

AVRIL 2020

NOTE MENSUELLE

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

QUE FAIRE FACE A UN CYGNE NOIR ?

- La crise en sept questions
- Qu'avons-nous fait durant le mois de mars ?
- Conclusion

LA CRISE EN SEPT QUESTIONS

Plus aucun doute n'est permis, le Covid-19 est bien un « cygne noir ». Bien au-delà des effets directs de la crise sanitaire (notamment s'agissant des coûts induits dans le secteur de la santé et de l'inévitable contraction des activités touristiques et de divertissement), c'est la mise sous comas artificiel de l'économie par les gouvernements qui constitue un des plus extraordinaires défis jamais relevés par les marchés financiers. Comment, dans ces circonstances exceptionnelles - très éloignées des postulats sur lesquels reposent les théories enseignées dans les écoles de gestion et les cours d'économie - fixer un prix d'équilibre pour les actifs financiers, alors que la visibilité est presque aussi inexistante qu'en période de guerre et que les banques centrales distordent sans retenue les primes de risque par des politiques monétaires ultra-expansionnistes ? Que signifient aujourd'hui les valorisations de marché des actions, des emprunts d'États ou encore des obligations d'entreprise ? Dans des marchés réputés efficaces, que nous disent les prix actuellement observés sur l'avenir ? Nous aborderons ces quelques questions dans la suite de cette note, en gardant à l'esprit que la pertinence de l'analyse ne peut se départir d'une indispensable humilité. Le pire ennemi de l'investisseur reste l'hubris enseignée par les anciens ; dans ces circonstances qui nous rappellent les crises de 2001-2002 et de 2008-2009, tous les investisseurs n'en sortiront pas indemnes.

La crise que nous vivons aujourd'hui est avant tout sanitaire et économique. Dans les krachs successifs observés depuis vingt-cinq ans, les crises furent d'abord financières (éclatements de bulles d'actifs, crises bancaires, crises de la balance des paiements de pays émergents, contraction du crédit...) pour devenir ensuite des chocs économiques classiques (retournement du cycle d'investissement, hausse du chômage, effondrement de la demande, récession...). Le krach actuel est d'une autre nature. Le choc initial est exogène au système ; il ne s'agit en aucun cas d'une crise systémique ou encore d'un éclatement de bulles d'actifs provoqué, par exemple, par une brutale hausse des taux d'intérêt. Néanmoins, il est parfaitement envisageable qu'une crise financière prenne son essor dans un second temps ; c'est ce que nous allons tenter d'analyser dans la suite.

Question 1° Quels sont les quatre sujets que les investisseurs doivent intégrer dans leurs analyses ?

Pour commencer, nous devons tenter de mesurer l'impact du confinement sur l'activité économique à l'instant « t », c'est-à-dire plus précisément sur sa contraction actuellement observée. Se pose

ensuite la question de la durée du confinement qui déterminera l'importance du choc pour l'année 2020. Le troisième sujet est la mesure des politiques budgétaires et monétaires qui viendront compenser en partie la chute d'activité. Pour terminer, se pose la question de la capacité de rebond de l'économie mondiale et de son retour en régime de croisière dans le courant de l'année 2021 ; cette question sera intimement liée à celle de la préservation de l'appareil productif et du capital humain (niveau de la perte de croissance potentielle).

Question 2° Quel est l'impact du confinement sur l'activité économique actuellement observé ?

Les statistiques sont à présent suffisamment nombreuses pour pouvoir se faire une idée assez précise de la situation. Selon le degré d'entrave et de coercition induit par les mesures gouvernementales de confinement total ou partiel et de distanciation sociale, la perte d'activité est de l'ordre de 25 à 40% dans les pays du G20. Il s'agit à la fois d'un choc d'offre (perte de production) et de demande. Évidemment, tous les secteurs ne sont pas logés à la même enseigne. Les secteurs du tourisme, des loisirs, de la restauration, du commerce de détail et de la construction connaissent des pertes d'activité de 50 à 100% selon les régions, d'après les chiffres fournis par l'OCDE.

