

Éditorial : *Les banques centrales n'ont pas fini.*

Économie : *Un effondrement sans précédent*

Obligations : *Ne luttez pas contre les banques centrales.*

Actions : *De l'optimisme à toute épreuve*



Les banques centrales n'ont pas fini.

Éditorial

C'est sans surprise qu'à la suite de la crise sanitaire et des mesures que de nombreuses économies ont été contraintes de mettre en oeuvre, les reculs de la croissance économique se retrouvent à des niveaux dramatiques pour le deuxième trimestre 2020. Toutefois, au-delà de ces chiffres historiquement mauvais persistent des raisons d'un optimisme contenu.

Tout d'abord, saluons la réaction coordonnée des institutions responsables de la politique monétaire que sont les banques centrales, et des politiques budgétaires que sont les gouvernements. Ces deux acteurs sont parvenus à unir leurs efforts dans le seul but de limiter les dommages que la crise sanitaire pouvait potentiellement causer sur les économies respectives. Ensuite, l'Europe a su parler d'une seule voix, ce qui constitue pour le moins un moment historique, en décidant d'un package d'aide global qui permet de soulager les bilans des pays déjà lourdement endettés et, ce faisant, contribue à repousser le spectre d'une crise de la dette imminente. Finalement, les marchés des actions, surtout Outre-Atlantique, affichent des performances insolentes, qui font rêver d'un monde où l'influence de la pandémie serait réduite à néant.

Pourtant, à notre avis, les conséquences et les répercussions de la pandémie sur les économies continueront à se manifester durant

le second semestre 2020, voire jusqu'en 2021. Des secteurs entiers comme l'événementiel ou la construction de moyens de transport se retrouvent actuellement sous perfusion, et vivent sans réel espoir de retrouver rapidement leurs niveaux d'activités "pré-Covid". Inutile de se voiler la face: les mois à venir ne seront pas porteurs de bonnes nouvelles sur le front des entreprises ni sur certains pans des économies.

Dans cette optique, les hausses fulgurantes des marchés actions (surtout américains) peuvent sembler complètement folles, en rupture totale avec des actualités économiques fragiles concernant la reprise de la croissance. Dès lors, il apparaît que l'analyse économique à elle seule ne suffit plus à anticiper les évolutions futures des marchés, puisque celles-ci sont extrêmement influencées par les injections des liquidités des banques centrales à travers le globe.

Compte tenu des défis qui restent à relever en matière de croissance économique, nous n'irons pas par quatre chemins: les banques centrales sont encore loin d'avoir achevé leur travail et devront, au-delà des promesses actuelles, continuer à abreuver les marchés de liquidités.

Carlo STRONCK
Directeur BCEE Asset Management

Un effondrement sans précédent

En ce deuxième trimestre de l'année 2020, l'économie mondiale a plongé dans une crise sévère, la plus forte connue depuis la Grande dépression de 1929. Cet arrêt de l'activité économique s'explique par les mesures de confinement prises par les gouvernements. Ainsi, un double choc négatif d'offre et de demande s'est exercé sur l'économie mondiale. Plusieurs facteurs ont fait fléchir la demande : l'obligation de rester chez soi, l'incertitude économique poussant les ménages à épargner, la hausse du chômage dans certaines régions, notamment aux États-Unis. Quant à l'offre, certaines industries ont diminué ou totalement arrêté la production le temps de mettre en place des mesures face au virus. À l'heure actuelle, pour le 2ème trimestre, les chiffres économiques témoignent de l'ampleur des dégâts. Aux États-Unis, la croissance annualisée du PIB au 2ème trimestre s'est inscrite à -32%. Pour sa part, celle de la Zone euro s'est affichée à -15% par rapport au 2ème trimestre de l'année 2019 : -19% en France et -10% en Allemagne. La Chine connaît une autre évolution: frappé par le ralentissement économique au premier trimestre (-6,8%), le pays enregistre une croissance annuelle positive au 2ème trimestre, supérieure à 3%. Pour l'année 2020 dans son ensemble, le Fonds monétaire international (FMI) prévoit une croissance négative de -4,9%.

