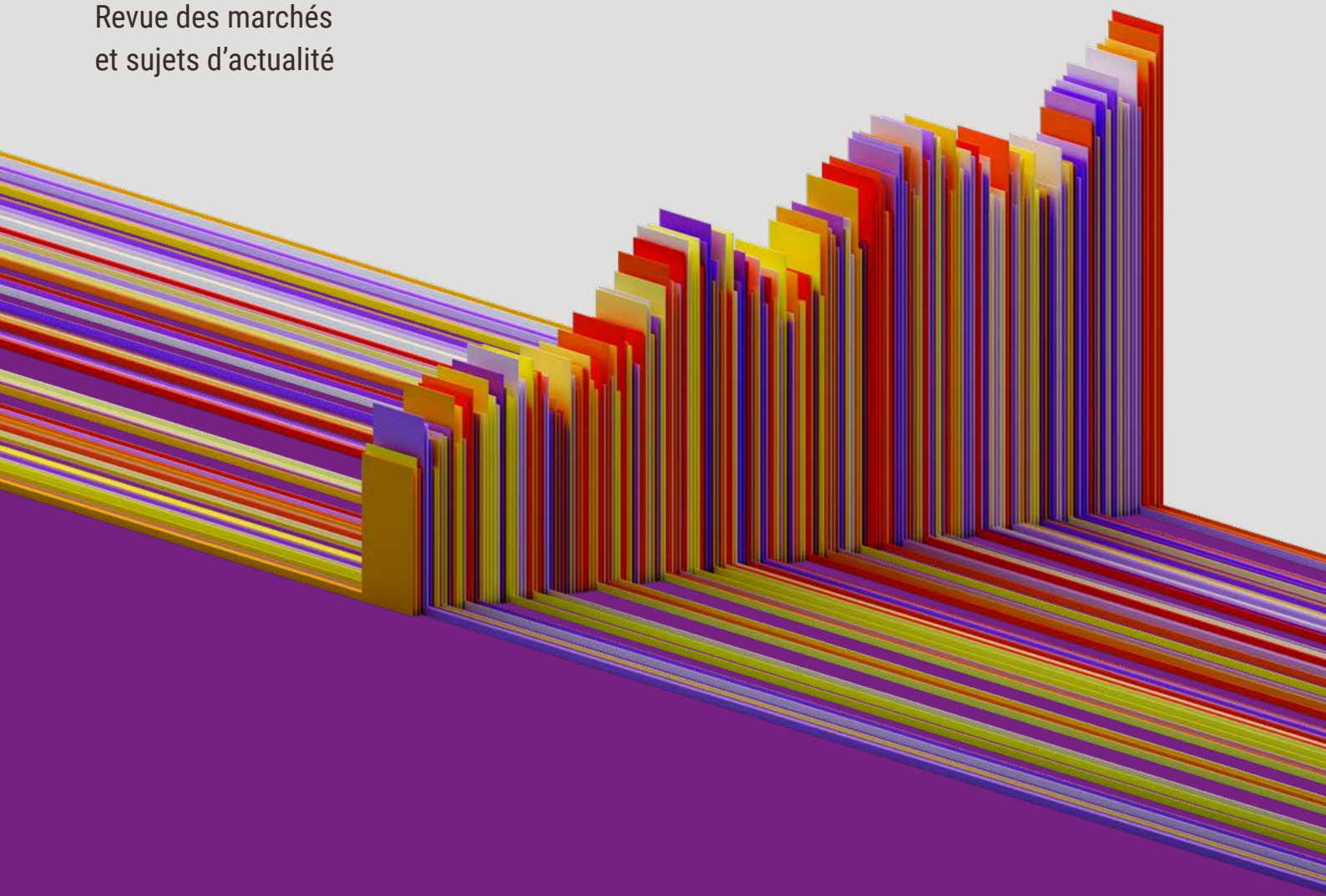


Le marché en bref 06 | 2024

Revue des marchés
et sujets d'actualité



Actions

s. 2

- Les Magnificent 7 s'attirent des sommes records
- L'or et l'argent profitent des taux actuels
- Le cuivre et le lithium restent demandés

