



## COMMENTAIRE DE MARCHÉ

N° 02 · Février 2015  
info@ethenea.be · ethenea.be

### Le jeu de la poule mouillée<sup>1</sup> >>

**Le comportement actuel de l'UE et du nouveau gouvernement grec d'extrême gauche n'est pas sans rappeler le scénario du jeu de la poule mouillée. Qui sortira finalement victorieux de cette épreuve de courage ? Et quelle sera la réaction des marchés ?**

Le comportement de l'UE et du nouveau gouvernement grec fait inmanquablement penser l'auteur au jeu de la poule mouillée du film *La Fureur de vivre* avec James Dean. À bord de voitures volées, les deux protagonistes foncent à toute allure vers un précipice, le premier d'entre eux à sauter de son véhicule en marche étant le perdant – ou la poule mouillée. Le prétendu gagnant est celui qui reste le plus longtemps au volant. Mais gare à celui qui, comme dans le chef-d'œuvre cinématographique, y perd la vie par maladresse. Espérons que le bon sens ne fasse pas défaut dans l'actuel jeu de ping-pong que se livrent débiteurs et créanciers pour obtenir la meilleure place à la nouvelle table des négociations. Certains États créanciers, au premier rang desquels l'Allemagne et la Finlande, semblent peu disposés à faire d'autres concessions en faveur de la Grèce. En début de mois, le tabloïd allemand BILD évoquait un « chantage » exercé sur l'Allemagne par le nouveau gouvernement grec, estimant que, d'un point de vue purement arithmétique, chaque Allemand aurait prêté 1.000 EUR aux Grecs – somme à laquelle il ne serait pas question de renoncer.<sup>2</sup> Cet article quelque peu polémique reflète assez fidèlement l'opinion générale et laisse présager une position ferme du gouvernement allemand en la matière, d'autant plus que le parti populiste de droite en plein essor Alternative für Deutschland (AfD) risque de couper *l'herbe sous le pied* du gouvernement.

Les marchés hors Grèce semblent en mesure de supporter un éventuel Grexit<sup>3</sup>, notamment parce que la Banque centrale européenne (BCE) a, au cours du mois passé, chiffré plus précisément son programme tant espéré d'achats d'emprunts d'État européens (*Quantitative Easing*, QE), annonçant un minimum de 1.100 milliards EUR à compter de mars 2015. Cependant, les négociations cruciales entre la Grèce et ses créanciers se tiendront – si tant est qu'elles aient lieu – justement durant l'intervalle entre l'annonce et le début effectif du programme d'achats. Toutes les conditions sont réunies pour une volatilité élevée sur les marchés.

### Sommaire >>

Page 1

[Le jeu de la poule mouillée](#)

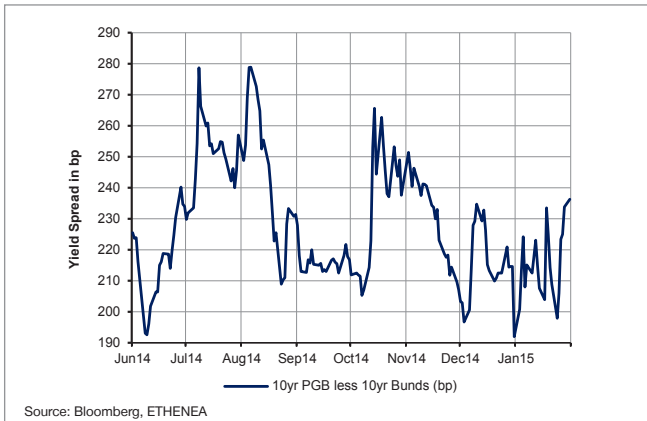
Page 7

[Perspectives macroéconomiques](#)

<sup>1</sup> Traduction libre du *chicken run game* du film *Rebel Without a Cause* (titre français : ... *La Fureur de vivre*) avec James Dean dans le rôle principal

<sup>2</sup> Source : <http://www.bild.de/politik/ausland/griechenland-krise/das-bedeutet-die-griechenland-wahl-fuer-europa-den-euro-und-deutschland-39491168.bild.html>

<sup>3</sup> Selon Wikipédia, Grexit est « un mot composé (en anglais, de Greek et exit ou Greek euro exit), qui désigne la possible exclusion (angl. exit « sortie ») de la Grèce (angl. Greece) de la zone euro. », <http://de.wikipedia.org/wiki/Grexit>



Graphique 1 : Différentiel d'intérêt entre emprunts d'État portugais et allemands à 10 ans

