

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Force de rappel

En physique, pensons à un ressort, la force de rappel est « la force qui tend à ramener l'objet qui y est soumis à sa position d'équilibre. Elle est proportionnelle à l'élongation, de même direction mais de sens opposé ». Pourquoi évoquer la notion de force de rappel en ce début d'année, et cela dans le cadre d'une analyse économique et financière ? Serait-ce à dire qu'après la croissance vigoureuse de l'économie en 2017 nous serions condamnés à connaître une année difficile ? Serait-ce pour annoncer qu'après des années de vaches grasses doivent forcément suivre des années de vaches maigres sur les marchés boursiers ? Serait-ce parce que c'est quand tous les esprits sont positifs que surviennent les mauvaises surprises ? Le monde économique n'est pas un ressort, et donc l'image de la force de rappel est a priori trompeuse mais elle a aussi des mérites.

Oui, l'économie mondiale traverse une passe heureuse. La croissance économique est soutenue. Aucune économie de taille significative ne connaît la récession et le rythme d'augmentation de l'activité s'est accéléré aux quatre coins du globe. En janvier 2017, le FMI s'attendait à une croissance dans le zone euro de 1,6% en 2017 et encore 1,6% en 2018. Douze mois plus tard, le FMI vient de publier une estimation pour 2017 de 2,4% et une attente pour 2018 de 2,2%. En cumul sur deux ans, cela fait 4,65% au lieu des 3,2% escomptés un an auparavant, soit un point et demi de croissance en plus. C'est vraiment spectaculaire ! Au Japon, ce l'est encore davantage : en lieu et place des prévisions de +0,8% et +0,5% respectivement pour 2017 et 2018 avancées il y a un an, le FMI évoque aujourd'hui +1,8% et +1,2%. En cumulé sur 24 mois, cela fait +3% au lieu de +1,3% ! En comparaison, et aucune succession de tweets nocturnes n'y changera quoi que ce soit, les révisions haussières pour les Etats-Unis sur douze mois, depuis le changement de locataire à la Maison Blanche, font pâle figure. Le +2,3% annoncé pour 2017 a été confirmé, et le +2,5% pour 2018 est devenu +2,7%. Et encore, la qualité n'y est pas. Si l'estimation pour l'année qui commence a été revue à la hausse, c'est le fait de la réforme fiscale qui vient d'y être annoncée, une réforme qui est loin d'être neutre sur le plan budgétaire. Cela signifie une impulsion budgétaire à court terme mais en retour de l'austérité – ou les effets défavorables d'une dette publique plus élevée – pour le moyen terme.

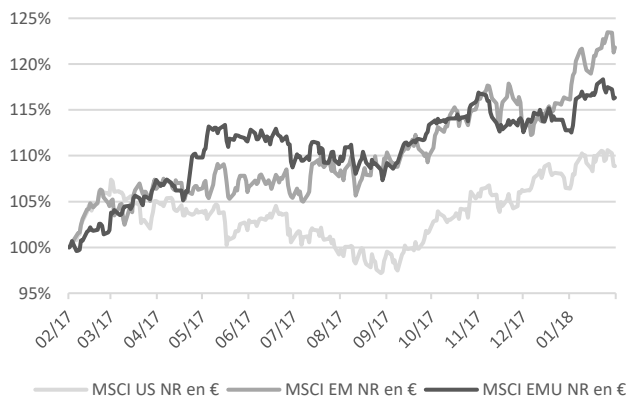
Les fluctuations de l'activité économique ont longtemps été caractérisées comme la résultante d'une combinaison de cycles économiques, de court, moyen et long terme. Aujourd'hui, une telle vue mécaniciste du monde économique n'est plus fort en vogue. Certes, l'observation demeure, celle de vagues d'innovations ou celle de la tendance à tourner de la roue de la fortune des pays – pensons à l'émergence du Japon ou de la Corée du Sud après-guerre ou au déclin relatif de l'Amérique latine par rapport à une époque où l'Argentine était au même

niveau de développement que la Californie. De ces cycles, il serait déraisonnable de tirer la conclusion qu'il faut se préparer, après le bon cru 2017, à de nouveau manger du pain noir. D'ailleurs, sur le plan conjoncturel, nous avons déjà eu l'occasion d'écrire que le cycle économique est comme Peter Pan, c'est-à-dire qu'il ne vieillit pas ! La probabilité d'une entrée en récession n'augmente pas en fonction de la durée de la phase d'expansion observée.

