

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé &amp; CIO



## RENFORCEMENT DE LA HAUSSE DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2024

Les cours du brut peuvent progresser de +10% à +15% en 2024. Rebond potentiel des cours du gaz naturel de 1.5\$ à 2.5\$ MMBtu. L'objectif de 32\$ à 35\$ l'once pour l'argent n'est pas irréaliste. Renversement de tendance prometteur pour les métaux industriels.

### Points clés



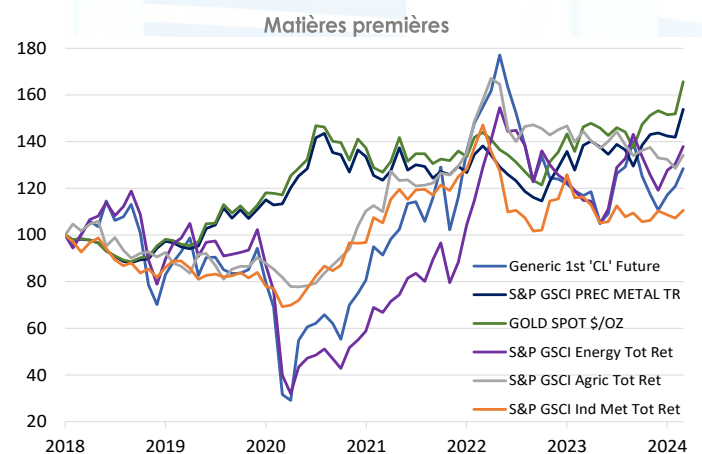
- Renforcement de la hausse des cours des matières premières en 2024
- Les cours du brut peuvent progresser de +10% à +15% en 2024
- Rebond potentiel du gaz naturel de 1.5\$ à 2.5\$ MMBtu
- La demande d'investissement n'a pas encore soutenu l'or
- L'objectif de 32\$ à 35\$ l'once pour l'argent n'est pas irréaliste
- Platine et palladium fortement liés à une reprise du secteur auto
- Renversement de tendance prometteur pour les métaux industriels
- La transition énergétique soutiendra les cours du cuivre
- Vers une disparition du surplus de production d'aluminium

### Renforcement de la hausse des cours des matières premières en 2024

Les trimestres se suivent et ne se ressemblent pas du tout en ce qui concerne les fluctuations récentes de matières premières. En effet après un dernier trimestre 2023 plutôt marqué par des prises de profits et une baisse de l'indice S&P Goldman Sachs Commodities Index de -10.73%, le 1er trimestre aura vu l'image totalement inverse se dessiner par une progression de +10.36%. Les matières premières profitaient à nouveau, comme au 3ème trimestre 2023 (+15.98%) de la progression du pétrole (+16.08%) avant tout, mais aussi des cours de l'or (+7.03%). La volatilité des cours du brut a été relativement élevée à en juger par les évolutions des trois derniers trimestres (+28.52%, -21.08% et 16.08%), alors que la tendance s'avérait beaucoup plus nette pour l'or (-3.68%, +11.6% et +7.03%). Au cours de ces trois derniers trimestres, la hausse globale des matières premières s'est produite dans un contexte finalement positif pour le dollar « trade-weighted » qui progressait légèrement de +1.53% sur neuf mois (+3.17%, -4.56% et +3.11%).

Si les premiers mois de 2024 ont certainement été faibles sur le plan économique dans l'Union européenne, le Royaume-Uni et au Japon notamment, nos anticipations de croissance des PIB nationaux pour les trimestres à venir sont plus positifs et se fondent sur une dynamique toujours proche de +2% aux Etats-Unis et sur une reprise modérée de l'activité en Europe après une courte phase de stagnation de la conjoncture. Les perspectives de croissance mondiale sont dès lors favorable et supérieure à +3% en 2024, bien que cette estimation puisse encore être réhaussée en fonction de la réaction des économies développées et émergentes à la prochaine phase de baisse coordonnée des taux directeurs. L'Asie et la Chine en particulier profiteront d'une meilleure conjoncture dans les pays industrialisés qui devrait permettre à leur demande extérieure de se renforcer. Après avoir longtemps attendu une relance de la conjoncture en Chine, il est désormais probable que l'économie soit en train de gagner en dynamique et se revitalise.