Les moyens mis en œuvre afin de contrer la crise économique ont été également inédits. Cette fois-ci, nous avons assisté à l'élaboration d'un policy mix très ambitieux: la politique monétaire (gérée par les banques centrales) et la politique budgétaire (gérée par les gouvernements) ont été coordonnées de manière remarquable. Ces deux politiques se sont révélées très expansionnistes dans les pays développés, ce qui a aidé à rassurer les marchés financiers dans un premier temps, alors que l'impact de la crise sanitaire sur l'économie réelle peut prendre davantage de temps.

États-Unis : une gestion peu convaincante de la crise sanitaire, mais de grands moyens déployés pour la relance économique

Les États-Unis ont été le pays le plus touché par l'épidémie : fin août, les chiffres faisaient état de 6 millions de cas et de 185 000 décès. Les efforts de relance économique sont néanmoins remarquables. La Réserve fédérale a concocté un Quantitative easing illimité qui s'adresse non seulement aux obligations publiques mais aussi aux obligations privées. Du côté budgétaire, des aides de toutes sortes ont vu le jour : des versements directs aux ménages, des prêts, des subventions et des garanties de prêts accordées aux entreprises ont été les principaux outils destinés à absorber ce choc économique. Le total des mesures budgétaires dépasse 15% du PIB américain de 2019.

Au début de la pandémie, une violente hausse des indicateurs de stress financier tels que le TED Spread ou le VIX a poussé la Fed à non seulement racheter des obligations publiques et privées, mais aussi à inonder le monde de dollars à travers des accords de swap passés avec d'autres banques centrales. Actuellement, on estime que la Fed injecte près de 5 milliards de dollars par jour dans le système financier avec un bilan proche des 7000 milliards de dollars.

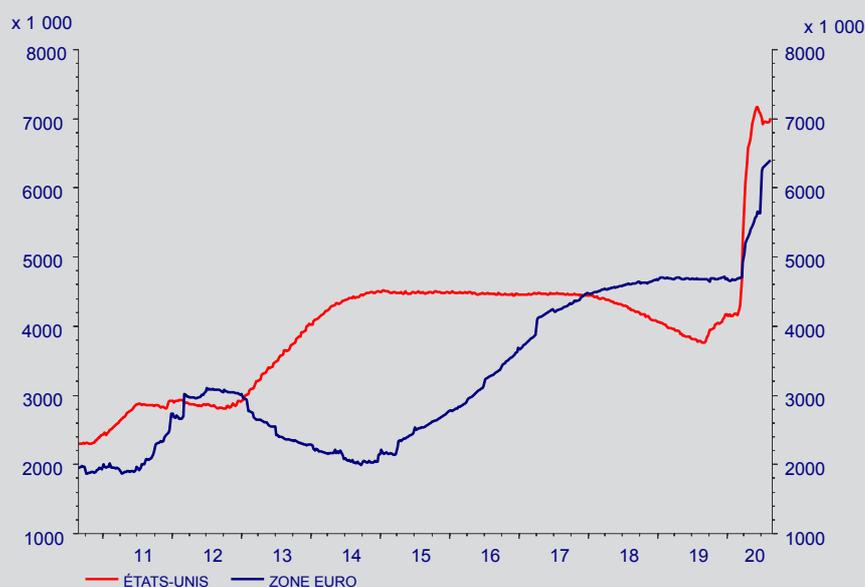
Europe : la BCE aidée par une potentielle mutualisation de la dette.

L'Europe n'a pas non plus été épargnée par la pandémie : l'Italie, l'Espagne et la France ont été frappées de plein fouet, et ont enregistré des dizaines de milliers de décès.

