crédit, le plus bas depuis 7 trimestres et

en forte baisse face aux 33,9% du T3. Les normes de prêt devraient rester inchangées pour les entreprises et le résidentiel, mais se durcir pour les prêts commerciaux, cartes de crédit et automobiles.

Les spreads se sont considérablement resserrés depuis novembre. Surprenant alors que les taux de défaut ont augmenté malgré des données économiques solides. Le taux de défaut aux US a grimpé à 6,0%. En Europe, il est plus bas mais accélère à 3,9%. Le principal moteur du crédit (IG et HY) est le niveau de rendement élevé, certaines obligations moins bien notées ont des rendements encore plus élevés (les CCC paient 13% voire plus de 20%), ce qui mettra leur refinancement sous pression. Sans oublier que le spread BB-B est au plus serré depuis 2018.

Mur de la dette des entreprises privées (trillions USD)



Le taux de l'indice émergents en devises fortes est resté inchangé cette année à 7,0%. L'activité sur les notes des entreprises a atteint un niveau record au T4 23, avec 24 relèvements et 31 dégradations selon Fitch. La plupart des émetteurs sont des sociétés liées aux matières premières qui seront mises sous pression par la tendance baissière de ces dernières. Elles devront renouveler \$95 milliards cette année.

De plus en plus d'entreprises feront défaut dans les mois à venir

Le refinancement restera élevé et difficile cette année

Actions

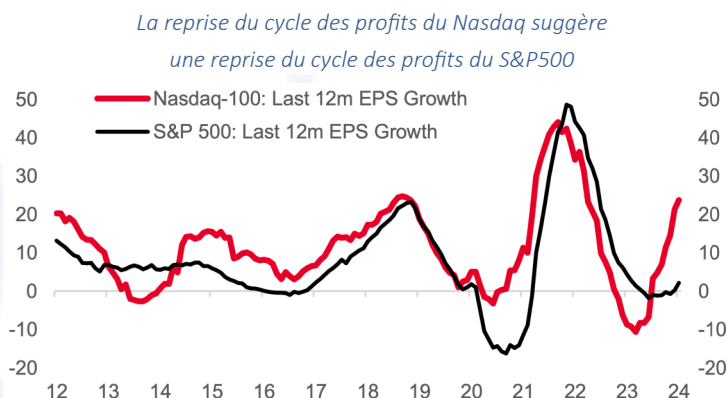
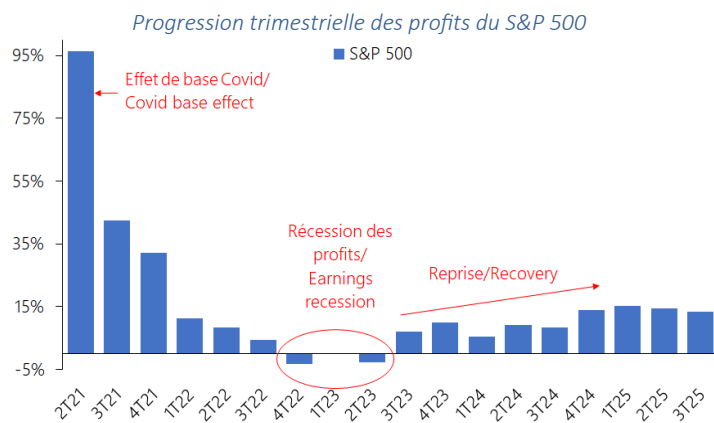
Bull market et résilience

L'IA est un tsunami, tirant l'ensemble des principales bourses mondiales, faisant craindre une répétition des précédentes bulles se terminant dans un « bain de sang », prenant en exemple la Bulle internet de 2000, le Crash de 1929 ou la ruée vers l'or en Californie de 1849, *The 49ers*. Cela y ressemble et les craintes ne sont pas totalement injustifiées. Pour les *bulls*, les arguments de bourses structurellement haussières sont la résilience des profits, des valorisations correctes et une économie de guerre, plutôt favorable à la technologie et à l'industrie. Pour Citigroup, une condition nécessaire pour la formation d'une bulle est l'argent bon marché, alors que les taux d'intérêt sont aujourd'hui au plus haut depuis 2002-2007. En 2000, la Fed avait provoqué le crash de la bulle internet en augmentant les Fed Funds; en 2024, la Fed est censée les baisser. Donc, l'engouement pour l'IA et les actions en général devrait se poursuivre selon Citigroup.