Le graphique 1 montre que le différentiel d'intérêt entre les emprunts d'État portugais et allemands à 10 ans, aussi appelé la convergence, se révèle certes très volatil. Le risque de contagion lié à une éventuelle sortie de la Grèce est cependant nettement moins évident qu'au printemps 2012, où les écarts de rendement s'étaient creusés de plus de 1.000 points de base. Au contraire, les replis temporaires constituent autant d'opportunités d'achat dans le contexte actuel. Espérons qu'il ne s'agira en fin de compte que de Πολύ κακό για το τίποτα<sup>4</sup>, ou « beaucoup de bruit pour rien ».

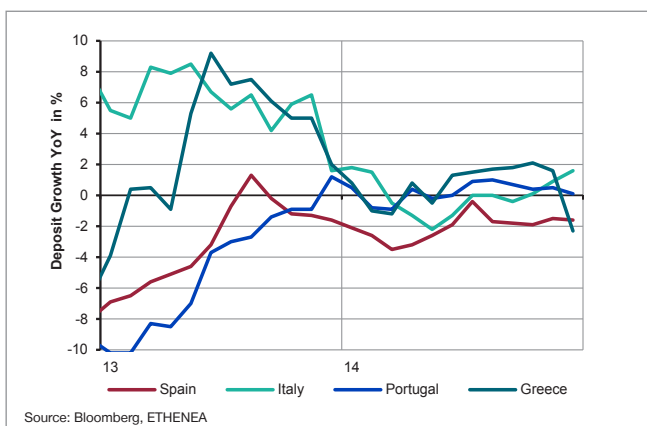
Les détenteurs d'actions de banques grecques, lesquelles ont cédé jusqu'à 60 % de leur valeur depuis l'annonce de nouvelles élections début décembre (graphique 2), n'y trouveront toutefois que peu de réconfort. Cette évolution est sans doute liée au recul des dépôts dans le pays (graphique 3), les dernières données dont nous disposons datant d'avant la victoire électorale du parti d'extrême gauche SYRIZA. Il est très vraisemblable que les sorties de capitaux ont depuis lors considérablement augmenté, d'autant plus qu'une rétrogradation de la solvabilité des banques grecques par l'agence Standard & Poor's se profile. Dans le cas, à ce jour encore improbable, d'un Grexit, une vague de faillites bancaires



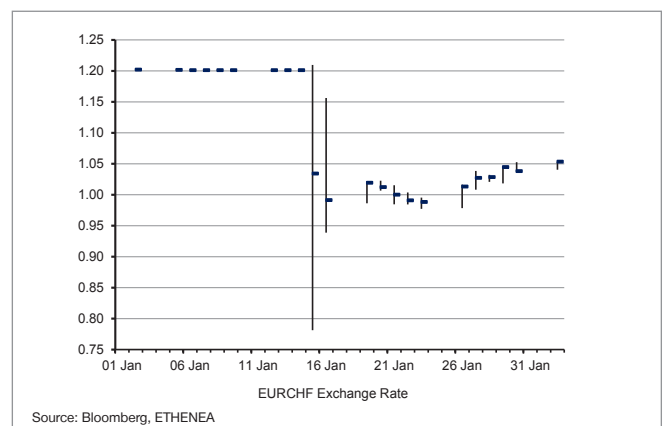
Graphique 2 : Indice des cours des actions bancaires grecques

couplée à un effondrement total du système économique grec serait inévitable. Mentionnons sur un ton mi-ironique que certaines rumeurs courent sur le marché des capitaux, selon lesquelles le nouveau gouvernement grec se serait déjà rapproché de Moscou afin d'obtenir une aide financière. Certes, des demandes équivalentes de Chypre avaient rencontré peu de succès il y a deux ans. Au regard du changement géopolitique induit par le conflit ukrainien, cette supposée requête de la Grèce pourrait cependant avoir plus de chances d'aboutir. Le fait que les Grecs utilisent quasiment le même alphabet que les Russes pourra être considéré comme une coïncidence.

À elle seule, l'issue des élections grecques aurait suffi à occuper les marchés à plein temps. Le 15 janvier, dans une tentative de suicide par crainte de la mort, la Banque nationale suisse (BNS) a pris la décision, des plus surprenantes et controversées, d'abandonner le cours de change plancher du franc par rapport à l'euro, donnant lieu à de nouvelles turbulences (graphique 4).<sup>5</sup> De là à penser que la BCE a informé la BNS à l'avance de ses intentions. Toutefois, cette mesure semble plutôt radicale et n'était pas du tout anticipée par les marchés. À ce titre, elle s'est traduite par des mouvements de changes très violents, allant au-delà des fluctuations habituelles.