Nous pensons d'autant moins à un affaiblissement mécanique de la conjoncture que, comme nous l'avons déjà écrit, la croissance actuelle est de qualité. Or, qui dit qualité dit durabilité. Certes, à côté de l'adjuvant budgétaire aux Etats-Unis, la bonne tenue des indicateurs doit à la politique monétaire anormalement laxiste. Toutefois, ceci ne peut reléguer en arrière-plan des évolutions structurelles favorables au sein des pays industrialisés : réforme des régimes de retraite, refonte de la fiscalité, modernisation de la sécurité sociale, convergence des coûts salariaux par unité produite, retour en grâce de l'investissement, y compris public, stabilisation du secteur financier.

S'il n'y a donc pas de force de rappel immuable, il y a la force du rappel, celui que des chocs et des crises se produisent, et pas nécessairement où et quand on les anticipe. A la fameuse et belle phrase de Roosevelt selon laquelle il ne faut avoir peur que d'une seule chose, la peur elle-même, il convient d'ajouter qu'il faut quand même aussi avoir peur ... de l'absence de peur. Songeons aux dégâts de l'éclatement des bulles spéculatives. A l'occasion de la publication, le 22 janvier dernier, de ses nouvelles prévisions, le FMI a mis en garde contre une remontée plus rapide qu'escompté de l'inflation et des taux d'intérêt, des fragilités financières, un retour du protectionnisme, des tensions géopolitiques et les incertitudes politiques. Pour sa part, le « Global Risks Report 2018 » publié chaque année à l'occasion du Sommet de Davos met l'accent sur quatre familles de risque, à savoir la sécurité informatique, les tensions économiques, les dissensions politiques et la dégradation de l'environnement. Que cette dernière menace, avec les événements météorologiques majeurs et les désastres qualifiés de naturels mais dus à l'action humaine, rejoigne celle du creusement des inégalités qui avait été mise en exergue à Davos en 2016, va dans la bonne direction, à savoir le passage à l'acte pour mettre nos pays et nos entreprises sur la voie de la soutenabilité. Ce faisant, l'action publique confortera les effets positifs en la matière de l'investissement responsable auquel Orcadia est très attaché et, favorisera les entreprises que sélectionnent les gestionnaires responsables.

Performance des marchés d'actions



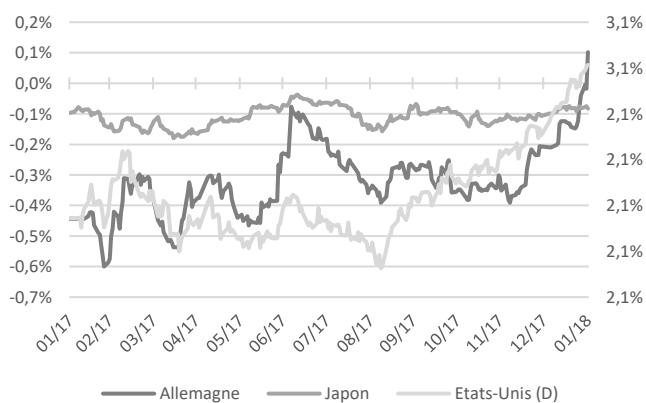
Source: Bloomberg

MARCHES D' ACTIONS

Une sagesse boursière américaine veut que *“as goes January goes the year”* (« comme va janvier, ainsi va l'année »). Si elle devait être à nouveau d'application cette année-ci, nous pourrions nous attendre – malgré la correction du début de février – à une nouvelle année exceptionnelle en bourse. En effet, en janvier, partout les actions ont bien progressé, la palme revenant aux émergents avec une performance de plus de 8% en dollars, venant après l'excellent cru 2017.