Question 3° Quel est l'impact du confinement en fonction de sa durée ?

La durée du confinement est évidemment une inconnue de taille. L'exemple chinois nous indique une période de deux mois et demi dans la ville de Wuhan (fin de la période prévue le 8 avril). Néanmoins, il nous semble évident que les autorités publiques ne prendront pas le risque d'une nouvelle résurgence de l'épidémie en cas de relâchement trop rapide des mesures de confinement. Cependant, et c'est là un point fondamental à garder à l'esprit, les pays occidentaux ont compris que la période de confinement ne pouvait se prolonger indéfiniment au risque de provoquer un cataclysme économique et financier (destruction du tissu des PME et euthanasie des indépendants, effondrement du marché du crédit...). Les informations distillées ces derniers jours sur l'éventualité d'une obligation du port du masque (préparation progressive de l'opinion publique) après la période de confinement et sur une large extension des tests de diagnostic (meilleur suivi des personnes infectées y compris et surtout asymptomatiques, élaboration de statistiques fiables sur le virus...)

accréditent l'idée que nos gouvernements observent avec intérêt de nombreux territoires du Sud-Est asiatique qui ont adopté des politiques différentes, beaucoup moins pénalisantes pour l'activité économique et non moins efficaces en termes de lutte contre la COVID-19. L'exemple le plus éclatant reste la Corée du Sud. Les économistes de Natixis ont ainsi estimé une contraction de l'économie de la zone euro de 5,6 à 6% en 2020 dans l'hypothèse de six semaines de confinement (fonction du taux de rattrapage de l'activité au 3^{ème} trimestre de 100% à 80% du niveau pré-crise), mais de 9,2 à 9,7% pour douze semaines de confinement, ce qui serait économiquement, financièrement et politiquement suicidaire.

Un confinement en Europe et aux États-Unis limité à six semaines avec ensuite une levée progressive des mesures est parfaitement envisageable à ce stade. Il s'agit néanmoins d'une hypothèse basse. Que nous disent les économistes ? Par semaine de confinement, la perte de PIB mondial (mesure de la création de richesses) est de l'ordre de -0,5%; sur une période de six à huit semaines, la destruction en base annuelle serait de l'ordre de 5%. La précision du calcul a peu d'importance ici, c'est l'ordre de grandeur qui nous intéresse. La Banque asiatique de développement estime une perte de PIB mondial de l'ordre de 2,3 à 4,8% en volume pour une durée de confinement d'un à deux mois. Les prévisions sont donc du même ordre de grandeur. Il est important de noter que ces estimations ne prennent pas en compte les politiques publiques et monétaires mises en œuvre. Il s'agit uniquement de mesurer la perte d'activité globale. A titre de comparaison, le PIB mondial exprimé en parité de pouvoir d'achat ne s'est contracté que de -0,3% en volume en 2009 (crise des subprimes), avant de rebondir de 5,2% en 2010 (source : Banque mondiale). Le choc est donc sans précédent ; il faut remonter à la Grande Dépression des années trente pour observer des récessions d'une telle violence dans des circonstances heureusement très différentes. Les prévisionnistes des Cahiers Verts de l'Économie calculent un impact mondial de 6 à 7% (avant les mesures budgétaires et monétaires de soutien), soit environ 6 000 milliards de dollars de destruction de richesses sur une année !

Question 4° Quelle est l'importance des politiques budgétaires et monétaires ?