La récession tant attendue aux Etats-Unis n'est toujours pas là et même si l'Europe est une des principales victimes du désordre géopolitique et de ses impacts économiques, le Vieux-continent ne s'en sort pas si mal. Dans une économie de guerre, les entreprises occidentales sont résilientes grâce à la répercussion des coûts sur les clients, à une maîtrise stricte des coûts et à un changement de modèles d'affaires, imposé par la pandémie, en raccourcissant les chaînes d'approvisionnement et en favorisant le onshoring/nearshoring au détriment du offshoring (globalisation).

Après deux chocs majeurs, la pandémie de 2020-2021 et l'invasion russe en Ukraine en 2022, les sociétés européennes font face à un nouveau défi avec la guerre au Proche-Orient entre Israël et les alliés de l'Iran, le Hamas et le Hezbollah, affectant le trafic maritime en Mer rouge, qui permet d'accéder au Canal de Suez.

Les résultats du 4T23 du S&P 500 confirment une reprise du cycle des profits, qui avait déjà débuté au 3T23. Le cycle pour le Russell 2000 et l'Europe est attendu en reprise dès le 2T24. Au 4T23, la progression des BNPA du S&P 500 est à +10%, supérieure aux 2% estimés début janvier. Les profits mondiaux sont relativement bien corrélés aux exportations coréennes qui sont en reprise depuis août 2023. L'activité coréenne donne de bons signaux sur l'économie mondiale, la Corée du Sud étant la 10ème économie mondiale et le 7ème pays exportateur; elle exporte de nombreux produits cycliques comme les semiconducteurs, les voitures ou la chimie. Les marges sont résilientes et l'IA devrait apporter des gains de productivité comme jamais observés.



Il y a une forte contribution positive des Big Tech, mais il y a également une contribution négative de l'énergie et de la santé. Ex-Big Tech-Energie-Santé, les profits augmentent de 12.2%. Les profits des secteurs Discrétionnaire, Finance et Industrie, qui ont des poids importants dans l'indice, progressent de respectivement 35.3%, 8.8% et 8.2% (source LSEG/IBES). Nous maintenons notre surpondération sur les secteurs de la technologie, des services de communication et l'industrie dans une économie de « guerre » évidente (réindustrialisation, transition énergétique et défense).

S&P 500 progression des profits	2T23	3T23	4T23	1T24
	-2.9%	7.1%	10.0%	5.4%
Ex Energie	3.5%	12.6%	13.7%	
Ex Pharma	1.9%	11.8%	14.5%	
Ex Big Techs	-6.9%	1.4%	1.7%	
Ex Energie + Pharma	10.7%	19.2%	19.4%	
Ex Energie + Pharma + Big Techs	5.7%	16.8%	12.2%	
	2022	2023	2024	2025
Source : LSEG	4.8%	1.9%	9.5%	13.5%

Les PE ratios des indices sont en ligne avec les niveaux d'inflation. Les bourses ne sont pas bon marché, mais leurs PE ratios restent dans les normes historiques. Si l'on prend les 7 Magnifiques, les évaluations boursières sont raisonnables, même si l'on prend Nvidia, grâce à leurs perspectives de croissance élevée des profits.