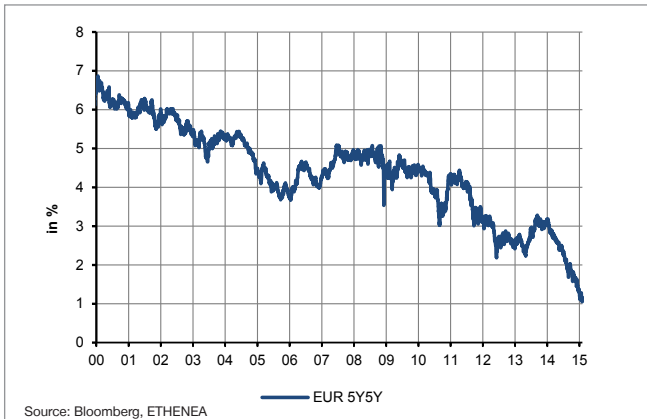
Graphique 3 : Évolution des dépôts des instituts non financiers auprès des banques nationales



Graphique 4 : Évolution du cours de change CHF/EUR\*

<sup>4</sup> Terme grec pour « Beaucoup de bruit pour rien », ou encore « Tempête dans un verre d'eau »

<sup>5</sup> Aux lecteurs qui souhaitent en savoir plus sur la décision de la BNS, nous recommandons de consulter la dernière édition (janvier 2015) de notre publication irrégulière [APROPOS ..., intitulée And it's gone](#)

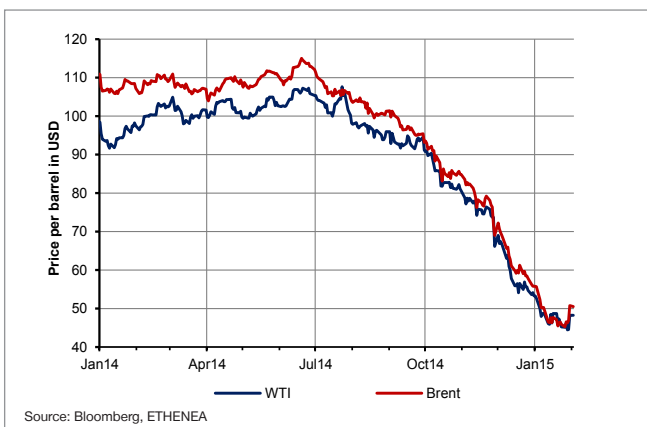


Graphique 5 : Swap de taux d'intérêt à terme pour une durée de cinq ans en cinq ans

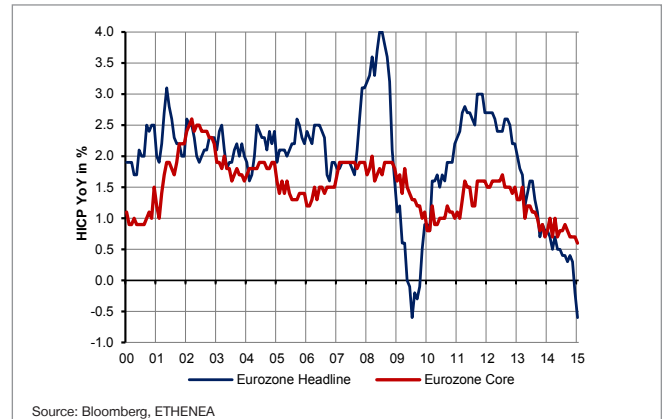
Et encore une fois passait un cygne noir.<sup>6</sup>

Penchons-nous à présent sur l'autre thème majeur de cette année, à savoir la dernière flèche décochée par la BCE en matière de politique monétaire : l'assouplissement quantitatif. À l'occasion de sa séance de janvier, la Banque centrale européenne a pris des mesures concrètes en vue de lutter contre les risques déflationnistes. Celles-ci consistent en des achats d'emprunts d'États membres de la zone euro sur la base de la clé de répartition du capital, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à compter de mars 2015, et ce, jusqu'en septembre 2016 au moins. Ce montant de 1.100 milliards d'EUR a impressionné le marché, qui anticipait dans un premier temps un volume inférieur. Fidèle à son franc parler et avec grande crédibilité, Mario Draghi est de nouveau brillamment parvenu à entrer en communication avec les marchés, selon la devise *ne pas faire dans la demi-mesure*.