Revenu fixe

s. 3

- La Fed et la BCE n'émettent pas les mêmes signaux
- Les consommateurs ont le moral en baisse
- La France est rétrogradée

Placements alternatifs

s. 6

- Changements de modèles de frais dans les fonds du marché privé
- Comment ces modèles dictent le comportement des gestionnaires de fonds
- Les aspects à prendre en compte par les investisseurs

Actions

L'argent concentré au centre

Toujours plus haut: le mois dernier, l'indice S&P 500 a atteint son 31^e record en 2024 et a clôturé à 5'487 points le 18 juin. L'indice des technologies Nasdaq 100 se rapproche des 20'000 points.

En seulement six mois, l'indice S&P 500 s'est apprécié d'au moins 15%, ce qui se traduit par une capitalisation supplémentaire du marché de 5,5 billions de dollars. Il se passe également beaucoup de choses sur le marché des actions américain: augmentation de bénéfices des entreprises, repli de l'inflation et cycle d'assouplissement imminent de la part de la Fed, suivis d'une volatilité historiquement basse jusqu'à un probable atterrissage en douceur, sans oublier la remarquable course à l'AI.

Sept entreprises réalisent les deux tiers des bénéfices

Il est assez clair ici qu'une grande quantité d'argent disparaît de la ligne de touche pour s'accumuler au centre. Mais cette tendance va-t-elle durer? Ceux qui voient les risques de cette concentration au centre se réfèrent à la part des Megacaps supérieure à la moyenne: si celles-ci venaient à baisser, c'est tout le marché qui pourrait suivre. C'est un souci légitime, car les Magnificent 7 (Apple, Nvidia, Alphabet, Meta, Amazon, Tesla, Microsoft) réalisent les deux tiers des bénéfices du S&P 500 de cette année. D'autres évoquent les raisons de leur succès (à savoir l'intelligence artificielle) et le vieil adage boursier «être avides lorsque les autres sont craintifs». En effet, même si ces superactions sont en tension, bien d'autres entreprises du S&P 500 ont une marge de manœuvre, car elles n'ont pas encore fait l'objet de valorisations notables et pourraient ainsi faire durer la course. Le creux de l'été s'accompagne-t-il à présent d'une baisse de l'appétence au risque? Les influences de l'économie réelle, comme les taux d'intérêt aux Etats-Unis qui restent élevés, n'ont aucune importance ici: les hautes instances de la Fed ne semblent pas près de baisser les taux d'intérêt.

L'or et l'argent toujours aussi forts

L'or est en pleine expansion en raison de la forte demande physique des banques centrales et d'achats hors bourse et compte tenu de la perspective de possibles baisses des taux dans les mois à venir. L'argent aussi profite de la combinaison de différents facteurs macroéconomiques, des prévisions d'offre déficitaire et d'une augmentation de la demande pour la production photovoltaïque.

L'électrification stimule la demande de cuivre et de lithium

Bien que les prix du cuivre aient baissé ces dernières semaines, le marché reste confronté à des pénuries durables, qui devraient encore s'aggraver dans les prochaines années. En effet, la demande devrait fortement augmenter, tandis que l'offre devrait rester limitée. Les principaux matériaux utilisés dans les batteries ont connu des conditions mitigées au cours du mois. La demande de lithium a fortement augmenté, mais moins que prévu, car les ventes de véhicules électriques dans les pays occidentaux ont baissé au profit des véhicules hybrides, dont la part de marché a augmenté. Cette faiblesse de courte durée ne devrait toutefois pas ébranler la demande de lithium et d'autres matériaux pour batteries à plus long terme: selon les prévisions, la demande de lithium devrait augmenter de 173% d'ici 2030, engendrant un déficit de l'offre sur le marché dans les années à venir. Entre-temps, plusieurs autres métaux d'avenir comme l'uranium offrent aussi des opportunités de tirer les prix vers le haut.

