

En ce temps de stress sanitaire, avec le lot de graves souffrances humaines et de désagréments quotidiens qui l'accompagne, nos pensées et nos vœux vont à vous tous, clients et amis d'Orcadia AM qui nous lisez. Si la santé prime sur tout, il faut aussi aborder cette crise qui nous bouscule sous ses aspects sociétaux, économiques et patrimoniaux. C'est l'ambition du présent bulletin, plus long qu'à l'accoutumée car les circonstances sortent de l'ordinaire.

Orcadia AM a bien entendu adapté son mode de fonctionnement mais tous ses collaborateurs restent à votre entière disposition pour répondre à toute demande, que ce soit en relation avec le contexte économique et financier ou à propos de votre portefeuille personnel. Le temps du confinement est aussi un temps de réflexion et de questions. N'hésitez pas à nous en faire part.

Nous vivons aussi un temps de solidarité, dont témoignent tous ces professionnels de la santé, de la distribution ou d'autres secteurs qui poursuivent leur travail, ainsi que vous tous qui prenez des nouvelles et en donnez et qui apportez de l'aide au quotidien. Beaucoup d'entre vous le savent, la philanthropie nous tient à cœur chez Orcadia AM, avec notre engagement statutaire de verser au moins 10% de nos bénéfices annuels à de belles et bonnes causes. Avec un mélange de modestie, de fierté et de gratitude, nous nous permettons de vous faire savoir que nous avons fait un geste significatif pour l'équipement d'un hôpital cherchant à augmenter sa capacité d'accueil en soins intensifs, geste rendu possible grâce à vous, nos chers clients.

Le Conseil d'Administration d'Orcadia AM

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Les surlendemain de la pandémie

« *Dans le doute, abstiens-toi* », dit le dicton. Mais que faire face à ce qui apparaît comme la crise sanitaire la plus aiguë, en termes de déperdition d'activité économique, de notre temps? S'abstenir de contacts fait évidemment partie de la réponse mais pour le reste, qu'il s'agisse de science, de politique économique ou, incidemment, de gestion patrimoniale, il faut au contraire réfléchir et agir.

Incertitudes sanitaires

A ce stade, si des signes de ralentissement de la propagation s'observent en Europe, aidés par des mesures de confinement sans équivalent, en temps de paix, nous sommes loin de la sortie du tunnel, et cela parce que nous sommes loin de tout savoir sur le Covid-19. Nous ignorons l'origine du virus et ce qui a induit sa transmission aux humains. Le changement climatique a-t-il altéré le comportement d'animaux ? Certains comportements alimentaires, dont on dit qu'en Chine ils ont été induits par la famine liée aux politiques de Mao Zedong, sont-ils en cause ? Nous ignorons aussi le nombre de cas effectifs, en l'absence de tests à large échelle ou, au minimum, d'échantillonnage, vu que la maladie peut ne pas être détectée en raison de la faiblesse ou de l'absence de symptômes. Nous ne savons pas si les individus asymptomatiques transmettent le virus ni combien de temps dure la période d'incubation. Nous ne savons pas si la guérison induit une immunisation, et combien de temps dure celle-ci. Nous n'avons pas d'indication quant aux mutations du virus, ni quant à l'influence des saisons. De plus, si les capacités de test semblent être sur le point d'être prochainement démultipliées, il est encore impossible de s'avancer sur la découverte d'un vaccin. Ce dernier point est fondamental pour la politique de santé publique à adopter. S'il y a un espoir raisonnable de mettre rapidement un vaccin au point, le confinement est pleinement justifié. Si ce n'est pas le

cas, les vertus du confinement, qui étale le dommage humain, sont amoindries, même s'il donne du temps pour augmenter les capacités médicales et développer la connaissance de la maladie.