Sa motivation est toutefois devenue claire face à la chute, continue et en nette accélération du taux d'intérêt à terme (graphique 5) – mise en évidence par Mario Draghi lui-même. Cela signale à la banque centrale que les *prévisions* d'inflation, qui revêtent une très grande importance pour elle, s'inscrivent



Graphique 7 : Évolution du cours du pétrole brut



Graphique 6 : Taux d'inflation et taux d'inflation sous-jacente\*

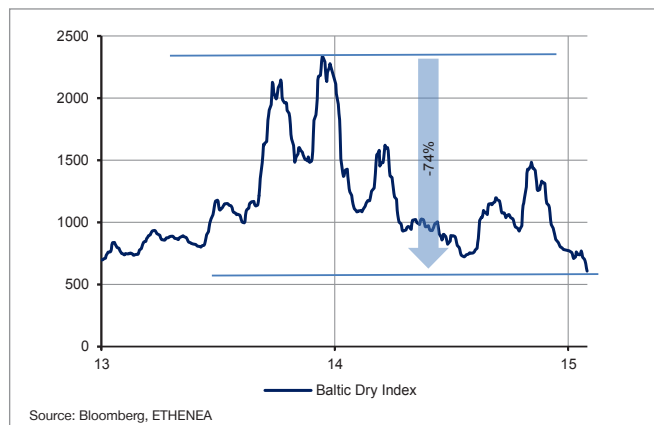
fortement en recul. La BCE est parfaitement consciente que le niveau actuellement très faible de l'inflation (-0,6 %) est principalement imputable à la baisse des prix de l'énergie et n'est selon toute probabilité que temporaire. Le taux de l'inflation sous-jacente s'éloignant cependant lentement mais sûrement de l'objectif officiel de 2 %, le moment était venu d'agir (graphique 6).

La chute des cours du pétrole brut (graphique 7), qui s'est poursuivie quasiment sans interruption ni correction depuis l'été dernier pour atteindre des niveaux proches de ceux enregistrés durant la récession mondiale de 2008/2009, constitue déjà une particularité remarquable, qui a certainement inquiété plus d'un observateur. La correction/inversion de tendance/stabilisation qui a fini par s'amorcer au moment du changement de mois fait germer l'espoir qu'il s'agit peut-être d'un marché tout à fait normal, et non du terrain de jeu d'acteurs motivés par des considérations politiques, comme l'affirment les adeptes de la théorie du complot. Le fait que, à l'instar du pétrole, l'ensemble du marché des matières premières se soit replié à des niveaux presque similaires à ceux de la crise de 2008/2009 (graphique 8) corrobore cette hypothèse.



Graphique 8 : Indice composite couvrant différentes matières premières

<sup>6</sup> Selon Nassim Nicholas Taleb : *Le Cygne noir*



Graphique 9 : Indice du fret Baltic Dry

Même l'indice du fret Baltic Dry, qui par le passé s'est toujours révélé un bon indicateur avancé de l'économie mondiale, a chuté de 74 % au cours des douze derniers mois, passant ainsi *en deçà* du plus bas enregistré durant la grande récession (graphique 9).

Que se passe-t-il avec nos indicateurs avancés ? Signalent-ils un ralentissement de la croissance économique mondiale, alors que les marchés d'actions enchaînent record sur record ?<sup>7</sup> Cette apparente contradiction est peut-être directement liée à la politique monétaire ultra-accommodante menée par la majorité des grandes banques centrales, qui maintiennent *la pression dans la chaudière de la croissance*. Mais personne n'est en mesure de prévoir ce qui se produira si le combustible vient à manquer.

Pour l'heure, la zone euro ne court au moins pas le risque que le feu s'éteigne. La politique monétaire commune de la BCE, de la Fed et de la Banque centrale suisse a entraîné une nette dépréciation de l'euro pondéré par les échanges au cours des dernières semaines (graphique 10), avec un recul de près de 12 % en l'espace de douze mois. Bien entendu, revers de la médaille, les bénéfices des entreprises exportatrices de la zone euro, lorsqu'ils étaient générés dans la devise étrangère correspondante, ont augmenté dans les mêmes proportions *ceteris paribus*. Nous reviendrons plus en détail sur ce point dans la partie consacrée aux actions.