La Banque centrale européenne (BCE) s'est placée en première ligne pour défendre l'économie européenne, et a également rassuré les marchés en instaurant une nouvelle politique de Quantitative easing de 1350 milliards d'euros, laquelle permet aux États membres de se financer à des taux de plus en plus faibles.

À l'échelle nationale, les États membres ont également pris des mesures budgétaires individuellement pour contrer les effets de la crise. Toutefois, la véritable avancée se trouve dans le plan de relance signé au niveau européen : c'est la Commission européenne qui se financera directement sur les marchés financiers pour redistribuer ces fonds aux États membres sous forme de prêts et de subventions en fonction des dommages économiques liés au virus. Le montant en question est remarquable : il s'agit d'un prêt de 750 milliards d'euros, dont 390 milliards sous forme de subventions. Bien entendu, les États les plus conservateurs en matière budgétaire ont tenu à ce que ces aides permettent une transition vers une dette plus soutenable par le biais de politiques structurelles. Cette mesure est historique car elle constitue une étape clé vers la mutualisation de la dette des pays européens, ce qui signifie une plus grande intégration économique au sein de l'Union. Dans un contexte où les États les plus touchés par le Covid-19 connaissaient déjà des taux d'endettement public supérieurs à 100% de leur PIB, cette nouvelle source de financement permet à l'Union de jeter les bases d'une reprise économique tout en évitant une nouvelle crise de la dette souveraine liée, laquelle aurait pu s'avérer fatale pour la construction européenne (il était surtout question du cas de l'Italie, un des pays fondateurs de l'Union, qui représente près de 15% du PIB de l'UE).

ÉTATS-UNIS VS ZONE EURO: BILANS DES BANQUES CENTRALES (actifs totaux en milliards)



Source: Refinitiv Datastream

L'euro : l'étoile montante de cette période

Sur fond de progrès économiques et surtout politiques, l'euro s'est considérablement apprécié face au dollar en passant de 1,08 en février à 1,18 fin août. La Zone euro gagne la confiance des investisseurs grâce à l'affirmation d'une volonté politique marquée visant à préserver la monnaie unique et à approfondir l'intégration économique. Comme l'avait prophétisé Jean Monnet, l'Europe « se fait dans les crises et elle est la somme des solutions apportées à ces crises » car c'est de crises en crises que les États européens ont développé de nouveaux outils de gouvernance macroéconomique afin de permettre une meilleure convergence au sein de l'Union.

Par ailleurs, le différentiel de taux qui a longtemps existé en faveur du dollar face à l'euro s'est effacé, à la suite des coupes claires effectuées dans les taux américains durant la pandémie.

Cet optimisme qui règne en Europe tranche avec le chaos politique naissant aux États-Unis à l'approche des élections présidentielles. La gestion hasardeuse de la crise sanitaire et la polarisation grandissante risquent de peser sur la confiance des investisseurs dans les mois à venir.

La Chine : un espoir de reprise

La Chine a été le premier pays contaminé par le Covid-19, et c'est également le premier pays à avoir affiché une croissance économique positive après la crise sanitaire.

Au deuxième trimestre de l'année 2020, la croissance a été de 3,2%, et sur l'année entière, les attentes de croissance sont à 2%, contrairement à l'économie globale qui connaîtra une croissance négative. Alors que les investissements privés, la production industrielle et les exportations progressent, les ventes au détail sont à la traîne du point de vue de la reprise, le revenu disponible des ménages ayant diminué et le comportement des consommateurs ayant changé.

Inflation : le mystère devrait persister.

Il ne fait aucun doute que la pandémie a plongé l'économie mondiale dans une crise sans précédent. En revanche, les effets sur l'inflation de cette récession et des mesures prises par les autorités publiques sont moins certains. Les arguments en faveur du retour de l'inflation dans les pays développés s'appuient surtout sur la théorie quantitative de la monnaie qui stipule qu'une hausse de la masse monétaire s'accompagne d'une hausse équivalente du niveau général des prix. Cela nous rappelle la fameuse formule de l'économiste monétariste Milton Friedman : « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ». Aux États-Unis, l'argument peut être pris très au sérieux car de manière exceptionnelle, l'administration Trump a effectué des versements directs aux ménages. Or, cet argument est contrebalancé par un autre fait : certes, la quantité de monnaie en circulation augmente, mais la vitesse à laquelle cette monnaie circule est très faible, ce qui réduit les pressions inflationnistes.