Economie d'une pandémie

Du côté économique, l'incertitude règne également. Nous n'avons pas d'expérience de mise en confinement de l'économie mondiale. Durant la Grande Crise Financière, la propagation de la méfiance au sein du secteur bancaire a fait des ravages, mais les usines et les bureaux n'ont pas été fermés. Il convient donc d'être prudent dans une telle comparaison. Se référer à la guerre n'est pas vraiment instructif non plus. Quand celle-ci éclate, l'économie connaît une mobilisation de ses moyens de production, tout en ayant la perte des travailleurs devant s'enrôler. Surtout, une guerre tue les jeunes générations et détruit le potentiel productif. Les dégâts économiques du coronavirus n'ont pas cette nature irréversible, et c'est fondamental. Il ne faudrait pas que leur caractère instantané, dû à la mise sous cloche de l'activité humaine, fasse perdre de vue cette différence fondamentale.

La dimension économique du traitement d'une pandémie peut être abordé à l'aide du concept des « **externalités** ». Il y a externalité positive quand un agent économique a un comportement qui affecte positivement un autre agent, sans que celui-ci ait influencé la décision du premier. Par exemple, l'ouverture d'une salle de spectacle génère une externalité positive pour les restaurants et les cafés aux alentours. Et il y a externalité négative quand le comportement d'un agent nuit à d'autres, par exemple quand cette même salle de spectacle induit des nuisances sonores ou des difficultés de parking. Or, laissée à elle-même, l'économie dysfonctionne en présence

d'externalités ! Avec le coronavirus, les individus à haut risque présentent une externalité négative pour leurs proches, leurs voisins et leurs commerçants, ainsi que pour les autres malades évincés de l'accès aux soins par l'engorgement dû au Covid-19. Et, comme nous ne sommes pas égaux en termes de risque pour notre santé, les individus à faible risque, eux, n'ont pas d'incitation « égoïste » à se confiner. Ils ne le font que par altruisme ou sous la contrainte.

Spirale négative

Dans nos précédents bulletins, nous avons déjà dissocié les effets d'offre et les effets de demande du coronavirus. Les effets d'offre viennent de la fermeture de lieux de production par manque de personnel, pénurie de composants, absence de débouchés ou contrainte sanitaire. Les effets de demande découlent du confinement, qui empêche de consommer, et des incertitudes économiques et financières, qui amènent entreprises et ménages à postposer des dépenses non indispensables.

De manière schématique, nous pouvons présenter la spirale de récession que la pandémie peut déclencher comme suit :

- Etape 1 : avec le confinement, réduction de l'offre ;
- Etape 2 : inquiets face à la maladie et à ses effets immédiats (baisse de l'emploi temporaire, recul des bourses, accès plus difficile au crédit bancaire, ...) et anticipant des jours difficiles, les agents économiques (ménages et entreprises) réduisent leur consommation et leurs investissements ;
- Etape 3 : face à cette baisse de la demande, les entreprises réduisent la production, voire font faillite, ce qui contracte l'emploi ;
- Etape 4 : confrontés à une baisse des revenus et des revenus anticipés, les agents compriment encore davantage leurs dépenses ;
- ...

Si l'économie connaît ce genre de cercle vicieux, elle est aussi dotée de **mécanismes contracycliques**. L'un d'entre eux est le prix des matières premières, à commencer par le pétrole. La forte diminution du prix de l'énergie équivaut à un transfert de pouvoir d'achat, des producteurs vers les consommateurs. Or, ces derniers ont une propension à consommer plus élevée. Il s'agit donc d'une bonne nouvelle pour la conjoncture, à défaut de l'être pour le développement d'énergies renouvelables. Toutefois, ce stabilisateur sera largement insuffisant pour empêcher une contraction de l'économie.

L'instrument le plus courant de mesure de l'activité économique est la variation du Produit Intérieur Brut (PIB). Celui-ci croît, bon an mal an, de quelque 1,5% par an en Europe. Si on imagine que le confinement ampute l'activité de 30% pendant 2 mois, puis de 15% pendant 3 mois, avant un retour à la normale le 6ème mois, cela réduit le PIB de 10% en moyenne sur l'année 2020, soit 2 fois plus que l'incidence de la crise financière de 2008-2009. Il s'agit donc, sur la base d'hypothèses qui ne sont pas les plus sombres, d'une amputation dramatique de l'activité. C'est dire si une intervention radicale des autorités est justifiée pour empêcher un tel cataclysme.