Pour finir, nous souhaitons nous pencher rapidement sur les marchés obligataires. Alors que le rendement des obligations à 10 ans de la Confédération est aujourd'hui passé en territoire négatif à -0,20 %, celui des emprunts d'État allemands de même échéance s'est rapproché de 0,30 % – deux évolutions tout simplement inconcevables il y a peu de temps. Les



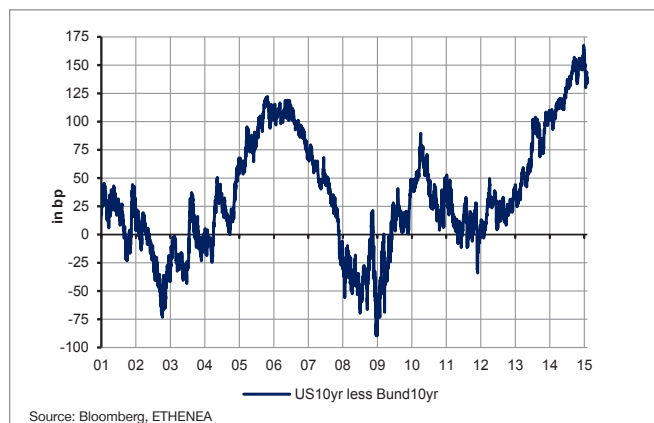
Graphique 10 : Euro pondéré par les échanges

investisseurs doivent désormais se faire à l'idée – et certains même n'y parviennent pas – que les rendements nominaux ne sont pas uniquement soumis à des fluctuations extrêmes à court terme, mais peuvent aussi passer sous la barre de zéro à moyenne échéance. Après tout, aucune loi naturelle n'exige que les placements de facto sans risque, tels les emprunts d'État, offrent des rendements positifs. C'est même plutôt le contraire qui est vrai. Compte tenu – comme déjà évoqué auparavant – des volumes de liquidité injectés dans les systèmes par les banques centrales, il existe sans doute une suroffre de capitaux d'investissement, qui d'une manière ou d'une autre doivent être placés de façon à produire des bénéfices ou au moins être préservés. Un simple diagramme de l'offre et de la demande montre rapidement que le niveau actuel des rendements réels est non seulement justifié, mais également que leur recul devrait être encore plus marqué. En définitive, la BCE n'a pas encore débuté son programme d'assouplissement quantitatif.

Compte tenu de l'évolution de l'inflation et des taux d'inflation négatifs attendus sur une période éventuellement prolongée, il devient alors vite évident que le rendement des emprunts d'État allemands à 10 ans va glisser en zone négative, au moins en termes nominaux.

Dans ce contexte de rendements européens en recul et de vigueur de l'USD, la Fed sera bien en peine de relever significativement les taux d'intérêt sans porter un coup terrible à l'économie nationale. À son tour, celle-ci exercera une pression baissière additionnelle sur les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, d'autant plus que la couverture de change peut être mise en place à moindre coût en raison des taux courts du marché monétaire très similaires. Nous estimons par conséquent que l'écart de rendement entre le

<sup>7</sup> À ce sujet, voir notre article détaillé sur les valorisations des actions à compter de la page 5



Graphique 11 : Écart de rendement entre emprunts d'État américains et allemands à 10 ans

Bund et le bon du Trésor américain reste orienté à la baisse, en direction de 75 points de base (graphique 11).

Pour la petite histoire, mentionnons que le marché vit actuellement un moment historique : pour la première fois au cours des temps modernes, les emprunts d'État allemands à 10 ans génèrent des rendements nominaux inférieurs à leurs pendants japonais de même échéance (Japanese Government Bonds, graphique 12). Nous aurons sans doute encore d'autres phénomènes de ce genre à relater au cours des prochains mois.

Il reste à espérer que le gouvernement grec sait ce qu'il doit faire. Il ne dispose plus que de quelques semaines pour



Graphique 12 : Écart de rendement entre emprunts d'État allemands et japonais à 10 ans

apprendre à concilier les intérêts des électeurs avec ceux des créanciers. Souhaitons que cela n'entraîne pas, comme dans le *jeu de la poule mouillée* mentionné en introduction, à des *unintended consequences* (conséquences imprévues), si l'une des parties en présence reste coincée par maladresse, auquel cas la comédie grecque se transformerait rapidement en véritable tragédie.

Un petit conseil bien intentionné à l'intention du gouvernement grec : *Κάλλιο πέντε και στο χέρι, παρά δέκα και καρτέρει*.<sup>8</sup>

Un bon joueur de poker sait quand il doit se coucher.