Les matières premières seront favorablement impactées par cette accélération de la croissance en Chine qui aura nécessairement un impact sur la demande de matières premières. La relance chinoise devrait représenter l'un des facteurs principaux de nouvelles tensions haussières sur les prix du brut et des métaux industriels en particulier. Nous estimons que les matières premières vont bénéficier en 2024 d'un renforcement de la demande et des tendances haussières des prix sur les trois principaux segments (énergie, métaux précieux et métaux industriels).



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Les cours du brut peuvent progresser de +10% à +15% en 2024

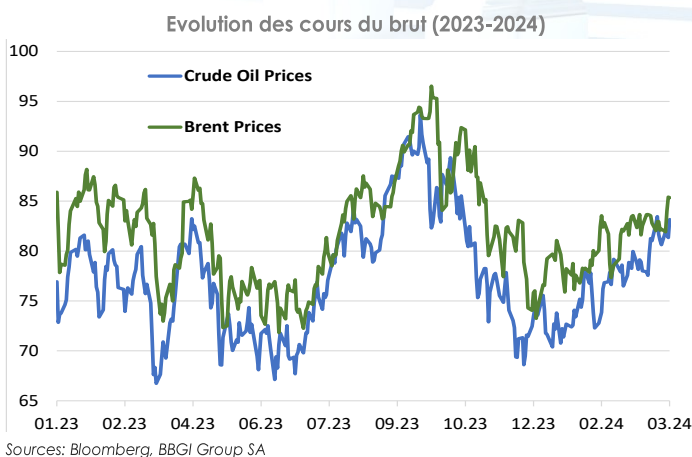
La volatilité est restée très présente dans le segment énergie au cours des derniers mois. Les cours du brut notamment ont fortement fluctué au gré des scénarios économiques et de l'appréciation de l'évolution de la demande de brut dans ces différents cas de figure. En ce qui concernait l'offre, le scénario semblait moins fluctuant, en particulier en raison de la politique menée par l'OPEP, qui est restée relativement lisible et stable au cours des derniers trimestres. La production de pétrole reste très liée et contrainte par les pays producteurs principaux de l'OPEP qui ont décidé de maintenir leur niveau réduit de production jusqu'à nouvel avis.

Les aspects géopolitiques ont également influencé les cours de manière ponctuelle dès le 7 octobre 2023. L'évolution depuis lors des tensions dans le golfe persique et les attaques menées sur les bateaux empruntant la voie du canal de Suez ont souvent ajouté de l'incertitude sur les délais de livraison des cargaisons de brut à destination de l'Europe et soutenu ainsi les prix. L'organisation d'une force internationale d'interposition pilotée par les Etats-Unis dans le but de protéger les vaisseaux commerciaux a suffi à rassurer les marchés au cours des dernières semaines, mais il n'est pas certain que cela suffise à éliminer l'incertitude, alors que les coûts de transports ont fortement augmenté.

En termes d'offre et de demande, si la production semble relativement stable, il en va différemment de la demande. La demande de brut est attendue en hausse en 2024 de près de 2mbj.

Mais il nous semble que globalement, les anticipations de croissance pour l'économie mondiale en 2024 sont certainement encore prudentes et ne reflètent pas assez le potentiel qui pourrait se développer au 2ème semestre dans un environnement caractérisé par des politiques monétaires résolument accommodantes et un ajustement des courbes de rendement à la baisse. La croissance des pays développés nous semble aujourd'hui sous-estimée, comme celle de la Chine dans l'appréciation de l'évolution de la demande mondiale de brut pour les trois prochains trimestres.