Politiques publiques

Il est vraiment à déplorer que la crise du coronavirus n'ait pas donné lieu à une démarche de coopération internationale au niveau du G20, et cela alors pourtant que le virus ne connaît pas de frontières et alors que ce n'est pas un problème de gouvernance nationale qui soit à blâmer prioritairement. L'Europe s'est montrée sous un jour pitoyable, avec, comme comble, l'interdiction édictée par certains Etats membres d'exporter du matériel de première nécessité vers les pays de ce que l'on appelle encore l'Union européenne. Les appels à développer des filières nationales de production de masques et autres biens prioritaires sont du même acabit. Simultanément, nous avons assisté à de beaux gestes, tel l'accueil transnational de certains patients.

S'il n'y a pas eu de coordination, il y a eu, fort heureusement, l'action des autorités, et, soulagement, une action d'ampleur historique. Sur le **plan sanitaire**, d'abord, les Etats, avec un délai de réaction variable et des accents parfois spécifiques, ont pris des mesures incroyablement fortes. Qui eut cru que nos pays étaient capables d'agir aussi radicalement? Nos démocraties, souvent accusées de ne servir qu'une soupe tiède de mesures molles, ont osé imposer le confinement et l'arrêt de l'économie. Sur le **plan monétaire et financier**, aussi, les limites des banques centrales ont été repoussées, et cela alors qu'elles étaient déjà laxistes. Qu'il s'agisse de financer les Etats ou les entreprises, ceux qui pensaient que l'arsenal des « *prêteurs en dernier ressort* » étaient épuisés ont dû réviser leur appréciation. Sur le **plan budgétaire**, enfin, les vannes ont été ouvertes, et sans lésiner. Alors que le discours ambiant était encore à l'importance de maintenir la discipline, un discours pas toujours appliqué, notamment en Belgique, voici des déficits de 5, 8, voire 10% du PIB qui pointent à l'horizon.

Ne nous leurrions pas. Même avec les mesures prises, la crise du Covid-19 va avoir un **impact négatif majeur en 2020**. L'activité va se contracter. Si pas de 10%, une perte de 3 à 6% est à anticiper. Les ménages vont bénéficier de mécanismes de chômage économique et autres dispositifs de soutien au pouvoir d'achat, mais celui-ci va quand même subir une grave amputation. Les entreprises, pour leur part, ne survivront pas toutes à ce choc. Ce n'est pas qu'il faille souhaiter une absence totale de faillites, sachant que celles-ci font partie d'une vie économique saine, mais il importe de préserver le potentiel productif de nos régions, bien sûr en se souciant du caractère pérenne de ce dernier. Pourquoi mettre sous cocon avec de l'argent public qui se fait rare des activités polluantes qui, aujourd'hui, n'existent que parce que la responsabilisation pour la pollution est outrageusement insuffisante ?

La Grande Crise Financière a rappelé, si besoin était, l'importance de la **confiance** dans l'économie, là au travers du système financier. Le parallélisme s'impose : sortir de la crise du Covid-19 demande prioritairement de rétablir une autre dimension de la confiance, ici envers la sécurité des relations humaines. Faute de confiance quant à la non-dangerosité de côtoyer les collègues, les travailleurs ne retourneront pas travailler ! Il est donc crucial de disposer de tests qui déterminent rapidement, à grande échelle, avec crédibilité et faible coût qui, dans la population active, est non-porteur.

Vers un autre monde ?

Y aura-t-il un après-corona radicalement différent de l'avant-corona ? Cette question est de première importance, en ce compris sur les orientations stratégiques à prendre en matière de placements. Elle doit être abordée de front, et en même temps avec circonspection, tant le « *This time is different* » a été invalidé au fil de l'histoire. S'il s'agisse de choc psychologique, d'altération des interactions sociales, de polarisation culturelle ou de coût économique, la durée de la crise actuelle, encore inconnue, se révélera être déterminante quant aux éventuels **changements systémiques** induits par le Covid-19. De même, si une mutation du virus devait en aggraver la létalité, l'exigence de changement serait démultipliée.