Revenu fixe

Les banques centrales n'émettent pas les mêmes signaux

Photo by Vince Kowalski on Unsplash

Le mois de juin a été marqué par l'inflation, les réunions des banques centrales américaine (Fed) et européenne (BCE) et les élections européennes. Bien que l'inflation ait augmenté dans la zone euro, la BCE a amorcé une première baisse des taux au cours du mois. En revanche, la Fed a décidé de maintenir les siens en dépit de la baisse de l'inflation aux Etats-Unis. Elle ne prévoit qu'une seule baisse des taux en 2024.

La rétrogradation de la notation de la France due à l'augmentation de son déficit public (S&P a abaissé la notation de AA à AA-), l'annonce surprise de nouvelles élections législatives en France et le ralentissement de la consommation aux Etats-Unis ont provoqué une baisse des rendements et un élargissement des spreads de crédit sur les marchés obligataires. Les spreads de crédit actuels restent inférieurs aux valeurs moyennes historiques, mais des événements comme la baisse de la demande des consommateurs et l'augmentation des déficits publics dans des pays lourdement endettés pourraient, tôt ou tard, entraîner une augmentation des primes de risque. Les nouvelles élections en France, notamment, constituent un risque à ne pas sous-estimer, car les primes de risque pourraient augmenter.

Le déficit budgétaire de la France est trop grand

Après avoir rétrogradé la notation de la France de AA à AA-, les gardiens de la solvabilité de S&P ont évoqué les manquements du gouvernement pour réduire son déficit après la forte hausse des dépenses pendant la pandémie de coronavirus et la crise énergétique. Même si les réformes et une reprise économique devraient améliorer la situation, le déficit de l'Etat restera encore supérieur à 3 % du produit intérieur brut en 2027, d'après S&P. Cette rétrogradation intervenue juste avant les élections européennes est un coup dur pour Emmanuel Macron, qui a la réputation d'être un réformateur de l'économie.



D'après les dernières prévisions de la Fed, les taux ne baisseront pas avant décembre.

La Fed ne veut pas baisser ses taux avant décembre

Les résultats publiés dans le rapport mensuel sur le marché du travail aux Etats-Unis ont été supérieurs aux attentes. Le nombre de personnes employées dans le secteur non agricole a augmenté de 272'000 en mai, un chiffre largement supérieur aux prévisions (185'000). Le taux de chômage a légèrement augmenté, passant de 3,9% à 4%. La robustesse du marché du travail a calmé les débats autour d'une baisse des taux par la Fed. Malgré le recul de l'inflation, il n'y a aucun effet notable sur l'économie et d'après le président de la Fed, Jerome Powell, cela pourrait durer encore un certain temps. D'après les dernières prévisions de la Fed, les taux ne baisseront pas avant décembre (c'est-à-dire après les élections présidentielles américaines du 5 novembre). L'inflation a légèrement diminué en mai aux Etats-Unis: les prix à la consommation ont augmenté de 3,3% par rapport à l'année précédente, une hausse légèrement inférieure à avril et également inférieure aux prévisions (3,4%). La baisse des prix des carburants, entre autres, a permis de contenir l'inflation. Exclusion faite des composantes volatiles comme l'énergie, les prix ont progressé de 3,4% (la plus faible augmentation depuis avril 2021), ce qui est réjouissant. L'indice des prix de base de la consommation des particuliers (PCE), l'indicateur préféré de la Fed pour mesurer l'inflation américaine, a augmenté de 0,3% par rapport au mois précédent (ou de 2,7% en comparaison annuelle). C'est un taux conforme aux attentes, correspondant au niveau de mars. Or, pour ramener l'inflation près de l'objectif de 2% de la Fed, il faudrait que les prix n'augmentent que de 0,2% sur une base mensuelle.