Sur le mois écoulé, les actions américaines ont, elles, progressé – à nouveau en dollars – de presque 6%. La zone euro est arrivée en queue de peloton malgré un gain plus qu'honorable de 3,2%. Exprimées en euro, les émergents ont pris 4,7% et les Etats-Unis 2,2%, d'excellentes performances mais moins spectaculaires.

Evolution des taux à 5 ans



Source: Bloomberg

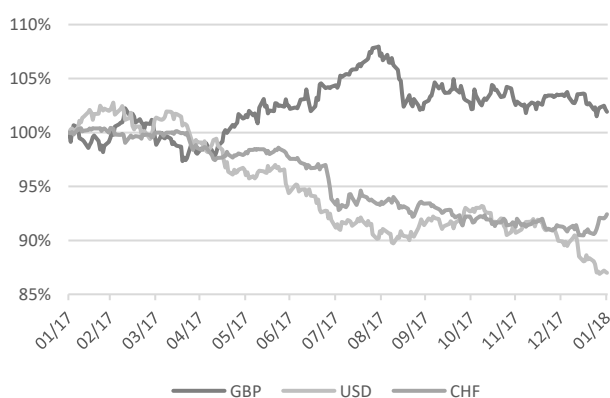
MARCHE OBLIGATAIRE

La banque centrale japonaise est parvenue à créer une stabilité remarquable aux niveaux des taux d'intérêt tout en diminuant leurs achats. C'est le reflet du niveau très élevé de la confiance envers les aptitudes des autorités monétaires.

Aussi bien aux Etats-Unis qu'en Allemagne, nous avons pu observer une claire augmentation des taux d'intérêt, tant sur le moyen (5 ans) que sur le long (10 ans) terme. Les taux allemands à 5 ans sont enfin revenus en territoire positif et ont terminé le mois au niveau – fort maigre – de 10 points de base. Ceci dit, on n'avait plus vu une hausse de 50 points de base en 2 mois de temps depuis belle lurette.

Aux Etats-Unis, le taux à 5 ans a davantage monté que celui à 10 ans, aplatissant la courbe des taux. Par ailleurs, comme la hausse des taux y a été plus vigoureuse le différentiel de taux avec l'Allemagne s'est encore creusé, alors qu'il était déjà significatif.

Evolution des devises contre euro



Source: Bloomberg

MARCHE DES DEVICES

Au cours du mois de janvier, le dollar a de nouveau cédé du terrain vis-à-vis de l'euro. Les propos du Secrétaire du Trésor, le Ministre des Finances des Etats-Unis, Steven Mnuchin selon lesquels un dollar faible est en faveur des Etats-Unis ne sont pas restés sans effet, malgré le fait qu'aussi bien lui que le Président Trump sont revenus sur le sujet plus tard. Le dollar s'est également déprécié vis-à-vis des autres grandes devises sur le mois écoulé.

Pour ce qui concerne l'euro, l'image est plus nuancée. La monnaie commune s'est renforcée vis-à-vis de la livre anglaise mais a perdu un peu de valeur par rapport au franc suisse. Ce dernier n'a toutefois récupéré qu'une partie de la valeur non négligeable concédée à l'euro au cours de l'an dernier.

ALLOCATION & STRATEGIE

Contexte général

La zone euro, qui a souffert plus longtemps et plus gravement de la crise des crédits que le reste du monde, semble avoir recouvré la santé. Non seulement s'est-elle rétablie mais elle paraît même être en tête du peloton économique du monde industrialisé. L'indicateur global du sentiment économique de la zone euro a atteint un niveau de 116 points, non seulement au-delà des attentes mais aussi le plus haut depuis mi 2000.