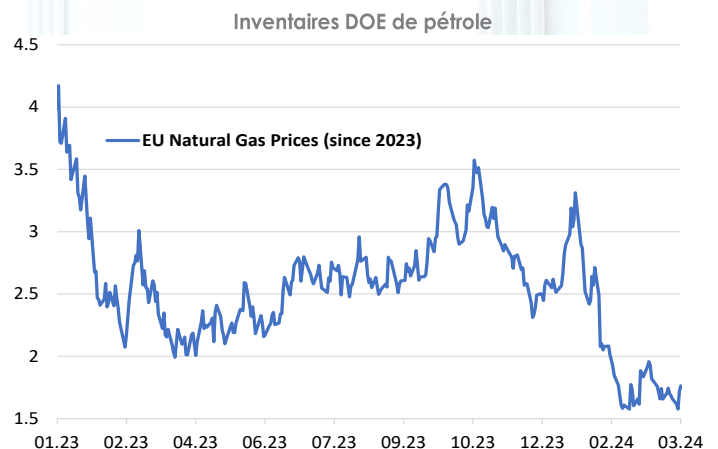
Nos perspectives pour l'évolution des cours du WTI et du Brent se fondent ainsi sur une demande un peu plus importante que l'offre qui soutiendra une poursuite de la progression actuelle des cours. Les cours du WTI peuvent ainsi aisément progresser vers 100\$ le baril, tandis que les cours du Brent approcheront 105\$ le baril au cours des prochains mois.



## Rebond potentiel du gaz naturel de 1.5\$ à 2.5\$ MMBtu

Le gaz naturel termine le trimestre à la dernière place des performances des vingt-quatre matières premières de l'univers du S&P GSCI avec un effondrement des cours de -29.87%. Les Etats-Unis se sont imposés en 2023 comme le premier exportateur de LNG au monde devant l'Australie (10.5 Bcf/d), le Qatar (10.1 Bcf/d), la Russie et la Malaisie (environ 4 Bcf/d), en exportant pas moins de 11.9 Bcf/d et en enregistrant une hausse de leurs exportations de près de +13%. L'Europe a clairement été à nouveau le principal consommateur de gaz naturel liquéfié et représentait 66% des exportations américaines. Les capacités américaines d'exportation de gaz devraient plus que doubler d'ici 2027 selon l'EIA (US Energy Information Administration) pour atteindre 24.3 Bcf/d. Les capacités d'exportations sont aussi attendues en hausse au Canada et au Mexique.

La demande de gaz naturel liquéfié devrait également très fortement progresser, on estime la hausse de la demande à +50% au cours des quinze prochaines années. A court terme, la demande semble augmenter plus fortement en Asie qu'en Europe en raison d'une production industrielle encore faible en Europe et un hiver assez doux ayant peu affecté les stocks qui se trouvent aujourd'hui très au-dessus de leur moyenne historique. La consommation de LNG est aussi estimée en progression de +2.5% en 2024, ce qui devrait soutenir le changement de perception actuel pour l'évolution immédiate des prix. L'effondrement des cours constaté entre janvier et février a ensuite été suivi d'une phase de consolidation au-dessus de 1.5\$ MMBtu qui pourrait être désormais suivie d'une reprise très significative avec la relance conjoncturelle attendue en Asie. Les cours du gaz naturel américain peuvent bénéficier de cette tendance positive pour retrouver le niveau de 2.5\$ MMBtu au cours des prochains mois.



## La demande d'investissement n'a pas encore soutenu l'or

Le dernier trimestre aura été favorable aux métaux précieux qui enregistrent dans leur ensemble une hausse +7.05%, après une progression au 4ème trimestre déjà de +10.99%. Les cours du métal jaune s'élancent vers de nouveaux sommets ces derniers jours après s'être longtemps stabilisés à des niveaux proches de leurs précédents sommets de 2020, 2022 et 2023 légèrement en dessous de 2'100\$ l'once. Les cours de l'or n'avaient pas résisté en 2023 aux prises de profits à l'approche des plus hauts historiques, alors que l'environnement boursier était caractérisé par un durcissement des conditions monétaires et par la hausse des rendements obligataires.