La BCE abaisse les taux, mais ne veut pas rester figée

A contrario, selon les données provisoires, l'inflation a progressé en mai de 2,6% par rapport à l'année précédente dans la zone euro, alors qu'elle avait augmenté de «seulement» 2,4% les deux mois précédents. L'inflation plus élevée que prévu n'a pas empêché la BCE d'abaisser les taux d'intérêt, mais celle-ci n'exclut pas de marquer une possible pause en juin et de revenir à une démarche globalement prudente. A l'issue de la réunion, les gardiens de la monnaie se veulent également prudents: d'après Isabel Schnabel, membre du directoire, la BCE fait face à des perspectives incertaines concernant l'inflation et doit rester prudente concernant les coûts de crédit. Elle a précisé que, selon les prévisions, l'inflation devrait à nouveau se rapprocher de l'objectif de 2% dans la zone euro, raison qui l'a amenée à abaisser les taux d'intérêt. Néanmoins, la BCE ne peut pas s'en tenir à une trajectoire des taux précise.

Etats-Unis: les ménages ont le moral en berne

Les signaux d'alerte se multiplient aux Etats-Unis, où la consommation a été remarquablement solide pendant longtemps. Le récent recul de la demande ne devrait plus être un événement isolé. L'indicateur avancé largement scruté de l'Université du Michigan a fait état d'une baisse de la confiance des ménages américains. D'après l'Université, leur moral a baissé en juin à cause des préoccupations liées à l'inflation et au revenu. L'indice en

question était de 65,6 points, contre 69,1 points en mai, donc inférieur aux attentes (72 points). Les prévisions d'inflation sur un an sont maintenues à 3,3%, alors qu'elles avaient légèrement augmenté à 3,1% sur cinq ans (contre 3% en mai). Considérés sur un an, les revenus réels disponibles n'ont que très peu augmenté. Entre-temps, le taux d'épargne a atteint son plus bas niveau depuis seize mois et beaucoup d'Américain-e-s doivent recourir de plus en plus à des cartes de crédit pour payer leurs dépenses. L'industrie manufacturière a continué de s'affaiblir en mai: l'activité manufacturière américaine s'est de nouveau contractée et son indicateur a perdu 0,5 point pour s'établir à 48,7 points (un indicateur inférieur à 50 points est synonyme de recul). La composante «entrées de commandes» est tombée à 45,4 points (-3,7 points), son plus bas niveau depuis un an. Les entreprises sont moins disposées à investir, visiblement à cause de la politique monétaire.

La Banque of Japan réduit ses rachats d'obligations

Il faut également souligner la réunion de la Bank of Japan (BoJ), la banque centrale japonaise, qui a préparé les marchés à une réduction des rachats d'obligations. La banque centrale a annoncé qu'elle allait pour le moment encore racheter des obligations d'Etat pour un montant actuel d'environ 38 milliards de dollars US par mois. Toutefois, les détails de la réduction de ces rachats seront communiqués lors de la réunion de juillet. Cette décision de ralentir les rachats était attendue, mais l'absence de détails immédiats laisse penser que la BoJ n'est pas pressée de durcir sa politique monétaire.



Tellco Banque SA – Votre partenaire de financement immobilier

Tellco Banque SA est une banque suisse supervisée par la FINMA dont le siège se trouve à Schwyz. En tant que spécialistes de la prévoyance et du patrimoine, nous sommes heureux de vous épauler dans le financement et acquisition du projet de vos rêves. Nos offres globales vous placent, vous et vos besoins, au centre de nos activités et nous vous proposons des solutions taillées sur mesure pour votre propre logement.

Nos experts en financement vous apporteront un conseil personnalisé. N'hésitez pas à nous contacter.

t +41 58 442 41 01
kredite@tellco.ch

Taux d'intérêt indicatifs* en Juillet 2024

Hypothèque à taux fixe	3 ans	2,00 %
	5 ans	2,00 %
	7 ans	2,05 %
	10 ans	2,10 %
Hypothèque SARON**	SARON + 0,70 % Marge	

* Ces taux d'intérêt sont des valeurs indicatives pour les hypothèques de premier rang sur les logements à usage propre. Ils s'appliquent à des logements de premier ordre et à des emprunteurs dont la solvabilité est irréprochable.