Le coronavirus va-t-il profondément bouleverser l'organisation sociale ? S'agit-il d'une « *répétition générale* », selon l'expression de la philosophe Cynthia Fleury (Gallimard, 2020), avant le choc de la transition environnementale ? Va-t-on vers un échec des politiques de stabilisation et un effondrement de l'économie mondiale ? Va-t-on vers un monde où des règles sanitaires seront une entrave majeure à l'activité économique, notamment en matière de spécialisation du travail et de commerce international ? Va-t-on vers la nationalisation de pans entiers de l'économie ou, en tout cas, une délégitimation des profits des entreprises privées ? Va-t-on vers un bouleversement des anticipations de prix et une compression extrême des taux d'intérêt réels ? Si les réponses sont positives, alors il convient de revoir de fond en comble les attentes en matière de bénéfice des entreprises et, en corollaire, sa gestion patrimoniale.

Selon nous, un tel bouleversement n'est pas à l'ordre du jour, et le risque est davantage un scénario de **retour « à la normale »**, en oubliant de tirer tous les enseignements de cette crise. Il y aura de multiples forces pour privilégier le terrain connu, et notamment l'aspiration de la population. La vie autre, ralentie, que le confinement impose n'est pas un épisode de « sobriété heureuse », qui donnerait envie d'entrer dans un autre monde, avec significativement moins de travail, moins de revenu et moins de consommation. Non, c'est un épisode de « sobriété anxieuse », où, aux inquiétudes de santé fondamentales, s'ajoutent des appréhensions économiques et pécuniaires, des renoncements déplaisants à certaines consommations, des frustrations de ne pouvoir travailler et être utile, des tensions familiales dans des espaces restreints et l'appauvrissement de la vie sociale. On aura envie de fêter la fin du confinement (de manière graduelle), on aura envie de revenir à la vie d'avant, même avec ses travers consuméristes et productivistes. On voudra oublier le confinement et, à la différence de la guerre, il n'y aura pas de ruine pour nous le rappeler, seulement des rideaux baissés devant nombre de commerces et des pourcentages de dette publique plus élevés.

En même temps, la vie ne sera plus exactement la même. En vrac, en mélangeant le positif et le négatif, sans exhaustivité ni ordre d'importance, on peut penser aux **évolutions** suivantes :

- Les avantages du télétravail et des rendez-vous virtuels seront mieux exploités ;
- Le commerce en ligne aura conquis de nouveaux terrains ;
- Les entreprises regarniront les stocks pour travailler à flux moins tendus et se soucieront de la diversité de leurs approvisionnements, acceptant que leur résilience passe

par un certain renoncement à l'efficacité en termes d'économies d'échelle et l'acceptation d'une certaine « redondance » ;

- La faillite d'entreprises laissera à d'autres de l'espace pour gagner des parts de marché, ce qui peut servir l'efficacité dans l'utilisation de ressources rares et stimuler l'innovation mais aussi nuire à cette concurrence dont nous avons pourtant grandement besoin ;
- Les pouvoirs publics imposeront la constitution de stocks stratégiques ;
- Des inégalités se seront creusées, avec des secteurs d'activité particulièrement touchés ;
- La dégradation des finances publiques imposera des arbitrages budgétaires, dont seront exemptés certains pans de la politique de soins de santé ;
- Les clients seront moins tentés par des activités à risque, du genre voyages en croisière ;
- Des habitudes sanitaires s'installeront ou se réinstalleront, du lavage des mains au port spontané de masques par ceux qui pourraient être contagieux ;
- Des entreprises des secteurs les plus frappés chercheront à développer des activités moins sujettes à risque sanitaire et à mieux diversifier les risques auxquels leurs activités les exposent ;
- ...

Avec la crise, hommes et femmes politiques ont en chœur affirmé que « **la santé n'a pas de prix** », mais c'est factuellement faux. Il y aura toujours des limites aux budgets de la recherche en matière de santé ou des campagnes de prévention, par exemple. Il y aura donc toujours des choix à faire dans le volume des ressources consacrées à la santé et dans la répartition de ces moyens. Et d'ailleurs, n'avons-nous pas déjà entendu parler de décisions prises ici ou là pour limiter les effets économiques du Covid-19 qui sont des décisions nuisibles pour la santé ? N'a-t-il pas été question de postposer des exigences dans nos villes en matière de zones à basse émission ou d'autoriser des vols cargo de nuit ? Or, pollution atmosphérique et pollution sonore nuisent à la santé, gravement.