Un autre argument en faveur du retour de l'inflation est le choc d'offre négatif que l'économie mondiale traverse. En effet, partout dans le monde, les taux d'utilisation des capacités de production ont fortement reculé et la théorie économique énonce qu'une réduction de l'offre conduit à une hausse des prix. En revanche, ce choc d'offre négatif s'accompagne d'un choc de demande négatif, qui lui, est en principe déflationniste. Ce choc de demande négatif se matérialise dans une hausse du chômage, une baisse du revenu disponible, mais aussi une augmentation du taux d'épargne car les ménages sont clairement plus réticents à consommer qu'avant la crise.

Enfin, un autre argument en faveur de la hausse de l'inflation est l'action ultra-accommodante des banques centrales, mais sur ce plan, l'argument est-il vraiment original ? Plusieurs banques centrales appliquent déjà des politiques de Quantitative easing depuis une décennie,

dont l'effet principal est la hausse des prix sur le marché des actions et des taux historiquement faibles sur le marché obligataire.

Une croissance lente et incertaine à venir

Dans les mois à venir, la croissance risque d'être fébrile si le contexte sanitaire ne s'améliore pas durablement. Une reprise pérenne de l'investissement et de la consommation n'est malheureusement pas envisageable dans les pays développés car nous partons sur des fondamentaux détériorés : une chute de la tendance à consommer des ménages, un fléchissement des résultats des entreprises et une détérioration des conditions de production. Certes, les banques centrales continueront d'être présentes, et fort heureusement les gouvernements les épaulent enfin, mais cela risque de ne pas suffire à rassurer les agents économiques de façon pérenne.

Ne luttez pas contre les banques centrales

Après avoir pris conscience que les effets du Covid-19 sur l'économie étaient bien néfastes et profonds que ce qu'elle avait escompté, la BCE est passée à l'acte en juin. En effet, outre les mesures d'assouplissement déjà prises, elle a décidé de renforcer l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) de 600 milliards EUR, pour atteindre un total de 1.350 milliards EUR. Par ailleurs, ces achats sont prolongés à l'horizon 2021, plus précisément jusqu'à la fin juin de cette même année, et ce, dans un laps de temps impliquant que la BCE émette l'appréciation selon laquelle la crise sanitaire du coronavirus fait bel et bien partie du passé.