** Le taux d'intérêt est d'au moins 0%, plus la marge

Placements alternatifs

Incitations – le plus important dans les opérations de placement

«Show me the incentives and I'll show you the outcome». Tirée en 1995 par Charlie Munger qui nous a quittés l'an dernier, cette conclusion dit tout de l'importance des structures d'incitation, qu'il est impossible de sous-estimer. Et c'est particulièrement vrai dans le secteur financier, où les structures d'incitation sont l'élixir qui maintient en vie l'interaction entre les entreprises, les employés, les fonds et les investisseurs.

En fonction de la conception, les structures d'incitation – ou bien la répartition des bénéfices qui en résulte – sont les fondements d'un rendement optimal pour l'investisseur ou d'un bénéfice maximum pour le prestataire. Nous avons déjà abordé à plusieurs reprises dans notre publication Le marché en bref l'importance des structures d'incitation et la compréhension parfois insuffisante de leur effet, par exemple dans le numéro de décembre 2021.

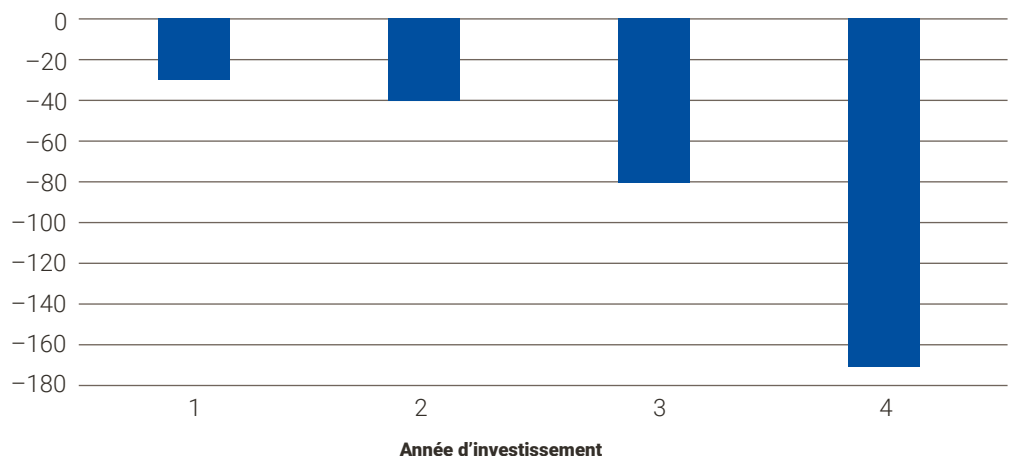
Incitation à passer de la phase d'investissement à la phase de récolte

Nous souhaitons maintenant mettre en lumière les effets d'un changement dans les structures des frais qui se produit actuellement dans de nombreuses structures du marché privé. En effet, dans un premier temps (période d'investissement, souvent cinq ans), les frais payés sont basés sur les engagements de capital promis, puis, dans un second temps (phase de récolte), sur le capital effectivement investi¹. Ce changement de base de calcul a pour effet d'inciter encore plus les gestionnaires de fonds à investir le plus de capital possible juste avant l'application de la nouvelle base. En effet, tout le capital qui n'a pas été investi à la fin de la période d'investissement ne génère plus de frais et est donc perdu. On pourrait s'attendre à ce que cette incitation réduise les barrières à de tels investissements par rapport aux investissements réalisés dans les premières années et augmente le nombre de «mauvais» deals.

Baisse des marges vers la fin de la phase d'investissement

Pour étudier ce sujet, Hyeik Kim, Université d'Alberta, a analysé un échantillon de 5'000 transactions sur le marché privé entre 1984 et 2018:

Croissance de la marge EBITDA par rapport aux investissements la 1^{ère} année (bps p.a.)