Globalement, après une petite période de flottement, les réponses budgétaires et monétaires ont été plutôt rapides et de taille significative par rapport aux difficultés envisagées. Les leçons de la crise de 2008-2009 semblent bien avoir été tirées ; les autorités publiques et les banques centrales ont écarté d'un revers de main les périls souvent avancés en cas de création monétaire et de dérive budgétaire, à savoir principalement le retour de l'inflation et l'aléa moral dans le secteur financier. Les Banques centrales financent sans limite les déficits budgétaires induits. Bien évidemment, l'Union européenne gagnerait à améliorer la coordination des politiques nationales de ses membres, mais on ne peut nier la réalité de la réponse publique. La presse a abondamment parlé de 5 000 milliards de dollars de soutien à l'économie mondiale de la part du G20. Il serait naïf de les comparer aux 6 000 milliards évoqués précédemment, car les mesures additionnent des pommes et des poires, par exemple les aides directes telles que les montants versés aux ménages par le Trésor américain, les simples reports de charges sociales et fiscales pour les entreprises et même les garanties publiques apportées aux crédits privés.

La taille des programmes diffère également d'un pays à l'autre. La politique américaine de soutien budgétaire porte sur 10% du

PIB (dont 5,4% du PIB en aides directes), alors que dans la zone euro, les aides totales portent sur 2,7% du PIB avec de fortes disparités entre l'Allemagne qui en a les moyens (3,6% du PIB) et les pays du sud (Italie : 1,4%, Espagne : 1,4%, France : 1,9%). Évidemment, les ménages américains ne jouissent pas d'un État-providence à l'européenne - ce que les commentateurs oublient souvent de ce côté-ci de l'Atlantique -, ce qui explique l'ampleur de l'aide directe aux citoyens (500 milliards de dollars) et le programme d'amélioration de la couverture d'assurance chômage (250 milliards), soit environ les deux-tiers du programme fédéral d'aides directes. Pour le moment, le Mécanisme européen de stabilité (MES) imaginé pour répondre à la crise des dettes souveraines en 2010-2012 n'a pas été activé - les pays durement touchés tels que l'Italie et l'Espagne doivent en faire la demande. Les pays du nord (Allemagne, Hollande, Autriche) s'opposent toujours à un début de mutualisation d'une partie des dettes publiques dans la zone euro (« corona bonds »), ce qui aurait tout de même l'avantage de doter la zone euro d'une véritable dette sans risque (Eurobonds), expression aboutie de la solidarité intra-européenne - l'excédent d'épargne du nord de la zone permettrait de financer les besoins d'investissement du sud dans les infrastructures, la santé et l'éducation -, et de crédibiliser pour de bon la monnaie unique.

La priorité des politiques publiques est bien de limiter au maximum la perte de capacités productives. Soutenir la demande des ménages en période de confinement a fort peu de sens, en dehors de l'aide la plus urgente. Par contre, il faut éviter à tout prix les faillites et la perte de capital humain indispensable pour que la machine puisse redémarrer après la crise. C'est ce qui explique l'encouragement au chômage partiel en Europe pour éviter les licenciements - l'État prend en charge les salaires du secteur privé - et l'étalement dans le temps des charges des entreprises pour éviter les crises de liquidité voire de solvabilité, pendant que les banques centrales apportent toutes les liquidités nécessaires au secteur bancaire et aux marchés financiers pour éviter un brutal rationnement du crédit, et financent les déficits publics (monétisation des dettes souveraines par le mécanisme à présent bien connu de l'assouplissement quantitatif). Pour la première fois, la Réserve fédérale a même décidé d'acheter des obligations d'entreprises privées de qualité *investment grade*.

Selon les économistes des Cahiers Verts de l'Économie, les politiques de soutien budgétaire et monétaire, et l'effondrement des prix pétroliers (équivalent à une baisse d'impôts pour les pays consommateurs) apporteront un supplément de PIB de l'ordre de 4,4% en année pleine. En prenant en compte le resserrement des conditions financières (hausse des écarts de taux pour le crédit privé, en particulier pour le segment *high yield*), le résultat serait un PIB mondial en contraction d'environ 1,6% pour l'année 2020, ce qui serait finalement pire que la récession de 2008. D'autres économistes sont plus pessimistes, tels ceux d'ODDO qui parient sur une contraction du PIB de 5% en 2020 suivie néanmoins d'un redressement de 6,4% en 2021.