Il y a quelques semaines, nous estimions que le rapprochement de la date prochaine de baisse des taux directeurs de la Fed constituerait un élément favorable pour un retour de l'intérêt des investisseurs pour le métal jaune, alors que le rebond récent des taux longs touchait aussi, selon nous, à son terme. De prochains ajustements à la baisse des taux contribueront à une poursuite de la hausse des cours de l'or. Nous estimons que les investisseurs sont toujours très largement sous exposés en or et qu'un simple regain d'intérêt aurait des conséquences importantes dans le contexte présent pour l'or. Le flux d'investissement en or physique est à peine en phase de reprise ce qui laisse un potentiel assez important d'accroissement de la demande au cours des prochains mois. Nos perspectives sont encore positives, bien que l'évolution récente soit déjà suffisamment profitable pour déclencher quelques prises de profits. Dans ce contexte spécifique, la tendance actuelle peut encore progresser vers le niveau de 2'400\$ à 2'500\$ l'once, mais elle risque bien ensuite de subir des prises de profits plus importantes.

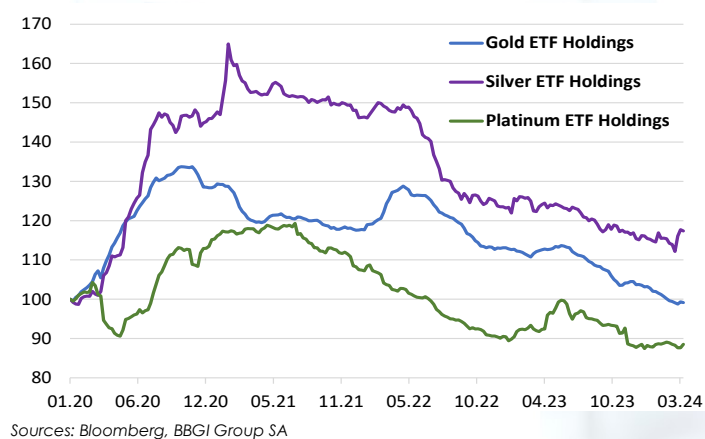
pour ces pays et leurs banques centrales par une diminution du poids de leurs réserves en dollar et une hausse de celui des placements physiques et or et en argent. Cette tendance de fonds sera durable et potentiellement croissante. Elle est aussi confirmée par les statistiques démontrant une augmentation des achats de métaux précieux par les banques centrales émergentes. Elle ne s'est pas encore matérialisée en 2023, comme le suggère la diminution des volumes investis dans les ETF physiques jusqu'à la fin octobre, mais nous estimons qu'elle devrait à nouveau se renforcer avec la baisse du dollar et la correction des taux d'intérêt.

La hausse de l'or que nous avons annoncée encore en début d'année 2023 se poursuit et atteint de nouveaux sommets aujourd'hui. Le ratio actuel entre les cours de l'argent et l'or a encore progressé de 81 à 89 et se situe très loin de son ratio historique moyen d'environ 40-1. Lorsque ce ratio revient vers sa moyenne, les cours de l'argent surperforment fortement les cours de l'or. Les géologues considèrent par ailleurs que le ratio de réserves d'argent/or est de moins de 20-1, ce qui devrait à long terme suggérer un mouvement de repli de ce ratio dans les prochaines années. A moyen terme, nous anticipons une hausse limitée désormais de l'or vers le niveau de 2'600\$ l'once qui serait accompagnée d'une progression de l'argent entre 32\$ et 35\$ l'once, soit un retour vers 74 du ratio or/argent.