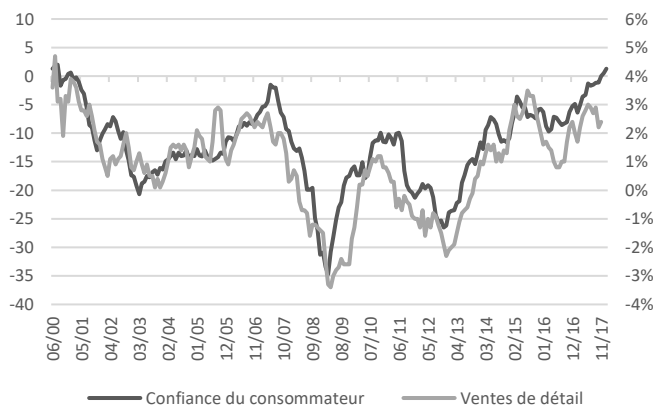
La confiance des entrepreneurs telle que mesurée par la Commission Européenne a atteint des sommets. Actuellement, elle se trouve à un niveau que l'on n'a pas vu en 30 ans de temps. Historiquement – comme le graphique ci-dessous le montre clairement – la confiance des producteurs a été un bon indicateur précurseur pour la production industrielle de la zone euro. Sur la base des observations du passé, il annoncerait une hausse de la production industrielle à court terme de quasi 10%. Cela paraît trop pour être réaliste mais indique que l'on peut certainement tabler sur la poursuite de la vigueur de la production industrielle dans la zone euro.



Source: Bloomberg

La confiance des entrepreneurs et l'accélération de l'économie se reflètent sur le marché du travail. En 2017, le taux de chômage a diminué de plus qu'un point de pourcentage dans la zone euro et se trouve actuellement au niveau le plus bas depuis une décennie. En Allemagne, il est revenu à 5,5%, le taux le plus faible depuis la réunification.

Ainsi déjà pointé antérieurement, la diminution du chômage gonfle la confiance du consommateur européen. L'indice qui la mesure a dépassé le sommet de 2007 et se trouve en ce moment au niveau le plus haut depuis le début du millénaire. Tout comme la confiance des entrepreneurs se répercute sur la production industrielle, la confiance des ménages conditionne les ventes au détail. Aujourd'hui, cette dernière est en ligne avec une croissance des ventes de plus de 4%. C'est probablement trop beau pour être vrai mais cela indique que le consommateur continuera, lui aussi, de soutenir la croissance.



Source: Bloomberg

La confiance est à ce point remontée que les intentions d'achat de biens de consommations onéreux, tels les voitures, ont progressé. Depuis leur point le plus bas en 2013, les ventes d'automobiles ont déjà clairement monté. Toutefois, le parc des quatre roues a clairement vieilli ces dernières années. Pour autant que la confiance reste à un niveau raisonnable, au moins une partie des achats de renouvellement, après avoir été différés, se fera dans les années qui viennent.

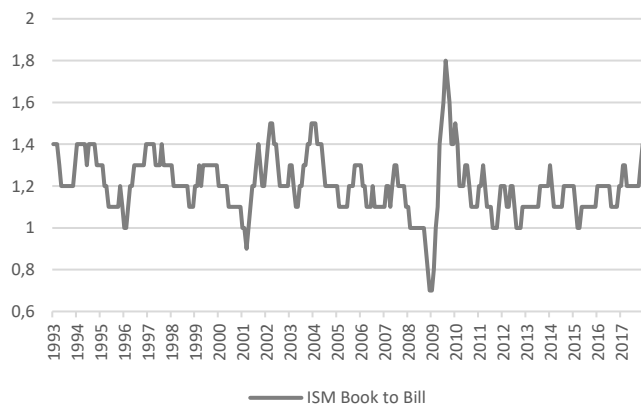
En Allemagne, le risque politique engendré par les piètres résultats électoraux des partis du gouvernement sortant semble refluer, même si cela ne dure qu'une législature. Un accord provisoire a été conclu entre le SPD de Martin Schultz et la CDU/CSU d'Angela Merkel, ouvrant la voie à la reconduction de la « grande coalition » sortante. Sur la base de cet accord, nous pouvons nous attendre à un stimulus budgétaire de l'ordre de 1,2% en Allemagne. En outre, et c'est au moins aussi important, cela laisse penser que l'Allemagne tirera à nouveau le chariot européen. En tandem avec la France de Mr. Macron, un nouveau pas en avant dans la construction européenne est redevenu envisageable. Ce pas, aussi aidé par l'atmosphère autour du Brexit et la montée du populisme, pourrait devenir le plus important accompli depuis le traité de Maastricht, vieux désormais d'un quart de siècle. Ce pas devrait servir à la fois à la convergence économique des pays membre et à la mutualisation des risques. Avec une telle double évolution, les primes de risques exigées tant en obligations qu'en actions devraient se contracter.