D'un point de vue économique, la crise rappelle la dimension de risque, pour soi et pour autrui. Or, le libéralisme demande la **responsabilisation** des agents économiques, et cela porte bien entendu sur la prise de risque. Les banques font courir un risque à l'économie, on l'a vu encore il y a une douzaine d'années. Ce risque est pris largement en charge par l'Etat, qui offre une garantie aux déposants des banques. En contrepartie, les banques doivent s'acquitter de taxes additionnelles spécifiques. C'est un mécanisme parfaitement sain et justifié, même si sa mise en œuvre actuelle reste critiquable. Il faut qu'il en aille de même avec le risque sanitaire : les entreprises qui exposent le public à un risque particulier doivent en supporter les frais. Si les pouvoirs publics apportent une assurance, il faut que les entreprises paient une prime d'assurance. La peur de la perte est et reste un bon outil de prévention ! Sinon, on se retrouve dans ce cas bien connu : pourquoi installer un détecteur d'incendie dans mon entrepôt si la prime d'assurance dont je dois m'acquitter n'est pas diminuée ? L'alternative à une garantie d'Etat est la différenciation du coût du capital. Une entreprise qui exerce une activité plus sujette à faillite du fait du risque sanitaire doit se financer plus cher auprès de ses créanciers.

Que va-t-il advenir de la **dette publique** issue à la fois de la récession liée au Covid-19 et du coût du programme de soutien budgétaire adopté pour l'atténuer ? A priori, nous pouvons parfaitement vivre avec des ratios d'endettement publics majorés de 10 ou 15 points de PIB. Le Japon s'accommode d'une dette bien supérieure à celle de la Grèce, sans que cela affole les marchés financiers¹. Une manière élégante de faire serait d'autoriser une compensation entre dette publique et créance de la banque centrale pour ramener le niveau d'endettement apparent là où il aurait été en l'absence de crise du coronavirus. L'Europe pourrait s'accorder sur l'émission d'emprunts supranationaux « Eurobonds » ou sur l'émission coordonnée d'emprunts nationaux « corona-bonds », avec une Banque Centrale Européenne qui y souscrirait. La voie de la « monnaie hélicoptère », où les Européens seraient crédités sur leur compte courant d'un montant forfaitaire en provenance de la BCE est une possibilité. Celle-ci est toutefois encore plus lointaine, vu l'opposition de pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas, et cela même si, conceptuellement, elle ne diffère pas de l'argent que les ménages américains comme les habitants de Hong Kong sont amenés à recevoir.

L'impact potentiel de la crise en termes d'**inflation** est difficile à cerner. Des facteurs vont la tirer à la baisse, à commencer par la contraction de l'activité. Ceci est de nature désinflationniste. La baisse des prix du pétrole et, demain, avec la progression du chômage, le repli des pressions salariales vont également peser sur le taux d'inflation. Toutefois, des forces vont s'exercer en sens contraire. La déperdition d'économies d'échelle, la décline du commerce international, la moindre intensité concurrentielle découlant de faillites ou de préférences nationales et l'alourdissement du coût du capital pourraient contrebalancer les pressions désinflationnistes, de même que l'anticipation des effets différés de politiques monétaires encore plus accommodantes ou d'un relèvement de la fiscalité indirecte, que ce soit par souci de compétitivité nationale, de contrôle des déficits publics ou de taxation selon le principe « pollueur – payeur ».

L'investissement au temps du coronavirus

Tant par les économistes que sur les marchés financiers, l'impact récessif du coronavirus a été sous-estimé, la nécessité de passer en Europe comme aux Etats-Unis par une période de quelques mois de confinement n'ayant été envisagée que tardivement. Voilà une erreur d'appréciation commise faute d'expérience. Ensuite, la réaction fut violente. En témoigne la dégringolade des prix de tout une série de pans du secteur immobilier, d'habitude considéré comme peu volatil. Baux commerciaux, maisons de repos, kots d'étudiants, surfaces de bureaux, le coronavirus a affecté les locataires et, par ricochet, les propriétaires de murs.