Question 5° Quels seront les freins à la reprise de l'activité ?

De nombreuses questions restent posées quant à la vitesse de la reprise de l'activité. Aujourd'hui, les régions du monde qui font l'objet d'un confinement total ou partiel représentent environ 50% du PIB. Aux États-Unis, 90% de la population est concernée par des mesures de distanciation sociale qui touchent 41 États. Des pays émergents commencent seulement à être touchés par ces mesures, tels que l'Inde. On peut craindre légitimement les effets de second tour

de cette crise, par exemple une consommation des ménages américains sous pression durant une période plus longue que prévu, du fait de l'effet richesse négatif (chute de la bourse et de la valeur des patrimoines) et d'une hausse considérable du chômage alors que 30 millions de citoyens ne jouissent d'aucune couverture santé. Dans les pays émergents, la sortie de capitaux pour plus de 100 milliards de dollars depuis la mi-février, des montants supérieurs à ceux mesurés durant la crise de 2008, fragilisent les économies. Enfin, il est illusoire d'espérer un retour à la normale rapide dans des secteurs qui mettront plusieurs trimestres à se remettre de ce coup de tabac, par exemple dans le tourisme (situation comparable à celle que connaissent les pays touchés par des vagues d'attentats anti-occidentaux), le transport ou encore dans l'industrie aéronautique. Enfin, le resserrement des conditions financières, particulièrement visibles dans les marchés du crédit aux entreprises, notamment aux États-Unis dont l'économie est davantage financiarisée qu'en Europe, est une mauvaise nouvelle pour le cycle d'investissement. Pour terminer, même si les banques centrales fournissent toutes les liquidités nécessaires aux banques qui sont dans une situation beaucoup plus solide qu'en 2008, il est raisonnable de considérer que les perspectives de ce secteur ne seront pas particulièrement brillantes dans les prochains mois (hausse des provisions pour risque de défaut, diminution des commissions, taux d'intérêt encore plus bas...)

Question 6° Quel sera l'impact sur les bénéfices des entreprises ?

Un scénario comparable à celui de 2008-2009 signifierait une baisse moyenne des profits des entreprises de l'ordre de 40% pour l'année 2020. Mais la question est en réalité mal posée. C'est le point de sortie à la fin de l'année 2021 qui sera déterminant, c'est-à-dire le résultat de la baisse suivie de la reprise des profits. La bonne question est de savoir si les entreprises récupéreront la totalité du manque à gagner en 2021, voire déjà durant le second semestre 2020 pour certaines. Il est beaucoup trop tôt pour répondre avec précision à cette question. Cependant, compte tenu de l'ampleur du choc et des dégâts durables dans de nombreux secteurs qui mettront plusieurs trimestres à s'en remettre - il suffit de penser aux croisiéristes qui souffriront d'une diminution de fréquentation durant plusieurs saisons, ou plus généralement au secteur du tourisme, mais aussi au secteur aéronautique (compagnies aériennes, constructeurs, sous-traitants) -, il est difficilement envisageable de retrouver les niveaux de profits de 2019 à la fin de l'exercice 2021. Pour les entreprises cotées européennes, le scénario d'une croissance économique sur 2020-2021 de 1% en volume permet d'envisager une baisse moyenne des profits de l'ordre de 20% sur deux ans (source : ODDO, méthode de régression statistique).

Question 7° Les marchés ont-ils déjà capitulé ?