A travers le vieux continent, nous remarquons un certain regain populaire pour le projet européen, regain lié à une économie qui tourne mieux, à une action politique plus efficace, à une communication mieux contrôlée et aux embarras britanniques à propos du Brexit. Après des années de stress économique et financiers, les Espagnols font montre, avec 80% de la population en faveur de l'euro, d'un soutien à la monnaie unique comparable à celui observé en Allemagne. Il y a 5 ans, ce soutien n'était que de 50% ! Une tendance similaire, mais il est vrai, moins prononcée, se remarque en Italie. Le fait que le rétablissement économique y reste à la traîne explique vraisemblablement cela. Néanmoins, cette évolution est rassurante à l'avant-veille des élections, qui se tiendront le 4 mars.

Dans ce concert européen, ne s'entend qu'une fausse note pour l'instant : le Royaume-Uni. Les indicateurs précurseurs

continuent d'annoncer une croissance honorable mais les chiffres sur la croissance effective, eux, sont clairement en-dessous des attentes des économistes. Contrairement à son coreligionnaire d'Outre-Manche, le consommateur anglais déprime. Les ventes au détail étaient en baisse pour la 4ème fois d'affilée au mois de décembre, un mois extrêmement important pour les commerçants. L'explication la plus directe est que le pouvoir d'achat souffre, les augmentations de salaire ne compensant pas l'augmentation des prix, avec une inflation alimentée par la dépréciation de la livre qui avait suivi l'annonce du Brexit.

Aux Etats-Unis, les indicateurs précurseurs continuent aussi de surprendre positivement, en particulier ceux pour qui la longueur de la phase actuelle d'expansion serait anormale. L'indicateur ISM, qui repose sur un sondage auprès des responsables des achats dans les entreprises, loin de refluer, a tout récemment encore gagné un point et demi à quasi 60 points. On peut donc s'attendre à une accélération de la croissance dans les mois à venir. Que la ratio « book to bill », qui rapporte les nouvelles commandes aux unités facturées, s'envole ne peut être vue que comme une bonne nouvelle : la demande s'accroît et la production va s'accélérer.



Source: Bloomberg

Obligations et cash

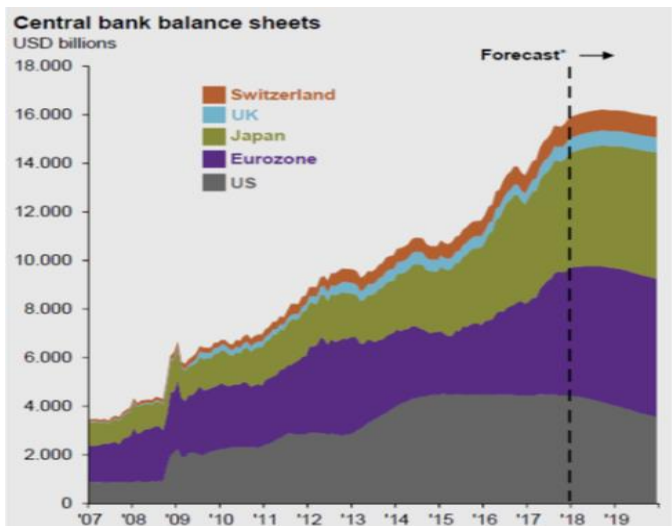
Depuis le début de l'année, le taux d'intérêt à 5 ans a monté d'environ 30 points de base pour les emprunts étatiques tant allemands qu'américains. Le cours de ces obligations étatiques de référence s'est donc trouvé sous pression. Aux Etats-Unis, ce taux est monté vers 2,5% et en Allemagne vers 0,1%, affichant ainsi pour la première fois en environ deux ans un taux d'intérêt positif. De nombreuses voix se font entendre pour annoncer un changement de régime dans le monde obligataire en 2018. Le terme de la période du *quantitative easing* (QE) est là ou se rapproche rapidement et s'esquisse une période de *quantitative tightening* (un durcissement quantitatif, avec une diminution de la taille du bilan des banques centrales). Bill Gross, surnommé « le pape des obligations », a avancé que la baisse tendancielle des taux d'intérêt, qui aura duré 30 ans, est arrivée à sa fin.