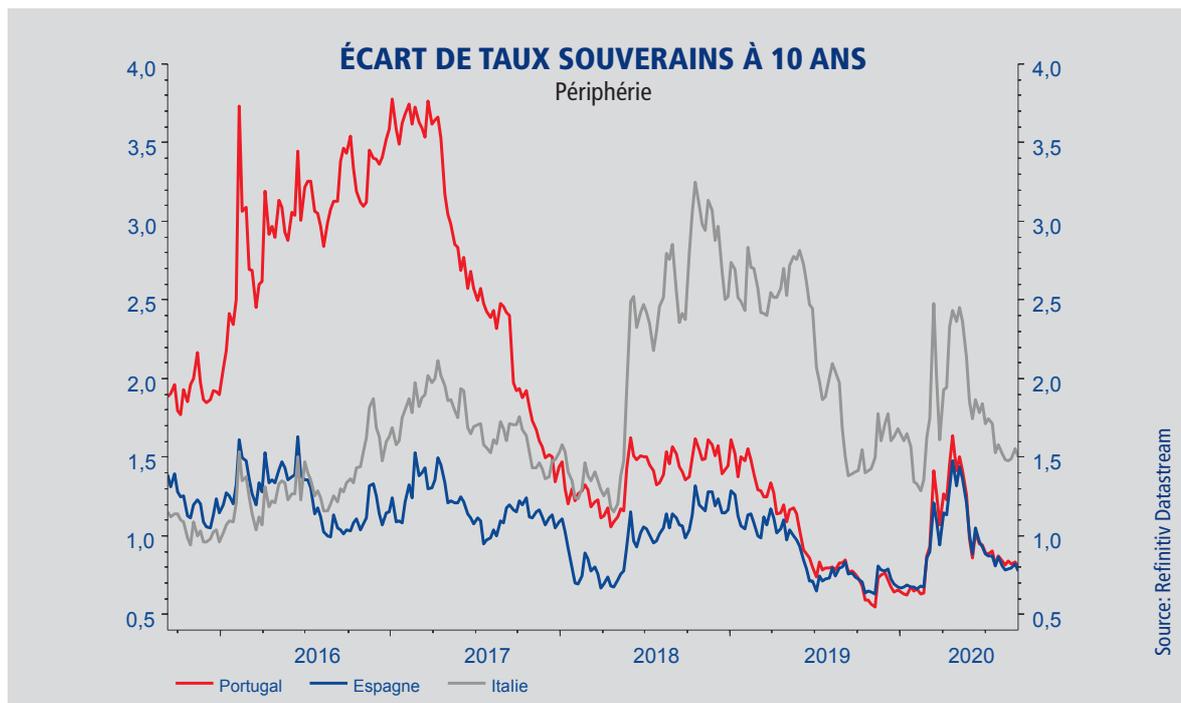
Rappelons que ce programme de soutien n'est pas limité par la clé de capital, contrairement au programme d'achats d'actifs « classique » d'ailleurs toujours en vigueur, ce qui signifie que la BCE est libre d'acheter la quantité d'emprunts publiques qu'elle souhaite au sein de la zone euro, sans devoir tenir compte de ce pourcentage autrefois considéré comme la limite d'achat d'obligations souveraines par Pays membre.

Il ne fait aucun doute que tous les États membres ont à y gagner. Les grands bénéficiaires ne sont pas que, mais surtout les pays initialement les plus contaminés par la pandémie, dont l'économie battait déjà de l'aile avant l'entrée en vigueur des mesures de confinement. En effet, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce sont les grands gagnants de cette politique monétaire inédite, ce que confirme l'écart de taux relevé avec les emprunts publics

allemands. D'ailleurs, en dépit de leur notation rangée à celle d'obligation « pourrie », les emprunts publics grecs pourront, pour la première fois, faire partie d'un programme d'achats d'actifs de la BCE, ce qui témoigne de l'urgence et de la gravité de la situation en Europe.

De son côté, l'Union européenne a aussi déployé les grands moyens en annonçant un plan de relance pour l'Europe qui s'avère à la fois historique et ambitieux, et qui, cette fois, pose les jalons d'une mutualisation de la dette. En effet, il n'y a pas si longtemps, en se refusant la création des fameux « eurobonds », l'UE avait accéléré la crise de la dette souveraine en Europe. Aujourd'hui, il s'agit de renverser la vapeur : l'Union européenne a appris de ses erreurs du passé, en témoigne le niveau des taux des emprunts publics européens.

Dans cet environnement particulièrement favorable aux actifs relativement plus risqués, à l'instar des emprunts privés et des obligations souveraines de la périphérie, ce sont ces dernières que nous privilégions au détriment des souverains cœurs, tant que la BCE est capable de préserver sa crédibilité auprès des investisseurs. Compte tenu des niveaux historiquement faibles des taux, nous sommes d'avis que les prévisions d'inflation encourageront à préserver cet environnement de taux bas pendant longtemps encore. Cela étant, des pics de volatilité à court terme ne sont, certes, jamais à exclure, mais ils ne font pour autant pas obstacle au fait que nous conservons un positionnement neutre sur la partie longue de la courbe AAA.