Nous aurions répondu par l'affirmative entre le lundi 16 mars et le lundi 23 mars. Les principaux marchés boursiers avaient alors abandonné entre 35% et 40% de leurs plus hauts niveaux atteints à la mi-février. Le krach avait été rapide et sans réelle discrimination entre les secteurs ; les secteurs cycliques, défensifs, de croissance et réputés *value* étaient logés à la même enseigne. D'après nos informations de l'époque, ce sont surtout les fonds spéculatifs et certaines compagnies d'assurance qui étaient à la manœuvre, les gestions de fortune « longues » gardant leur sang-froid. Depuis lors, malgré des nouvelles sanitaires peu réjouissantes, mais sous l'effet des

plans massifs de soutien budgétaire et monétaire, les principaux marchés ont rebondi d'environ 10 à 15% (clôture du 3 avril). Les principaux indices boursiers sont ainsi en baisse de l'ordre de 20 à 25% depuis le 1^{er} janvier. D'après les statistiques recueillies par le courtier Kepler-Chevreux, les investisseurs individuels ont été acheteurs nets durant les dernières semaines de crise. Mieux avertis que par le passé, ou mieux conseillés par les professionnels de la gestion, ils auraient décidé de profiter de la correction pour acheter à bon compte. Cette analyse de Kepler-Chevreux rejoint celle que nous faisons dans notre précédente note mensuelle. Beaucoup d'investisseurs regrettent sans doute amèrement d'avoir paniqué à de multiples occasions ces dix dernières années (crise des dettes souveraines de la zone euro en 2010-2012, crise chinoise et chute du pétrole de 2015, référendum britannique et élection de Donald Trump en 2016, craintes non fondées de récession au 4^{ème} trimestre 2018 et tensions commerciales...). Leurs portefeuilles gorgés de liquidités, ils sont à la recherche de la moindre occasion pour acheter des actions à des prix intéressants. C'est pourquoi le thème de l'investissement dans les secteurs défensifs (moins cycliques) n'est pas véritablement d'actualité pour le moment ; on observe plutôt des investissements dans les valeurs de consommation (notamment le luxe), la finance et même le pétrole. Cette attitude serait une première : les investisseurs particuliers ont toujours fini par paniquer dans les grandes crises et n'ont presque jamais adopté de stratégies contra-cycliques dans leurs allocations d'actifs. Ce krach n'est donc pas perçu comme l'anticipation d'une crise économique et financière d'une forte intensité et d'une longue durée, mais comme une pause dans un marché qui reste fondamentalement haussier. Passés le pic de l'épidémie, les marchés sont jugés aptes à reprendre rapidement le chemin de la hausse.

Le scénario implicitement reflété dans la valorisation des indices est celui d'une contraction modérée des bénéfices des sociétés, de l'ordre de 20% sur deux ans (probable baisse de 40 à 50% en 2020 suivie d'un rebond de l'ordre de 45% en 2021). L'hypothèse implicite est bien celle d'un retour à un niveau proche de la normalité dès la fin de l'année 2021 en termes de capacités bénéficiaires. Si nous prenons en compte la baisse des marchés européens de 25% depuis le début de l'année, cela signifie que le multiple cours/bénéfices est de l'ordre de 15,5 fois les résultats attendus en 2021, un niveau qui n'est pas déraisonnable, mais qui est proche du niveau de la fin de l'année 2019 (multiple de 14,9 fois les résultats attendus à douze mois). Les marchés ne sont donc nullement sur un niveau de capitulation.

Les consensus sont évidemment à prendre avec beaucoup de prudence ; les analystes ont à peine entamé leur travail de révision de leurs estimations. Ainsi, sur le marché américain, les estimations de profits n'ont baissé que de 7,1% pour l'année 2020 et de 4,9% pour l'exercice 2021, alors que les résultats du S&P 500 seront probablement plus proches d'une baisse de l'ordre de 40% en 2020. Le rapport cours/bénéfices attendus à douze mois de l'indice S&P 500 est de l'ordre de 15,4 (en ligne avec sa moyenne de long terme), en baisse de 1,8 point seulement sur le mois de mars, alors que le consensus est encore beaucoup trop élevé ! Une fois encore, les marchés sont très éloignés de niveaux de capitulation. Le manque d'appétit des investisseurs pour le risque n'est plus aussi extrême qu'à la mi-mars. Le scénario économique privilégié est celui d'une récession forte mais courte, centrée sur le 1^{er} semestre 2020, suivie par une reprise plutôt rapide avec une préservation des capacités productives (croissance potentielle sauvegardée).