Source: Bloomberg

Au cours des 10 dernières années, les marchés obligataires ont profité d'un support monétaire ininterrompu. Quand la Federal Reserve américaine a commencé à réduire son programme QE en 2014, l'effet a été plus qu'amorti par la Banque du Japon, et quand la banque centrale américaine a commencé à gentiment augmenter ses taux, la BCE a poussé à fond sur l'accélérateur. Cette décennie de soutien monétaire s'arrêtera probablement dans le courant de cette année. La FED a amorcé, à petits pas, le dégonflement de son portefeuille QE. De son côté, la BCE continue d'acheter 30 milliards additionnels d'obligations chaque mois, soit un rythme ralenti de moitié par rapport à l'an dernier. Certains prétendent que le programme ralentira plus vite qu'anticipé, puisque l'économie tourne clairement mieux qu'espéré, mais nous ne partageons pas cette vue : la BCE garde pour maîtres mots patience et prudence, et avec une inflation très modérée, ne verra pas de danger à garder le timing annoncé. Au Japon, on ne s'attend pas à un changement du régime monétaire. La banque centrale maintient son objectif de clouer les taux longs au sol. Les montants nécessaires pour atteindre cet objectif semblent diminuer. Une explication serait la confiance du marché envers la Banque du Japon. Une autre serait la diminution de la liquidité en obligations étatiques japonaises. En ce moment, la banque centrale détient déjà plus de 40% de la dette publique nationale, ce qui facilite la tâche de diriger le marché dans la direction voulue.

De ceci, il ressort une claire diminution de la demande pour les obligations dans le chef des banques centrales. En outre, il faut s'attendre à une augmentation des émissions pour cette année. Après une diminution nette de l'offre de l'ordre de 170 milliards de dollars en 2017, on peut s'attendre pour 2018 à une augmentation nette d'environ 600 milliards de dollars. Il est clair qu'une telle variation de l'offre de quasi 800 milliards de dollar, conjugué à une diminution de la demande des banques centrales, devra avoir un effet sur les taux.



Source: JP Morgan Asset Management

Bien que les tendances structurelles actuelles que sont la digitalisation, la robotique et le vieillissement de la population vont peser sur la demande, pour partie par pression sur les salaires, et sont, dès lors, de nature déflatatoire, cela ne signifie pas qu'un sursaut (limité) de l'inflation est à exclure. Ainsi, la BCE a clairement annoncé souhaiter une inflation plus soutenue. De plus, d'autres phénomènes déflatatoires s'épuisent. L'effet de compression des prix exercé par l'industrialisation chinoise et la migration vers les villes de ruraux prêts à travailler pour un moindre salaire est probablement derrière nous dans une large mesure puisque, à l'heure actuelle, plus de 60% de la population vit déjà en ville. Que l'effet d'urbanisation – et ainsi l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre bon marché pour les usines – se tasse n'est que logique. Cette évolution et le vieillissement de la population – la population active en Chine est en baisse depuis quelques années – devraient tirer à la hausse les salaires des classes moyennes et basses. La moindre insouciance par rapport à l'environnement devrait aussi tirer les coûts de production à la hausse. « L'exportation » massive de déflation qu'on a pu observer ces dernières années en provenance des pays émergents se trouve maintenant bel et bien derrière nous. Les chiffres le confirment : les prix à la production s'affichaient à la fin de l'année passée en hausse en Chine de quasi 6% en rythme annualisé.