Taux US - les mesures de relance de la Fed dans une impasse ?

Depuis le début de l'été, les taux américains ont conservé des niveaux quasiment inchangés. Dans le contexte inédit que nous connaissons depuis quelques mois, la Fed a affiché un comportement linéaire cet été puisqu'elle a injecté environ 362 milliards USD dans le marché des taux lors de la période qui nous intéresse, en achetant à la fois de la dette publique et de la dette privée.

À l'occasion de la conférence de Jackson Hole, le 27 août dernier, Jérôme Powell, Président de la Banque centrale, a annoncé que l'institution ne chercherait désormais plus à conserver l'inflation dans la limite des 2% mais de laisser cette dernière légèrement passer ce cap afin de compenser les périodes durant lesquelles elle peinait à l'atteindre. En somme, la Fed vise une inflation « moyenne de 2% ». En revanche, le Président de la Fed n'a fourni aucune précision ni sur sa façon de procéder ni pendant combien de temps cette mesure allait être d'application.

Dès lors, nous reconnaissons que nous abordons avec un certain scepticisme l'idée qui consiste à penser que la Réserve fédérale détient le pouvoir de générer de l'inflation. En effet, elle n'y est pas parvenue par le passé, et fondamentalement, rien n'a réellement changé. Dans la pratique, les seules démarches à entreprendre qui pourraient relever ce défi seraient tout d'abord une vague d'augmentation des salaires, qui soit à la fois constante et conséquente, et ensuite une politique fiscale innovante. Par contre, pour l'heure, il nous semble peu probable que ces démarches soient implantées.

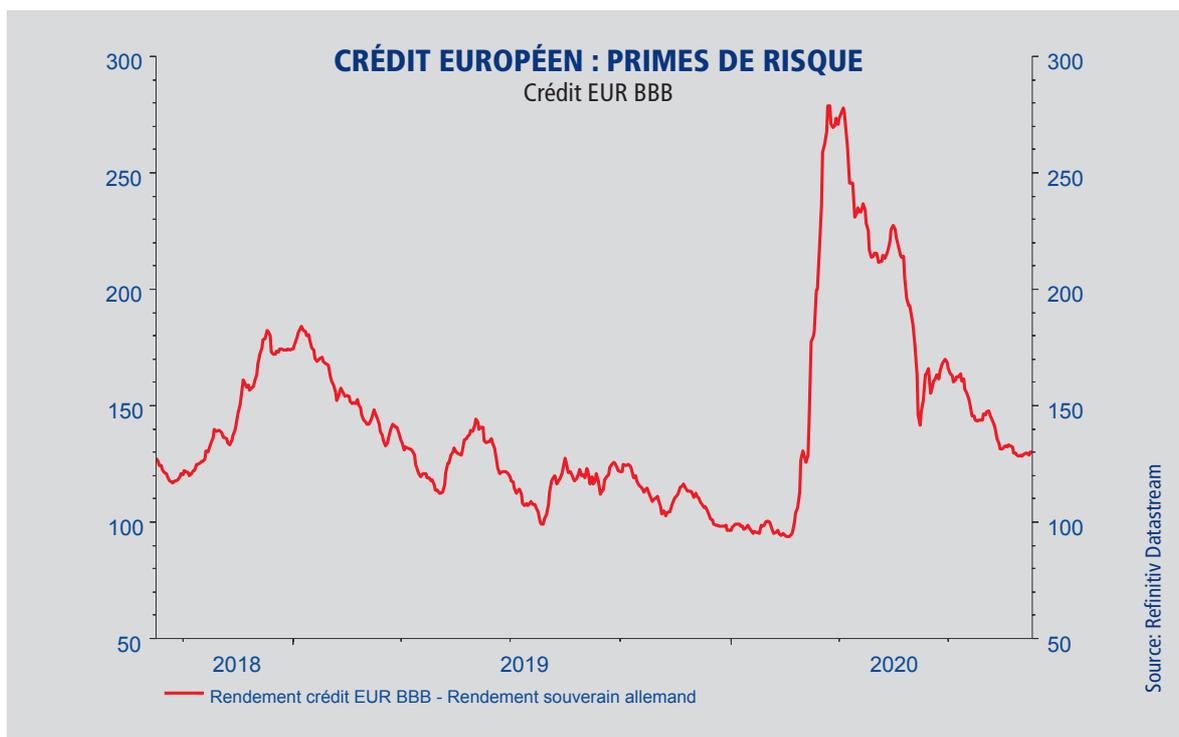
Malgré tout, nous continuons à opter pour la neutralité dans notre positionnement car le ratio profit/risque est peu avantageux à ces niveaux de taux. Qui plus est, à l'aube des élections américaines, nous pensons que les taux seront potentiellement sujets à une volatilité accrue dans les mois à venir.