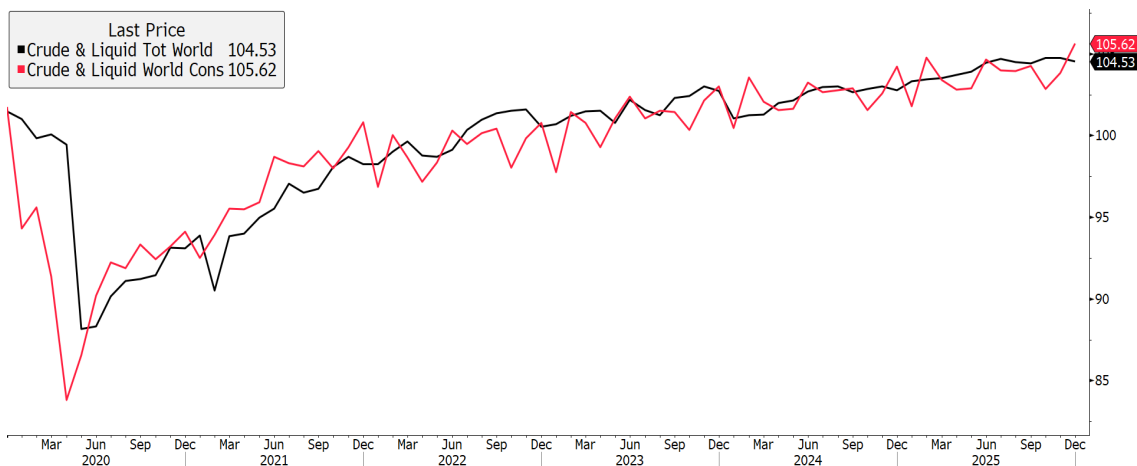
En Asie, nous aimons le Japon, l'Inde et la Corée du Sud. Nous avons déjà largement argumenté sur le Japon et l'Inde avec la réindustrialisation et les alternatives industrielles à la Chine. La Corée du Sud est bien positionnée avec la reprise des ventes attendues de PC, de smartphones et de semi-conducteurs, l'IA et l'industrie de la défense. Mais plus important, le gouvernement coréen, à l'instar du Japon en 2023, a pris des mesures pour réévaluer les actions coréennes et booster la création de valeur pour l'actionnaire, en particulier dans la gouvernance. Après des années de réformes, le Nikkei est revenu sur son plus historique de fin 1989. Le gouvernement coréen veut imiter le Japon, mais en plus puissant, pour réduire la décote coréenne sur les prix des actions. La décote coréenne fait référence à la tendance des entreprises sud-coréennes à avoir des valorisations inférieures à celles de leurs homologues mondiales, en raison de facteurs tels que la faible distribution de dividendes et la prédominance de conglomerats opaques connus sous le nom de "chaebols" qui ont souvent eu dans le passé des relations incestueuses avec le gouvernement. Les taxes de succession élevées poussent les familles qui contrôlent les sociétés à garder des valorisations basses. Dans le cadre du *Corporate Value-Up Program*, le gouvernement va introduire un indice des entreprises à forte valeur actionnariale, le *Korea Value-Up Index*, avec des incitations fiscales pour les entreprises qui améliorent leur valeur marchande et augmentent le rendement pour les actionnaires. Les structures actionnariales opaques et complexes réduisent la valorisation des sociétés : Hyundai Motor détient 34% de KIA qui détient 18% de Hyundai Mobis qui détient 22% de Hyundai Motor. Le boom des achats d'actions par les ménages durant la pandémie a incité le gouvernement à donner plus de pouvoir aux actionnaires minoritaires. Près de 50% des sociétés coréennes cotées se traitent en-dessous de leur valeur d'actif net. L'action Hyundai a une décote de 70% par rapport à sa valeur d'entreprise (EV). La décote prix/EV est de 10% pour le S&P 500, de 10% pour le Nikkei et de 25% pour l'Euro Stoxx (zone que nous aimons également). La Chine reste un *value trap* tant que l'on ne verra pas de grands et réels plans de soutien à l'économie.