### Platine et palladium fortement liés à une reprise du secteur auto

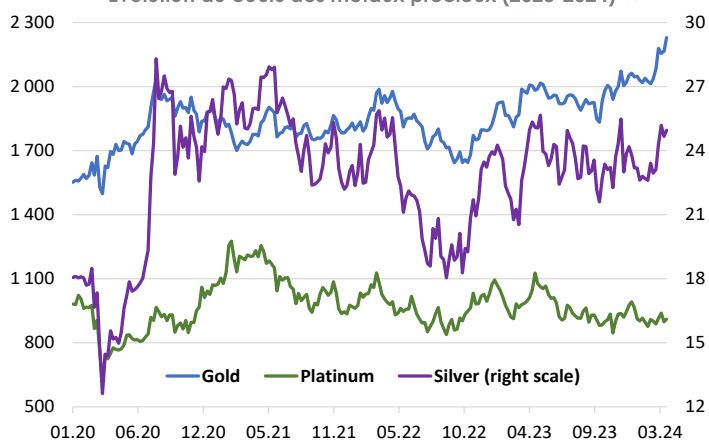
Ces deux métaux sont assez fortement liés au secteur automobile et à la production mondiale de véhicules. Près de 75% de la demande de palladium est issue de l'industrie automobile pour des applications industrielles en lien notamment avec la fabrication de convertisseurs catalytiques, comme c'est le cas également du platine (40%). Une amélioration de l'activité dans les secteurs manufacturiers en lien avec la production de véhicules en Chine, en Europe, au Japon et aux Etats-Unis est désormais de plus en plus probable pour la seconde partie de l'année 2024. Les indicateurs avancés du secteur manufacturier sont en phase d'amélioration très sensible et désormais un peu partout de plus en plus au-dessus des seuils de croissance. Le déficit de l'offre, des suppressions d'emplois et des fermetures de mines imminentes en Afrique du Sud sont de nature à renforcer les cours en temps normal qui ont pourtant glissés avec la perception d'une conjoncture faible en Chine et dans le secteur automobile au cours des précédents trimestre.

### Évolution de la détention physique des ETF (métaux précieux)



Par ailleurs, en raison de la baisse des deux dernières années de l'activité dans ces secteurs et du déclin des cours de ces deux métaux, il existe désormais une accumulation importante de positions « short » de spéculateurs.

### Évolution du cours des métaux précieux (2023-2024)



### L'objectif de 32\$ à 35\$ l'once pour l'argent n'est pas irréaliste

Les cours de l'argent ont finalement suivi ceux de l'or en 2024. Au cours de ce 1er trimestre, l'argent a progressé de +4.91%, légèrement moins que l'évolution de l'or. Le ratio or/argent s'est donc encore un peu dégradé et s'est éloigné de sa moyenne historique. Nous considérons que malgré ce bon comportement boursier, les cours de l'argent restent trop bas et ne reflètent pas les fondamentaux très positifs du marché actuel. La demande industrielle et celle de bijouterie sont estimées en forte progression pour les dix prochaines années, en particulier celle en lien avec la transition énergétique. La demande pour le secteur solaire en pleine expansion est extrêmement solide, comme celle également liée à la production de véhicules électriques. Ces deux secteurs vont fortement influencer la demande globale d'argent au cours des prochaines décennies. Les besoins de l'industrie peuvent à terme s'avérer supérieurs à la production et aux réserves actuelles.

Le marché physique était déjà en déséquilibre en 2022 avec une demande excédant de plus de 230 millions d'once la production, par ailleurs en légère baisse. La tendance actuelle est similaire et permet de souligner que les déséquilibres récents ont déjà largement compensé les excédents de la décennie précédente. Par ailleurs, l'argent, comme l'or, est aussi une alternative au dollar et à la monnaie en général. Dans un environnement mondial toujours caractérisé notamment par une défiance croissante de très grandes économies mondiales comme la Chine, l'Inde ou le Brésil, à l'égard des Etats-Unis, la dédollarisation passe logiquement

Ces positions spéculatives baissières élevées pourraient être prises à contre-pieds par une hausse surprise des cours suffisante pour provoquer un « short squeeze ». Une hausse importante serait alors très probable et provoquée par le besoin des vendeurs à découvert de couvrir leur positions « shorts ».