Croissance de l'EBITDA par année d'investissement; source: Kim (2024), Klement (2024)

¹ C'est une situation que l'on retrouve aujourd'hui surtout dans la catégorie de placement Private equity et en partie dans la catégorie Infrastructure. S'agissant des offres Private debt, les frais sont souvent calculés sur le capital investi pendant toute la durée, raison pour laquelle cette dernière catégorie n'est pas concernée par l'effet comportemental décrit ci-dessous.

L'analyse des transactions révèle que la croissance des marges EBITDA dans le cadre d'investissements réalisés à un stade précoce du fonds est meilleure que vers la fin de la période d'investissement: les transactions au cours de la quatrième année d'un fonds ont, en moyenne, une croissance de la marge EBITDA inférieure de 80 points de base (par an) à celle des transactions réalisées durant la première année du fonds. Durant l'année qui précède le changement de la base de calcul (année 5), l'effet est encore une fois plus marqué, avec un écart de 170 points de base.

Penser à répartir les investissements dans le temps

Que signifie cet enseignement pour de potentiels investisseurs? Malheureusement, la marge d'action est souvent fortement limitée dans les fonds closed-end et il n'est pas possible d'adapter l'engagement de capital comme souhaité. Il y a néanmoins deux points que nous voudrions souligner:

Lors de l'analyse des Vintages d'un prestataire, nous conseillons de prêter attention à la répartition des investissements dans le temps. Le gestionnaire peut-il répartir les investissements de manière à peu près égalitaire sur la période d'investissement? Ou bien est-ce que les investissements sont fortement concentrés sur les années suivantes? Dans ce dernier cas, les investisseurs potentiels devraient analyser de plus près les raisons et les résultats obtenus.

Il est souvent possible, au cours de la période d'investissement, d'augmenter les engagements de capital pour un fonds. La décision de les augmenter doit tenir compte du montant déjà investi par le fonds et de la durée résiduelle du fonds jusqu'à la fin de la période d'investissement.

Une valeur ajoutée notable pour le portefeuille

Les résultats de l'étude présentée ci-dessus ne permettent nullement de conclure que les investissements sur le marché privé sont désavantageux en soi, car c'est tout le contraire: bien sélectionnés et bien utilisés, ils peuvent ajouter une valeur notable à de nombreux portefeuilles. Les résultats doivent seulement montrer que les investisseurs potentiels doivent procéder à une sélection minutieuse de leurs produits et toujours avoir un regard critique sur les conséquences des pratiques largement acceptées.

Ou comme Charlie Munger l'a de nouveau très bien résumé 20 ans après: «If you have a dumb incentive system, you get dumb outcomes» (2016).

Sources:

- Kim, Hyeik: Incentives in Private Equity: The Impact of Fee Structures on Investment Behavior (February 10, 2024). Available at SSRN.
- Joachim Klement: Filling the basket (article de blog 06.06.2024); <https://klementoninvesting.substack.com/p/filling-the-basket>

Tellco Fonds de placements

Tellco Classic

	ISIN	Tranche	Juin 28	% Juin	% YTD	Web
Tellco Classic II Actions Monde**	CH0443816621	V	237,23	2,14	29,81	Plus d'informations
Tellco Classic Actions Suisses	CH0421075018	V	188,33	-0,08	14,31	Plus d'informations
	CH0421074961	R*				
Tellco Classic Best Idea	CH0442770316	V	102,39	5,43	25,52	Plus d'informations
	CH0442615701	R	110,49	5,43	25,53	
Tellco Classic Sustainable Heritage	CH0583763542	V	79,93	-1,65	-1,22	Plus d'informations
	CH0583763534	R	70,67	-1,66	-1,52	
Tellco Classic Obligations CHF	CH0421043669	V	103,54	2,48	7,79	Plus d'informations
	CH0421043594	R*				
Tellco Classic Obligations monde	CH0421043768	V	85,39	-1,03	-0,71	Plus d'informations
	CH0421043743	R*				
Tellco Classic Bonds in foreign currency hedged	CH0469074956	V	89,45	0,20	-1,15	Plus d'informations
	CH0469074865	R	84,21	0,20	-1,15	
Tellco Classic Inflation Protection	CH1101347354	V	96,21	-0,15	-5,45	Plus d'informations