Les marchés d'actions ont affiché des pertes, du sommet au creux, de 30% et plus, et cela en l'espace de quelques semaines, avant de reprendre quelques couleurs à la mi-mars. C'est beaucoup, et en même temps une mise en perspective s'impose : d'un gestionnaire à l'autre, un portefeuille médian investi moitié en actions, moitié en titres à revenu fixe affiche un résultat neutre, voire légèrement positif, en cumulé depuis début 2019. Mais, qu'est-ce qui peut justifier un recul des bourses de 30% ou plus ? Trois possibilités sont présentes :

- Une valorisation excessive avant l'arrivée du coronavirus ;
- Une baisse forte et durable des bénéfices des entreprises ;

- Une remontée significative des attentes de taux d'intérêt.

Reprenons ces trois termes tour à tour. Premier facteur, notre analyse était, avant l'arrivée du coronavirus, que les marchés d'actions n'étaient pas trop chers, en particulier à en juger en termes de « prime de risque », à savoir l'écart entre le rendement attendu d'un investissement diversifié en actions et le taux d'intérêt sans risque offert par les Etats les plus réputés.

Deuxième facteur, la crise du coronavirus va conduire à la contraction des bénéfices et des dividendes en 2020. Toutefois, selon nous, et fortifiés par l'ampleur des mesures prises par les pouvoirs publics, aussi bien en matière sanitaires que monétaires, financières et budgétaires, l'essentiel de cette contraction sera de courte durée. Bien sûr, certains secteurs montreront longtemps les cicatrices de cette crise et il faut aussi tenir compte que, demain, les impératifs sanitaires affecteront quelque peu le fonctionnement des entreprises et, ce faisant, leur rentabilité, mais, face au rebond de la demande, la production repartira, de telle sorte que les bénéfices de moyen terme s'approcheront de la trajectoire attendue il y a 3 mois.

Troisième facteur, enfin, si, du fait de la crise, les dettes publiques augmentent et les écarts (« spreads ») d'intérêt payés par les entreprises s'écartent, il faut intégrer la détermination des banques centrales à maintenir à un faible niveau les taux d'intérêt des Etats, et leur puissance de feu pour y arriver. Résultat, les marchés anticipent que les taux d'intérêt souverains vont rester très modérés.

De ceci, il découle que la baisse des marchés a été excessive, alimentée par ce que certains qualifieront de « **réflexe de prudence** » et d'autres de « **peur moutonnaire** ». Des ventes forcées par des opérateurs ayant parié à la hausse et se retrouvant à cours de liquidité peut aussi y avoir contribué. Il ne saurait être question de formuler des recommandations d'investissement valables pour tout un chacun, indépendamment de son profil de risque, mais aujourd'hui, après la chute des bourses, seule la prudence qui doit guider le gestionnaire face aux incertitudes qui demeurent sur le plan de la pandémie et à la volatilité qui les accompagne, invite à maintenir une légère sous-pondération en actions. Du côté des obligations, celles émises par les entreprises ont souffert, et plus encore celles dénommées « à haut rendement ». Cela a quelque peu relevé leur attrait, mais pas encore assez : celui qui est disposé à prendre du risque gagne à le faire en actions. La crise a rappelé la vertu de décorrélation des obligations souveraines de qualité, même si celle-ci a un prix, celui d'une rémunération comprimée. Et la crise a aussi envoyé un autre message important : de nouveau, l'investissement dit « responsable » a fait moins mal que son comparable « classique », tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Cela avait déjà été le cas dans les turbulences de 2018, et cela n'avait pas empêché l'investissement responsable de faire mieux dans le cru exceptionnel de 2019.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

¹ Précisons ici que le Japon s'endette dans sa propre monnaie, essentiellement auprès de sa propre population et que la moitié de sa dette publique est actuellement détenue par sa banque centrale. Par ailleurs, sa dette nette, dans le calcul de la laquelle les actifs détenus sont soustraits, est nettement inférieure à sa dette brute.

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.