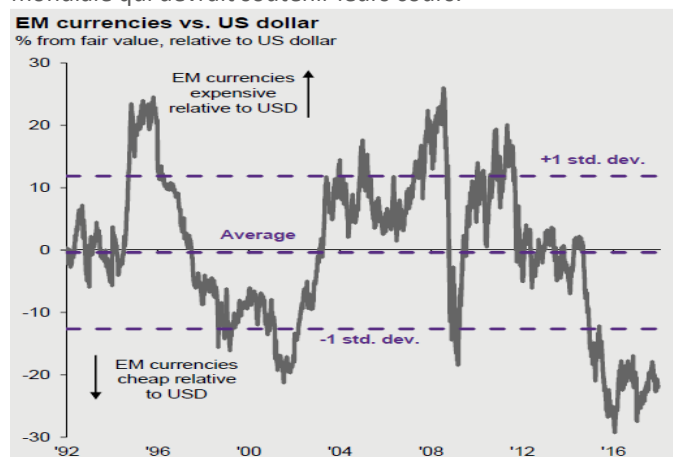
Malgré la baisse rapide du chômage dans les pays industrialisés, nous estimons que les salaires ne vont pas flamber. Les effets de la globalisation ne sont pas encore arrivés à leur terme. Après la Chine, même si c'est le plus important, d'autres pays pourraient connaître un déplacement de main-d'œuvre du secteur primaire vers le secteur secondaire. De plus, avec tout ce qui s'écrit sur l'intelligence artificielle, les salariés vont être freinés dans leurs revendications salariales. Enfin, il faut aussi tenir de la psychologie des salariés. En se permettant d'être caricatural, les babyboomers, outre la peur d'être remplacés par des robots, fruits d'une nouvelle technologie qu'ils ne comprennent souvent pas bien, n'ont pas encore oublié la crise et vont adopter une attitude défensive, du style « je ne revendique rien mais laissez-moi là où je suis ». La génération dite des « millenials », elle, semble – du moins en ce moment – avoir plus d'intérêt pour la flexibilité et la liberté que pour une augmentation de salaire.

La combinaison du rétablissement économique et de la faiblesse des investissements ces dernières années amène à une élévation du taux d'utilisation de la capacité installée dans l'économie. Dans ce contexte, la poursuite de la croissance synchronisée actuelle amènera plus facilement une augmentation des prix par les producteurs. Ceci pourrait amener la BCE à changer son fusil d'épaule mais, comme déjà indiqué, nous ne tablons pas sur une telle accélération dans le calendrier esquissé à Francfort.

Nous profitons de la hausse des taux pour enfin diminuer petit à petit notre sous-exposition au taux d'intérêt, d'application de longue date, une sous-exposition à la fois au travers d'une sous-pondération des obligations et d'une préférence pour des maturités (« duration ») plus courtes que la normale. Toutefois nous gardons l'essentiel de cette sous-exposition. Suite à la diminution récente des spreads, nous avons préféré opérer ce retour très partiel en titres à revenus fixes au travers de l'achat d'obligations étatiques allemandes, dont certaines liées à l'inflation. Pour ces dernières, nous estimons que le marché continue de sous-estimer la détermination de la BCE à obtenir une accélération de l'inflation. Nous proposons de conserver la position en obligations italiennes et portugaises conseillée avec à-propos antérieurement malgré le fait que les spreads ont diminué. En matière d'obligations corporate et high yield, nous maintenons notre inclination à la prudence. Trouvant déjà leur rémunération faible, leur spread a continué de se contracter. Nous maintenons notre point de vue que le jeu, en termes de rendement, ne vaut pas la chandelle, en termes de risques.

Au sein d'un portefeuille obligataire diversifié, des obligations émergentes en devises locales nous semblent attrayantes. Bien que le rendement offert soit relativement bas par rapport à la situation d'il y a quelques années, ce n'est certainement pas mieux dans d'autres types d'obligations. Nous préférons les devises locales puisque, en moyenne, ces dernières sont sous-valorisées par rapport au dollar (voir graphique). Le dollar étant plus ou moins correctement valorisé en termes de parité de pouvoir d'achat par rapport à l'euro, les devises en question le sont aussi vis-à-vis de l'euro. L'appréciation des devises peut contribuer à significativement augmenter le rendement pour un investisseur à long terme.