Le crédit européen : un outil de politique monétaire

Après avoir vécu un début d'année difficile, le crédit européen est parvenu à poursuivre une évolution positive au cours des derniers mois. En réalité, en mars dernier, le soutien considérable de la BCE nous avait orientés vers un avis favorable à l'égard de la classe d'actifs, alors que tous les secteurs étaient violemment frappés par l'aversion pour le risque des investisseurs.

D'ailleurs, ce positionnement a continué d'être profitable durant les mois qui ont suivi. En effet, les marchés se sont montrés capables d'absorber sans sourciller un nombre effarant d'émissions de dette jusqu'au mois de juillet, dans un contexte où les taux souverains brillaient par leur faiblesse et où la BCE injectait près de 10 milliards d'euros par mois dans le crédit européen.

Pour autant, cette déferlante d'émissions ne nous a pas fait tendre le dos quant à un endettement qui se serait avéré inquiétant pour les sociétés. En définitive, pour l'expliquer simplement, soulignons qu'une grande partie de cette dette nouvelle a été dégagée comme coussin de sécurité, et demeure donc sous forme de liquidités. Par voie de conséquence, l'endettement net des sociétés n'a pas



encaissé le même pic que l'endettement brut. Ce coussin de sécurité, couplé à des prévisions d'investissement en très nette baisse pour le reste de l'année, a même constitué un argument supplémentaire qui nous a permis de justifier ce positionnement positif. Certes, la BCE préserve son rôle de grand demandeur, au moins jusqu'en juin 2021, mais nous devrions parallèlement observer un net déclin du nombre d'émissions lors de la deuxième moitié de l'année. D'ailleurs, cette tendance s'est déjà confirmée tout récemment, ce qui nous amène à penser que le resserrement des primes de risque jusqu'en fin d'année serait le scénario le plus probable.

Néanmoins, nous pensons que cela doit s'accompagner d'une certaine vigilance. Tandis que dans un premier temps, tous les secteurs ont subi les effets néfastes du confinement globalisé, puis dans un second temps, tous ont largement bénéficié du programme de la BCE, nous pensons que dans un troisième temps, les marchés vont marquer leur distinction parmi les différents types d'activités des sociétés. De ce fait, les sociétés peu cycliques et défensives pourraient poursuivre leur évolution positive, alors que les sociétés qui restent fortement touchées par les mesures prises pour contrecarrer le Covid-19 pourraient voir leur risque de crédit faire obstacle à cette évolution favorable. Notre positionnement à l'égard de cette classe d'actifs prend corps à la condition de rester sélectifs dans les titres que nous détenons, en privilégiant les sociétés dont l'activité est peu contaminée par le virus et dont le bilan est solide.

Le marché du crédit américain : Alive and kicking

Le crédit « Investment grade » américain continue de bénéficier des mesures de relance, lesquelles sont plus que jamais d'actualité et continuent d'épauler la demande. Par ailleurs, ces mesures se reflètent également dans la trajectoire descendante des primes de risques, un phénomène qui laisse entrevoir que le lien entre les prix des actifs et les achats d'actifs des banques centrales semble plus fort que jamais. Toutefois, un bémol est à mettre en lumière : il nous est aisé d'observer que les marchés escomptent déjà l'impact des stimuli supplémentaires susceptibles d'être envisagés dans le but de soutenir l'économie américaine.