* Pas encore lancé, ** disponible uniquement pour les institutions de retraite suisses

Tellco Classic Stratégie

	ISIN	Tranche	Juin 28	% Juin	% YTD	Web
Tellco Classic Stratégie 10	CH0450199770	V	119,88	1,21	3,43	Plus d'informations
	CH0544445619	R*				
Tellco Classic Stratégie 25	CH0450201261	V	131,05	1,03	7,16	Plus d'informations
	CH0544465658	R*				
Tellco Classic Stratégie 45	CH0450201329	V	149,13	0,99	10,34	Plus d'informations
	CH0544465757	R*				
Tellco Classic Stratégie 100	CH0450382632	V	134,77	1,09	20,50	Plus d'informations
	CH0544465773	R	100,18	1,08	18,26	

* Pas encore lancé

Les produits Tellco Top

Top-Performer



Tellco Classic Best Idea

Le fonds Tellco Classic Best Idea investit dans des actions négociées en bourse d'entreprises dont les prévisions de croissance sont, en raison de leur capacité d'innovation, plusieurs fois supérieures à la croissance du PIB mondial.

Top-Seller



Tellco Classic Sustainable Heritage

Le fonds Tellco Classic dédié à l'énergie renouvelable vise à tirer profit de toutes les industries bénéficiant du développement durable. L'univers de placements comprend des thèmes tels que les énergies renouvelables, le stockage d'énergie, les transports écologiques et intelligents, le traitement de l'eau et des eaux usées, la numérisation des systèmes énergétiques et l'intégration des technologies intelligentes et efficaces dans les villes («Smart City»).

Les Nombres

Equity markets

	Jun 28	% Juin	% YTD
MSCI AC World	431,97	2,23	36,01
SMI	11'993,83	-0,06	11,78
SPI	15'919,28	-0,46	15,90
DAX	18'235,45	-1,42	30,97
EuroStoxx 50	4'894,02	-1,80	29,01
EuroStoxx 600 Price Index	511,42	-1,30	20,37
FTSE 100	8'164,12	-1,34	9,56
DOW Transportation	15'415,23	1,16	15,11
S&P500	5'460,48	3,47	42,22
NASDAQ 100	19'682,87	6,18	79,92
Shenzen-Shanghai CSI300	3'461,66	-3,30	-10,59
Emerging Market	1'086,25	3,55	13,58
Nikkei	39'583,08	2,85	51,69
Volatilité	12,44	-3,72	-42,59

Commodities

	Jun 28	% Juin	% YTD
WTI-CrudeOil	81,54	5,91	1,59
Brent Oil	86,41	5,87	0,58
ThomReuters /JefferiesCRB	290,47	0,11	4,58
Gold	2'326,75	-0,02	27,56

LIBOR

	Jun 28	% Juin	% YTD
Saron 6M CHF	1,11	-16,76	-9,32
Euribor 6M	3,68	-1,68	36,72
Libor 6M USD	5,68	-1,04	10,59

Alternative Investments

	Jun 28	% Juin	% YTD
S&P Leveraged Loan TR Index	3'890,47	0,30	18,28
Swiss RE Cat Bond TR Index	467,03	1,12	26,62