## Des gagnants et des perdants

Les New England Patriots ont remporté le Super Bowl, l'hiver s'est abattu sur l'Est du pays et les candidats aux élections présidentielles de 2016 préparent le terrain – telles sont les dernières nouvelles en provenance des États-Unis. Mais qu'en est-il du marché d'actions de la plus grande économie mondiale ? Affiche-t-il encore un potentiel de hausse au terme d'une ascension de 91 %<sup>9</sup> sur les cinq dernières années ou vaudrait-il mieux se tourner de nouveau vers les marchés européens en dépit du problème grec ?

Afin de répondre à ces questions, nous nous penchons tout d'abord sur l'évolution des marges des entreprises représentées dans les indices des deux régions (S&P 500 et STOXX 600). Dans le cycle économique actuel, les marges des sociétés américaines avaient déjà égalé leur record de 2006 en 2014 avec 9,6 %, et se maintiennent depuis à un niveau élevé. La croissance des chiffres d'affaires attribuable à la robuste

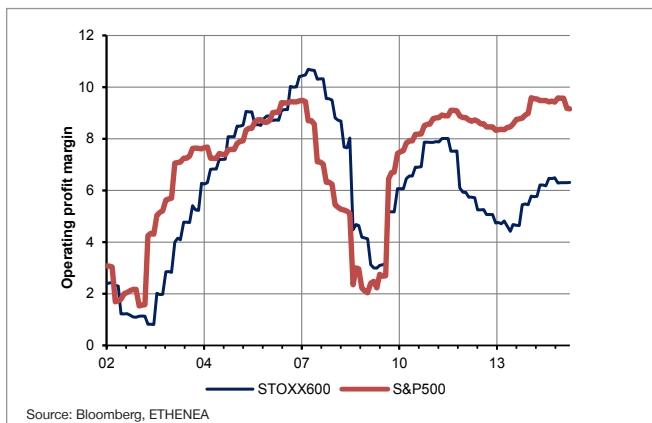
conjoncture du marché intérieur, l'expansion agressive dans le reste du monde – soutenue par la relative atonie du dollar jusqu'à la mi-2014 –, les gains de productivité issus des réductions de coûts, la délocalisation à l'étranger des activités à forte intensité capitalistique et, non des moindres, les faibles taux d'intérêt ont dopé la rentabilité qui s'était effondrée durant la crise financière.

En Europe en revanche, l'évolution des marges a pris un cap très divergent de celle observée outre-Atlantique depuis l'éclatement de crise de l'euro en 2010/2011. Les pertes essuyées par les banques et les problèmes liés à une demande intérieure en berne ont encore été amplifiés par les désavantages découlant des ajustements structurels (tels que la réglementation inflexible du marché du travail) et la surévaluation de la monnaie.<sup>10</sup> En conséquence, les marges des sociétés européennes s'établissent en moyenne aujourd'hui à

<sup>8</sup> « Ça vaut mieux d'avoir cinq dans la main que dix pour lesquels il faut attendre », équivalent du proverbe français *Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras*

<sup>9</sup> Source : S&P 500

<sup>10</sup> À l'inverse des États-Unis, la zone euro est un exportateur net.



Graphique 13 : Évolution des marges bénéficiaires STOXX 600 et S&P 500

6,3 % seulement, soit 40 % en deçà du niveau de 2007. Si, au terme d'une longue traversée du désert, la situation dans la zone euro venait à s'améliorer – et, sur le front de la monnaie et de la demande intérieure au moins, certaines données macroéconomiques signalaient clairement une inversion de tendance après la récente décision de la banque centrale –, le potentiel de rattrapage serait alors important (graphique 13).

L'évolution inégale de la rentabilité, couplée à l'embellie des perspectives de croissance, a suscité un certain enthousiasme pour les titres américains parmi les investisseurs, tandis que les marchés européens n'ont guère été en mesure d'attirer de nouveaux capitaux ces dernières années. Il n'est dès lors pas surprenant que le marché américain se soit adjugé une confortable prime de valorisation au cours des années passées. Le marché d'actions européen se négocie ainsi actuellement à 1,9 fois sa valeur comptable, contre 2,7 fois pour son homologue américain. Du fait de l'accélération des marchés européens dans le sillage du programme de QE de la BCE, cet écart n'est certes plus aussi excessif qu'à la fin 2014, mais n'en demeure pas moins attractif dans une perspective à long terme. Car la valorisation plus élevée du marché américain ne se justifie pas uniquement par la rentabilité supérieure des entreprises du pays, mais aussi en partie par une prime de risque implicite supérieure de deux points de pourcentage pour les actions européennes – reflet de l'aversion au risque et du scepticisme des investisseurs (graphique 14).