Matières premières

La demande de pétrole augmente à l'ère de la transition énergétique

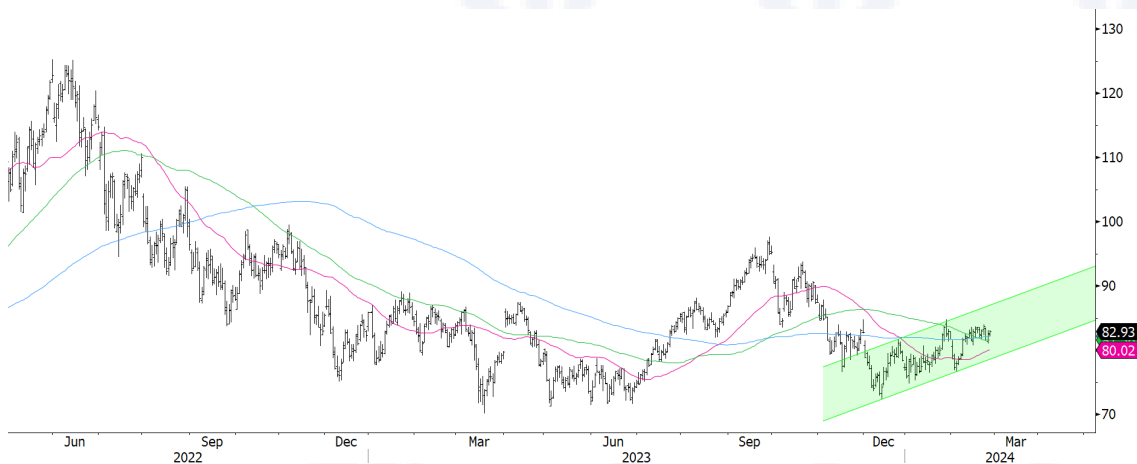
Le pétrole fait partie de l'équation dans la transition énergétique. Malgré le bruit et les efforts des investisseurs ESG et des groupes de pression, les énergies fossiles restent nécessaires à une transition douce. La demande et l'offre augmentent, avec plus de 103 millions barils/jour tant pour la demande que pour l'offre. Les prévisions pour 2025 tablent sur 105 millions bj. La croissance de la demande chinoise est la moitié de celle qui prévalait avant la pandémie. La Chine va perdre sa position de moteur mondial de la demande de pétrole au profit de l'Inde.

Demande (rouge) et offre (noire) de pétrole



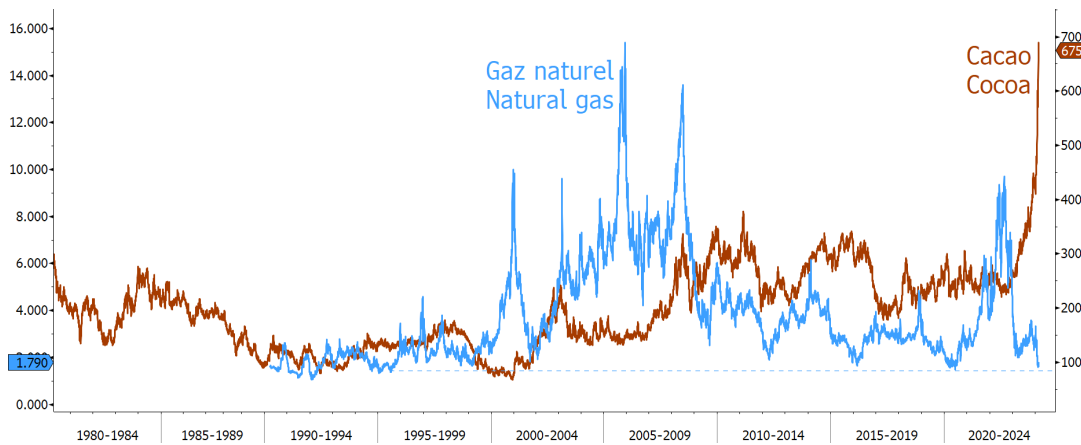
Le cours du Brent (graphique ci-dessous) semble avoir trouvé un point d'équilibre entre \$80 et \$90 le baril, un prix qui convient aux pays producteurs et aux pays consommateurs. Et tant qu'il y a un bon équilibre, il n'y a pas de raison que les prix du pétrole s'enflamment. Toutefois, les valeurs pétrolières restent une bonne diversification pour les investisseurs si la situation militaire devait déraiper au Proche-Orient avec des impacts sur la production. Le marché n'y croit pas pour le moment.