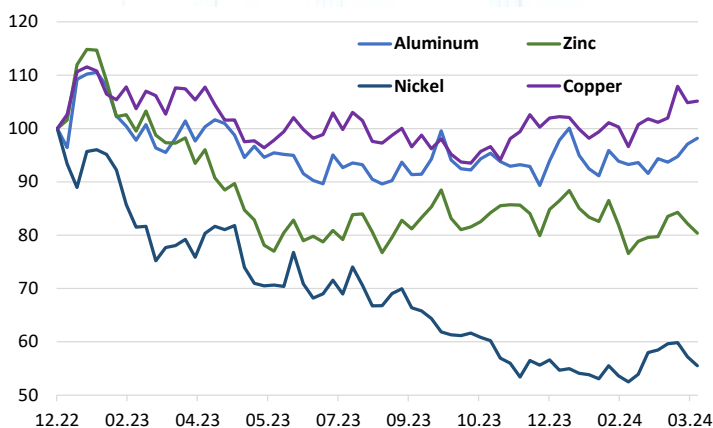
Une consolidation des cours du palladium entre 900\$ et 1'000\$ l'once nous semble désormais propice au déclenchement d'une tendance haussière pouvant porter les cours du palladium à 1'300\$. Les perspectives de reprise pour le platine nous semblent moins séduisantes, mais une progression du niveau actuel de 900\$ l'once à 1'150\$ l'once nous semble possible.

### Renversement de tendance prometteur pour les métaux industriels

Les métaux industriels sont largement à la traîne de l'évolution générale des matières premières au 1<sup>er</sup> trimestre 2024 et ne semble toujours pas avoir les faveurs des investisseurs. Avec une imperceptible progression d'à peine +0.25%, le segment sous performe nettement les autres matières premières. Cette quasi stagnation masque pourtant une certaine disparité de performances entre les divers métaux, avec notamment le cuivre en petite hausse de +3.6% et le zinc en baisse de -8.24%. Depuis la dernière crise liée à l'invasion de l'Ukraine par la Russie qui avait vu s'envoler les cours des métaux industriels d'environ +50% en quelques jours seulement, un déclin régulier s'est ensuite installé qui a vu les cours du Bloomberg Industrial Metals Index plonger de -50% pour finalement toucher un plus bas niveau en date du 12 février 2024.

En fin de trimestre, le segment des métaux industriels reste encore assez largement pénalisés par des perspectives de croissance mondiale mitigées et affectées par une croissance chinoise inférieure aux attentes et par des risques sans doute surestimés de récession en Europe.

Évolution du cours des métaux industriels (2023-2024)



Les niveaux des inventaires pour la plupart des métaux industriels sont pourtant particulièrement faibles et ne pourront pas constituer aisément une variable d'ajustement en cas de relance de la demande. Cela aura nécessairement un nouvel impact positif sur les cours. Un renversement de tendance à la hausse est attendu pour l'aluminium, le cuivre, le cobalt et le nickel. Les nouveaux besoins de métaux industriels indispensables pour la mise en œuvre de la transition énergétique constitue aussi un facteur extrêmement important pour l'évolution de la demande mondiale. La chute du Capex de ces dernières années continue de peser sur le niveau de l'offre, limitant de fait les risques de hausse importante des inventaires.

Nos perspectives sont positives pour l'ensemble des métaux industriels qui profiteront de l'augmentation de la demande d'infrastructure, de projets éoliens, du rail et du secteur automobiles électriques en plein développement. Le 2<sup>ème</sup> trimestre 2024 est peut-être bien celui d'un changement de tendance pour ce segment très déprimé et délaissé des matières premières.

### La transition énergétique soutiendra les cours du cuivre

L'état du marché du cuivre est déjà en déficit avec une offre qui n'arrive pas à s'ajuster à la demande mondiale. La transition énergétique en cours est l'un des principaux moteurs de la forte progression de la demande de cuivre. Cette tendance est durable et influencera longtemps encore le niveau de la demande. Les derniers développements en matière d'intelligence artificielle ainsi que la forte progression de construction de data centers vont encore renforcer cette demande élevée au point de représenter une demande additionnelle estimée par la société Trafigura (un des plus importants trader de matières premières au monde) à un million de tonnes métrique de cuivre d'ici 2030.