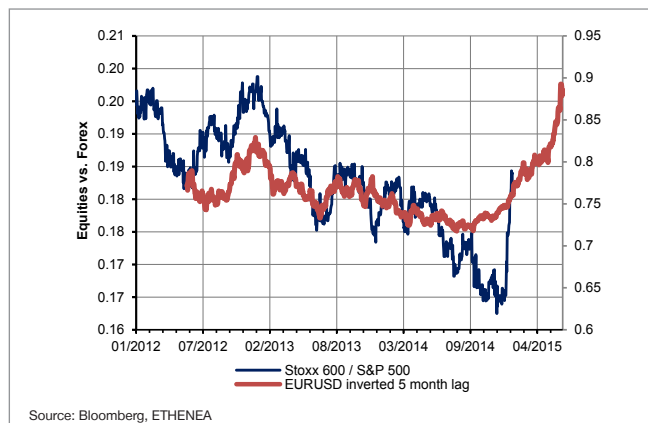
De tout évidence, la *politique de l'argent bon marché* menée en Europe ne résoudra pas les problèmes structurels. Nous sommes cependant d'avis qu'elle peut aider de nombreuses entreprises et éventuellement permettre à terme d'atténuer les tensions observables au niveau du marché du travail et de la conjoncture intérieure. La dépréciation désormais effective de l'euro est probablement un levier décisif à cet égard. Le graphique 15 montre clairement comment la performance relative des marchés européen et américain reflète l'évolution du cours de change avec un certain décalage dans le temps (cinq mois dans le présent cas).



Graphique 14 : Comparaison des valorisations américain et européen\*

Cette évolution n'est pas surprenante puisqu'elle suit une logique arithmétique simple : les entreprises européennes réalisent généralement plus de 30 % de leurs affaires dans l'espace USD, tandis que les sociétés américaines génèrent plus d'un tiers de leurs bénéfices à l'étranger. Si l'euro se déprécie, la valeur des bénéfices réalisés en dehors de la zone euro s'accroît automatiquement, à la suite de quoi la compétitivité augmente. De leur côté, les entreprises américaines sont les perdantes.

Certes, cette solution n'est pas la panacée, mais constitue un traitement palliatif pour l'économie européenne éclopée. Si la BCE parvient à maintenir durablement l'euro à son niveau actuel, les marges des sociétés européennes peuvent repartir à la hausse. Couplé à une éventuelle embellie conjoncturelle, la perception des investisseurs en termes de risques pourrait s'améliorer en faveur de l'Europe. La conséquence serait une progression de la valorisation et des marges. La probabilité est en effet grande que l'évolution enregistrée sur les premières semaines de l'année se poursuive et que le marché d'actions européen surperforme durablement son homologue américain. Et ce n'est pas le potentiel de rattrapage qui manque.



Graphique 15 : Indices d'actions et EURUSD\*

## Perspectives macroéconomiques >>

Le mois de janvier a été marqué par les attentats terroristes à Paris, l'abandon de la politique de taux de change minimum de la Banque nationale suisse, le lancement du premier programme d'assouplissement quantitatif à l'échelle européenne et la victoire du parti de gauche radical SYRIZA en Grèce. Nous allons examiner dans cette section les conséquences de ces événements sur notre scénario économique.

La principale modification de notre évaluation de la situation économique concerne la Suisse. Nous avons en effet été très surpris par l'abandon soudain de la politique de taux de change minimum le 15 janvier.<sup>11</sup> La Suisse, petite économie ouverte, est de ce fait vulnérable aux variations brutales des taux de change. En outre, elle flirte déjà avec la déflation, dans la mesure où l'inflation est négative et où les prévisions en la matière baissent. Malgré l'adoption d'un taux d'intérêt négatif (-0,75 %), le franc suisse est surévalué à de nombreux égards et devrait par conséquent s'affaiblir. Pour l'heure, toutefois, le facteur prépondérant dans l'évolution de la parité EUR/CHF est l'Europe.