Cours du Brent



Quant aux métaux industriels, les prix ne montent pas malgré la demande venant de la transition énergétique, les dépenses américaines dans l'infrastructure et la défense. La faute à la Chine. La Chine consommait 40% de la production mondiale de métaux industriels avant la pandémie. Son besoin est moins important aujourd'hui avec sa crise économique et immobilière. L'absence d'un grand plan de relance économique ne permettra pas aux prix des métaux industriels de remonter.

Sur le plan climatique, le puissant El Niño a fortement affecté les prix du cacao avec une hausse de 60% en 2024 et de 200% depuis octobre 2022. L'hiver chaud aux US et en Europe affecte les prix du gaz avec une baisse de 52% depuis mi-janvier 2024. Le cours du gaz naturel est dans les bas historiques vus en 2020, en 2016 et dans les années 90.



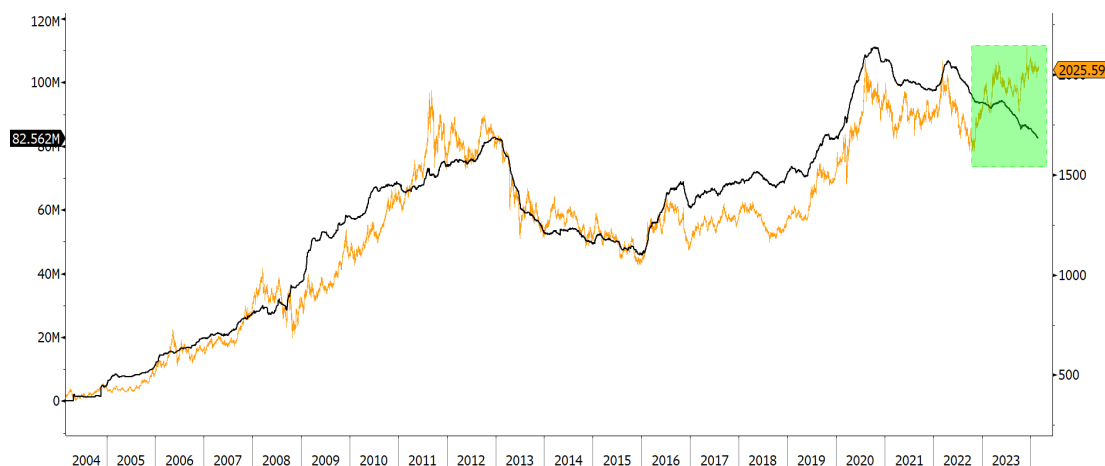
Globalement, l'indice Bloomberg Commodity est dans une tendance baissière et on ne voit pas pour le moment de facteur qui pourrait inverser la tendance.

Bloomberg Commodity Index



Depuis octobre 2022, le prix de l'or aurait dû baisser avec la diminution de la détention d'or dans les produits financiers par les investisseurs privés. Il aurait également dû baisser avec la hausse des taux d'intérêt réels. Cela n'a pas été le cas et ce n'est pas habituel.

Prix de l'once d'or (orange) et détention d'or dans les ETF (noir)



L'explication est le soutien de l'or par les achats des banques centrales émergentes et des investisseurs, qui ne jouent pas l'or à travers les produits financiers, cherchant un actif-refuge dans un monde devenu chaotique. L'arrivée des cryptomonnaies a complexifié les corrélatifs historiques de l'or.

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.