Le cuivre a été l'un des premiers métaux industriels à réagir en 2024 aux changements des perspectives mondiales de croissance, désormais sensiblement moins pessimistes qu'escompté en 2023. Les prémices d'une reprise conjoncturelle en Chine et de sa production industrielle, ainsi que de meilleurs indicateurs avancés concernant le secteur manufacturier dans quelques pays, ont finalement modifié les anticipations des investisseurs et affecté positivement les cours du cuivre.

Le cuivre se traite désormais à son plus haut des quinze derniers mois à la suite également de craintes fondées sur les capacités de production face à une demande en croissance et à des problèmes d'extraction qui ont soutenu la hausse des dernières semaines. On réalise à nouveau que le cuivre est essentiel dans biens des domaines allant des câbles aux turbines électriques en passant par les panneaux solaires, les véhicules électriques, etc. La transition énergétique est l'un des facteurs clés soutenant la demande, alors que l'offre ne pourra potentiellement augmenter que sur la base de perspectives de prix plus attractives. Nos perspectives pour le cuivre après cette progression restent encore haussières et prévoient une hausse additionnelle de +15% en 2024.

### Vers une disparition du surplus de production d'aluminium

Le marché de l'aluminium est estimé à environ 230 milliards de USD en 2023 et devrait progresser de +6% par an au cours des cinq prochaines années. La proportion d'aluminium dans la production de véhicule augmente régulièrement en raison de sa capacité à réduire le poids des véhicules. Mais la croissance de la demande concerne aussi les besoins d'aluminium pour la production de batteries aluminium-ion dont les capacités sont supérieurs à celles contenant du lithium. Le marché est segmenté entre les secteurs de la construction, des transports, de l'emballage, des applications électriques, les machines et le développement durable.

La demande d'aluminium a été récemment plus forte qu'attendue en Chine notamment grâce aux secteurs des énergies renouvelables, cette tendance devrait aussi se matérialiser dans les pays industrialisés. La Chine est le plus grand producteur mondial d'aluminium et représente 60% du marché, mais elle semble avoir atteint un maximum de production en 2023, suggérant aussi une prochaine hausse de ses importations en phase de relance conjoncturelle. Le marché est potentiellement encore en surplus en 2024, mais cette situation devrait se résorber avec une hausse de la demande et une contraction de l'offre.

Nous estimons que l'évolution des prix de l'aluminium sera plus influencé par une hausse de la demande liée aux activités industrielles liées à la décarbonisation de la production. Les cours de l'aluminium ont encore été volatiles au cours du 1er trimestre, chutant tout d'abord de près de -10% avant de rebondir de +8% en mars. La dynamique positive récente est liée au changement de perception de la situation conjoncturelle en Chine et aux meilleures statistiques de la production industrielle notamment. L'ajustement des cours à cette nouvelle perception de la dynamique chinoise ne nous semble pas encore refléter l'évolution potentielle des prix dans l'environnement économique mondial que nous projetons pour 2024. Les cours de l'aluminium pourraient bien encore s'apprécier au cours des prochains trimestres et atteindre 2'600 \$ la tonne métrique.

### Le marché du nickel restera en surproduction en 2024

Le nickel est certainement le métal industriel dont l'écart entre l'offre et la demande est le plus important et dont le rééquilibrage semble le plus difficile à envisager. La chute de la demande est exacerbée par un marché immobilier chinois en très grande difficulté et par une baisse des besoins de nickel dans la production d'acier inoxydable pour les matériaux de constructions et les équipements industriels. La production de nickel est en constante progression depuis plusieurs années pour s'approcher de 3.6M tonnes métriques en 2023. Avec une production estimée à 1.8M tonnes métriques, l'Indonésie est le principal producteur mondial et représente plus de la moitié de la production mondiale. La surproduction de nickel d'Indonésie et une demande plus faible également du secteur des véhicules électriques a poussé les prix à la baisse en dessous de 16'000\$ la tonne à un plus bas niveau depuis 2021. Les producteurs de nickel sont pourtant conscients et tentent de rééquilibrer le marché en réduisant leur production. Le risque de surproduction pour le marché du nickel reste élevé.