QU'AVONS-NOUS FAIT DURANT LE MOIS DE MARS

Ces dernières semaines, l'activité transactionnelle a été particulièrement soutenue dans nos portefeuilles actions. La phase la plus aigüe du krach boursier a frappé les secteurs sans distinction. Or, toutes les entreprises ne subiront pas la crise économique de manière identique. Après les corrections boursières de 30 à 40%, nous avons profité du krach pour nous renforcer dans des segments d'activité qui nous semblent intéressants à plus long terme (technologie, santé, métiers récurrents à forte visibilité de cash-flow) et dans des entreprises dont la qualité du *business model* et la solidité du bilan nous autorisent à penser qu'elles sortiront de ce chaos renforcées. De nombreuses sociétés dont la valorisation nous semblait trop chère il y a quelques semaines encore offrent à présent des rendements attendus attrayants, par exemple dans les secteurs du paiement, du cloud et du software. Nous avons réduit significativement nos expositions aux segments les plus cycliques, notamment dans les secteurs industriels (chimie, biens d'équipement, automobile, pétrole), car nous considérons que leurs valorisations ne reflètent pas l'intensité du choc et surtout les risques élevés d'une reprise fort

étalée dans le temps, surtout après le rebond observé depuis le 23 mars dernier qui nous semble prématuré et par certains côtés parfaitement excessif. Déjà en février dernier, nous avons signalé la complaisance des investisseurs à l'égard de secteurs qui nous semblaient en grand danger face à l'épidémie qui sévissait en Chine ; elle est loin d'avoir disparu.

Les nombreux arbitrages réalisés doivent permettre aux portefeuilles de mieux résister aux turbulences si les indices repartaient à la baisse, surtout si la deuxième partie de l'année 2020 n'est plus considérée par le consensus comme un semestre de forte reprise de l'activité (destruction d'une partie significative du capital productif, réduction prononcée de la croissance potentielle, reprise de la pandémie la saison prochaine en l'absence de traitements efficaces...). Dans un scénario plus optimiste de reprise économique en forme de V ou U, les parcours boursiers des nombreuses valeurs achetées devraient être plus que satisfaisants, compte tenu des perspectives de croissance soutenue de leurs métiers.

CONCLUSION

Les stratégestes font face à une situation inédite. D'un point de vue strictement fondamental basé sur les valorisations des actifs financiers, les actions ne sont pas particulièrement bon marché, surtout si l'on prend en compte la suppression ou la réduction des dividendes décidée par de nombreuses entreprises pour des raisons politiques (contrepartie des aides de l'État) ou pour tout simplement protéger leur bilan (thématique des dividendes soutenables mise à mal). Les multiples de valorisation sont proches des moyennes historiques ; ils ne reflètent nullement un scénario du pire et parient déjà sur un rapide retour à la normale. D'un autre côté, la cataracte de liquidités déversées par les banques centrales entraîne un afflux sans précédent de capitaux sur les marchés financiers. Dans un environnement de taux bas, qui va le demeurer longtemps pour assurer la solvabilité des agents économiques et surtout celle des États dont la

dette publique va inéluctablement s'envoler à la façon japonaise, les investisseurs vont rapidement se retrouver face à un dilemme : conserver des liquidités abondantes non rémunérées et même sanctionnées par des taux d'intérêt négatifs, ou bien adopter une vue de long terme qui consiste à regarder déjà la période d'après-crise. Nous leur conseillons vivement d'agir avec la plus grande prudence. Un rebond trop violent des indices boursiers, à la faveur de nouvelles positives sur la crise sanitaire, pourrait être suivi par une période plus ou moins longue de stagnation, alors que les entreprises commenceront à communiquer davantage de détails sur l'impact du COVID-19 sur leurs résultats.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.