Pour des investissements au sein d'un portefeuille mixte, en revanche, nous préférons surpondérer les pays émergents dans la partie « actions » que dans la partie obligataire. Les actions vont également profiter d'une hausse potentielle des devises locales mais en outre profiteront de la bonne conjoncture mondiale qui devrait soutenir leurs cours.



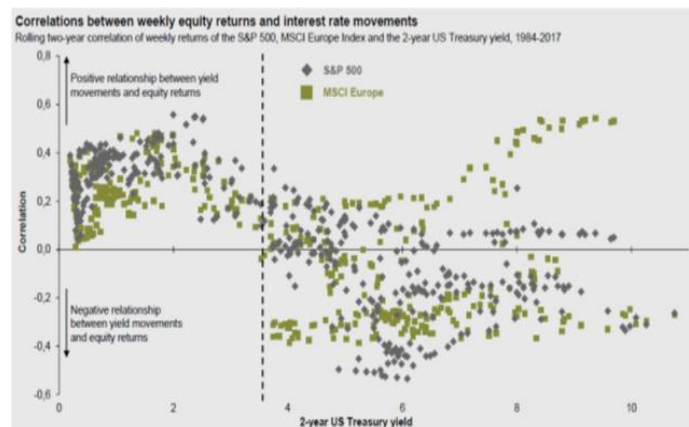
Source: JP Morgan Asset Management

Actions et assimilés

Les bonnes nouvelles macro-économiques se traduisent en bonnes nouvelles micro-économiques. Au fil de l'année 2017, les analystes ont revu à la hausse leurs attentes sur le plan aussi bien des chiffres d'affaire que des bénéfices. Ceci est une situation plutôt rare puisque typiquement les prévisions diminuent au fur et à mesure que l'année passe. Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur l'exercice écoulé puisque l'échantillon des sociétés qui ont déjà publié leurs résultats est encore trop limité – aux Etats-Unis, environ un quart d'entre elles et en Europe moins que 10% – mais les chiffres qui sont déjà sortis ont dépassé les attentes aussi bien sur le plan des ventes que des bénéfices. Aux Etats-Unis, la croissance des revenus se monte à 7%, quasi un point de pourcentage au-delà des attentes, et celle des bénéfices à plus de 10%, environ 2 points au-delà des attentes.

Notre vue haussière sur les taux d'intérêt n'est pas en contradiction avec notre vue positive sur le marché des actions. La sagesse populaire qui veut qu'une augmentation des taux soit défavorable pour les marchés des actions n'est que partiellement correcte. La valeur d'un actif est la somme des revenus futurs attendus de cet actifs exprimés en termes actualisés, c'est-à-dire en argent d'aujourd'hui. Si le taux d'actualisation monte suite à une augmentation des taux d'intérêt, la valeur actuelle des flux futurs de revenu diminue et le prix devrait alors baisser. Ce raisonnement est toutefois un peu court puisqu'il ne tient pas compte de l'évolution des revenus. Si le taux augmente parce que le climat économique s'améliore, ce qui va gonfler les revenus, il peut y avoir un lien positif entre taux d'intérêt et valorisation des actions. Cette relation positive entre performance boursière et les taux se remarque clairement sur le graphique. Pour autant que le taux court (taux à 2 ans) ne monte pas au-delà d'un niveau de plus

ou moins 3,5% la corrélation entre taux d'intérêt et performance boursière n'est pas négative comme le veut la sagesse populaire mais bien positive et ceci aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.



Nous conservons notre surpondération en actions et, au sein de cette poche, notre allocation régionale reste inchangée. Nous gardons notre surpondération en actions européennes et en particulier pour la zone euro. La combinaison d'une valorisation globalement raisonnable et d'un contexte économique favorable devrait soutenir le marché. Le même raisonnement explique notre surpondération en émergents. Ces deux surpondérations importantes et une légère surpondération au Japon sont partiellement compensées par une sous-pondération des Etats-Unis, qui combinent des marges bénéficiaires et des valorisations qui se trouvent au-delà de leur moyenne historique.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.