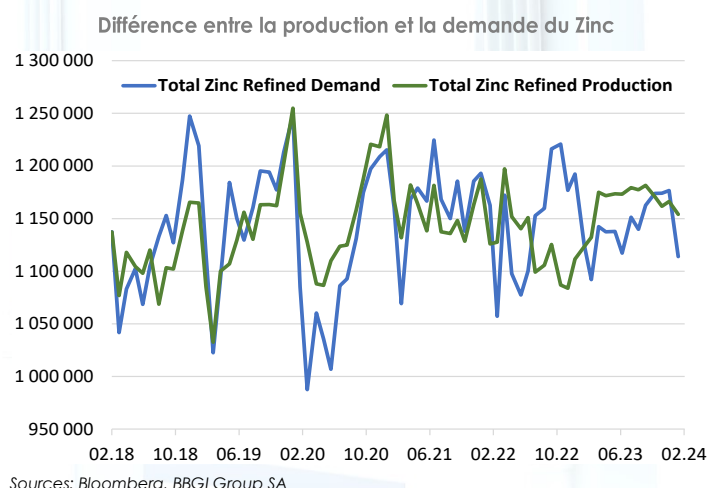
Le potentiel de baisse des cours semble toutefois limité compte tenu du déclin déjà enregistré, mais les surprises potentielles permettant d'envisager un changement fondamental de l'équilibre du marché sont également peu probables.

Néanmoins, après un effondrement des cours de -50% et une longue phase de stabilisation au-dessus de 1'500 \$ la tonne, une amélioration du sentiment global à l'égard des métaux industriels ainsi qu'une reprise de l'activité aussi bien dans le secteur des batteries que dans la construction en Chine pourraient ensemble donner un nouveau souffle positif pour l'évolution des prix du nickel. Un rebond vers 2'000\$ la tonne n'est dès lors pas impossible et représenterait une hausse de +10%.

### Les perspectives du zinc sont étroitement liée à une reprise chinoise

Le zinc est essentiellement utilisé dans le processus de galvanisation qui protège l'acier et le fer de la rouille. Le marché de la galvanisation représente 60% du marché global, l'utilisation du zinc dans des alliages (13%), dans la production de laitons ou de pièces moulées (11%) et dans la production de produits chimiques (9%) constituent ensemble le reste de la demande. La Chine est le premier producteur de zinc (33%) devant le Pérou (11%) et l'Australie (10%).

Au cours des derniers trimestre la faiblesse de la demande en zinc a fait chuter les prix et grossir les inventaires. Clairement, la situation de l'immobilier en Chine et le ralentissement conjoncturel ailleurs dans les pays industrialisés a contribué à la baisse de la demande. On estime à environ 80'000 tonnes l'excédent de l'offre potentiel en 2024 avant de retrouver un équilibre en 2025. Une amélioration des fondamentaux passera par une relance conjoncturelle mondiale et une hausse de la demande de batteries pour les véhicules électriques et à une reprise des besoins en acier galvanisé en Chine. Les cours du zinc ont été un peu plus volatiles que ceux du nickel en ce début d'année, subissant les mêmes fluctuations avec des amplitudes un peu supérieures. La baisse de -15% en début d'année a été suivie d'une reprise de +13% à la mi mars. L'amélioration de la conjoncture en Chine semble être également pour le zinc le facteur déterminant d'une reprise des cours. Une progression de 2'400\$ à 2'600\$ la tonne métrique semble probable au sein d'une bande de fluctuation observée ces derniers douze mois avant une sortie possible qui pousserait les cours plus haut vers un objectif de 1'800\$ à 3'000\$.



BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Place de Longemalle 1  
1204 Genève - Suisse  
T: +41 22 59 59 61 1  
reception@bbgi.ch  
www.bbgi.ch