Les Nombres

Currencies

	Jun 28	% Juin	% YTD
EUR/USD	1,071	-1,24	0,07
USD/CHF	0,899	-0,39	-2,78
USD/JPY	160,880	2,27	22,70
EUR/CHF	0,963	-1,64	-2,70
GBP/CHF	1,136	-1,23	1,58
CAD/CHF	0,657	-0,79	-3,74
AUD/CHF	0,599	-0,17	-5,06
JPY/CHF	0,558	-2,65	-20,87
BRL/CHF	0,161	-6,40	-8,00
CNY/CHF	0,124	-0,64	-7,69
INR/CHF	0,011	-0,35	-3,33
RUB/CHF	0,010	5,01	-15,96
TRY/CHF	0,027	-2,14	-44,52
ZAR/CHF	0,049	2,92	-9,02

Countries / GDP

	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2023	2024	2025
USA	4,90 %	3,30 %	1,60 %	2,00 %	1,60 %	1,60 %	2,50 %	2,30 %	1,80 %
Euro Area	0,10 %	0,10 %	0,40 %	0,50 %	0,80 %	1,30 %	0,50 %	0,70 %	1,40 %
Japan	-2,10 %	-0,40 %	-2,00 %	2,20 %	1,80 %	1,30 %	1,90 %	0,30 %	1,10 %
China	4,90 %	5,20 %	4,90 %	5,30 %	4,73 %	4,70 %	5,20 %	4,97 %	4,50 %
Schweiz	0,40 %	0,65 %	0,70 %	1,25 %	1,50 %	1,45 %	0,80 %	1,30 %	1,50 %

Countries / CPI

	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2023	2024	2025
USA	3,60 %	3,20 %	3,20 %	3,30 %	3,00 %	2,90 %	4,10 %	3,10 %	2,40 %
Euro Zone	5,00 %	2,70 %	2,60 %	2,50 %	2,20 %	2,30 %	5,40 %	2,40 %	2,05 %
Japan	3,10 %	2,95 %	2,60 %	2,60 %	2,50 %	2,10 %	3,30 %	2,40 %	1,85 %
China	-0,05 %	-0,30 %	0,00 %	0,30 %	0,53 %	1,20 %	0,20 %	0,60 %	1,50 %
Schweiz	1,65 %	1,60 %	1,20 %	1,40 %	1,30 %	1,40 %	2,10 %	1,40 %	1,10 %

Les Nombres

Rates

	Jun 28	in bps Juin	in bps YTD
10j. EUR (Swap)	2,84	-5,51	-36,49
10j. UK (Swap)	3,88	-14,97	12,85
10j. CHF (Swap)	0,98	-35,00	-109,85

Bonds

	Jun 28	in bps Juin	in bps YTD
US Govt 10Y	4,40	-10,25	52,04
GER Govt 10Y	2,50	-16,61	-6,75
Swiss Govt 10Y	0,53	-32,58	-104,96
UK Govt 10Y	4,17	-14,58	50,70
IT Govt 10Y	4,07	9,50	-62,77
ESP Govt 10Y	3,42	2,62	-23,23

Generic iTRAXX

	Jun 28	in bps Juin	in bps YTD
Europe Main	60,94	8,42	-29,66
Finl Sen	71,80	12,67	-27,49
Finl Sub	128,32	22,04	-43,77
X-Over	319,17	23,19	-154,94

Mentions légales

Le présent document a été élaboré par Tellco Banque SA (ci-après «Tellco») en toute bonne foi. Tellco ne donne toutefois aucune garantie quant à son contenu et à son exhaustivité et décline toute responsabilité quant aux pertes résultant de l'utilisation de ces informations. Les déclarations de Tellco contenues dans le présent rapport mensuel sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Sauf mention contraire, les chiffres et les données n'ont pas été vérifiés. La présente publication a une visée purement informative et ne constitue pas une recommandation de placement. Elle ne remplace aucunement le conseil qualifié nécessaire préalable à toute décision d'achat, en particulier en ce qui concerne les risques liés à l'achat. Le présent document ne peut être reproduit ni intégralement ni partiellement sans l'accord écrit de Tellco. Il ne s'adresse expressément pas aux personnes qui, en raison de leur nationalité ou de leur domicile, ne sont pas autorisées à accéder à de telles informations sur la base de la législation en vigueur.