Les indicateurs avancés européens s'améliorent presque tous malgré la tendance déflationniste croissante. Certes, la reprise économique progresse à pas comptés, mais des signes clairs laissent espérer de nouvelles avancées. La confiance des consommateurs se redresse dans le sillage des créations d'emplois qui augmentent légèrement. Les investissements, qui ont été particulièrement mis à mal, prennent de la hauteur et les flux de crédit à destination des entreprises non financières s'accroissent. Le programme d'assouplissement quantitatif mis en œuvre par la Banque centrale européenne promet des liquidités abondantes et bon marché au cours des 18 prochains mois. Dès lors, on peut penser que l'économie de la zone euro est proche de la fin du tunnel. Un examen plus poussé de la situation dans les États membres fait toutefois apparaître des disparités. L'Espagne et l'Allemagne font montre de vigueur, tandis que l'Italie et la France manquent d'entrain que les réformes structurelles pourraient provoquer-

Selon nous, la conjonction de liquidités abondantes, de taux d'intérêt faibles, de pressions déflationnistes et de perspectives

de croissance en légère amélioration devrait se traduire par une baisse des taux d'intérêt, la poursuite de la convergence des rendements européens et une hausse des actions. Mais il existe un indéniable facteur de risque dans ce scénario, à savoir la Grèce.

La question clé qui se pose actuellement aux investisseurs est en effet celle de l'avenir de la Grèce au sein de la zone euro. La récente victoire du parti anti-austérité SYRIZA fait resurgir le spectre de la sortie du pays de la zone euro. Dans ce contexte, la construction politique de l'Europe est de nouveau au cœur des débats, et c'est une bonne nouvelle. En effet, la principale faiblesse de l'Europe tient à l'absence de liens solides entre les pays, propres à garantir la cohésion européenne : l'Europe n'est chapeauté par aucune institution supranationale et, au lieu de cela, 19 gouvernements différents s'emploient à répondre aux attentes de leur électorat respectif.

Nous suivrons attentivement l'évolution de la question de la sortie de la Grèce de la zone euro ce mois-ci, sachant que le prêt-relais accordé par la troïka arrive à échéance le 28 février. La conclusion, ou non, d'un accord entre le gouvernement grec et la troïka sera déterminante pour la valeur de l'euro face au franc suisse et au dollar américain. Un accord renforcerait l'Europe et soutiendrait probablement la reprise économique.

La situation aux États-Unis est radicalement différente de celle observée en Europe. La croissance est robuste, les créations d'emplois vont bon train et la déflation ne représente pas une menace. Selon nous, la Fed relèvera très probablement ses taux pour la première fois au cours du second semestre si les conditions économiques continuent de s'améliorer. Notons que certains indicateurs laissent entrevoir un ralentissement de l'activité, en partie imputable à la vigueur du billet vert.

Une première hausse des taux serait positive pour le dollar américain, mais l'impact sur les taux à long terme reste incertain. Par conséquent, nous n'anticipons pas de hausse notable des taux américains à long terme si ce scénario devait se concrétiser.

## Auteurs >>

**Guido Barthels**

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent  
Investors S.A.

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

<sup>11</sup> Nous renvoyons de nouveaux les lecteurs désireux d'en savoir plus à ce sujet au dernier numéro d'[APROPOS... de janvier 2015, intitulé And it's gone](#)



## Auteurs >>

à l'arrière-plan (de gauche à droite) :  
Peter Steffen, Daniel Stefanetti,  
Guido Barthels et Arnaldo Valsangiacomo

à l'avant-plan (de gauche à droite) :  
Yves Longchamp et Luca Pesarini



## Contact >>

Nous nous tenons à votre entière disposition pour vos questions ou suggestions éventuelles.

ETHENEA Independent Investors S.A.  
9a, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg  
Phone : +352 276 921 10 · Fax : +352 276 921 99  
info@ethenea.be · ethenea.be

## Distinctions >>



## Remarques importantes >>

Comme pour tout les investissements dans des titres ou des actifs équivalents, les placements dans les fonds d'investissement comportent un risque de change et de cours. Conséquence : les prix des parts du fonds et la hauteur du revenu fluctuent et ne peuvent pas être garantis. Les coûts du placement influent sur sa performance réelle. Les documents de vente officiels constituent la seule base contraignante pour l'achat de parts. Toutes les informations publiées ici servent uniquement pour la description des produits et ne constituent pas des conseils de placement. Elles ne comportent pas d'offre de contrat de conseil ou de contrat de renseignement, ni une d'offre d'achat/vente de titres. Le contenu a été soigneusement recherché, compilé et vérifié. Aucune garantie ne saurait être assumée quant à leur justesse, leur exhaustivité ou leur exactitude. Munsbach, le 31/01/2015.