Dans ce contexte, nous conservons notre vision positive du marché du crédit d'Outre-Atlantique, tout en faisant preuve d'un esprit sélectif de sorte à distinguer les émetteurs qui tireront leur épingle du jeu de ceux qui se montreront ostensiblement plus vulnérables. En effet, nous avons parfaitement conscience qu'une migration potentielle des notations de crédit pourrait faire monter la volatilité d'un cran. Dès lors, nous ciblons les émetteurs aux bilans solides, de nature non-cyclique, de rating A et qui sont éligibles aux programmes d'achats d'actifs des banques centrales.

De l'optimisme à toute épreuve

Après un début d'année chaotique, principalement lié à la propagation de la pandémie de Covid-19 à travers le globe et des dommages qu'elle a causés sur l'économie mondiale, les marchés actions ont relevé la tête et repris le chemin de la hausse. Certes, le contexte demeure ardu : le virus continue de se propager, les données économiques sont en berne, les relations sino-américaines évoluent en dents de scie, les négociations sur le Brexit sont au point mort et les élections américaines arrivent à grands pas. Ce tableau peu flatteur n'empêche pas pour autant certains indices boursiers d'enregistrer de nouveaux records. Il ne fait aucun doute que les nombreuses mesures de soutien à l'économie, issues des états et des banques centrales, ont constitué un élément clé, pour ne pas dire l'élément essentiel du rebond. À titre d'exemple, fin août, le MSCI World, qui représente l'ensemble des marchés actions des pays développés, a enregistré une progression de presque 6% par rapport au début d'année. Aussi, la performance des marchés actions américains est encore plus spectaculaire: presque 10% pour le S&P 500, l'indice phare de Wall Street, et plus de 30% pour le Nasdaq qui englobe l'ensemble des valeurs technologiques. Toutefois, soulignons que les investisseurs européens n'ont pas pleinement profité de l'embellie des marchés américains en raison de la dépréciation du dollar.

Dans une telle situation, nous conservons notre vision négative des marchés actions en raison de valorisations élevées, que les fondamentaux économiques et les risques potentiels qui pèsent sur l'économie ne justifient guère. En effet, les marchés actions ont retrouvé leurs niveaux « pre-Covid », alors que les bénéfices se sont effondrés en raison du confinement et du manque de confiance des acteurs économiques, lesquels ont préféré épargner plutôt qu'investir. La communauté financière, quant à elle, se montre très confiante : elle s'attend à un retour à la normale des bénéfices dès l'année prochaine. Un tel scénario nous laisse plus que sceptiques : le virus n'a pas disparu, et nous pensons que certaines mesures destinées à enrayer la pandémie pourraient continuer à mettre du plomb dans l'aile à l'économie, en particulier durant la saison hivernale et en l'absence de vaccin efficace et disponible à grande échelle. Le grand défi revient donc aux banques centrales : seront-elles vraiment capables de faire repartir la croissance économique ?

Par ailleurs, nous n'affichons aucune préférence particulière à l'égard du marché américain ou européen. Les bienfaits de la dominance de valeurs de croissance au sein des indices américains sont contrebalancés par des valorisations élevées et les risques que constituent les

élections présidentielles et un système de santé fragile. De son côté, L'Europe offre des valorisations plus attrayantes mais pâtit de l'appréciation de la monnaie unique.

En matière de secteurs, nous ancrons nos choix dans nos secteurs phares : les Services de Communication, les Services aux Collectivités et la Santé. Le premier offre l'avantage d'être exposé à des valeurs résilientes (opérateurs de téléphonie) et de croissance (géant de l'internet). Le secteur des Services aux Collectivités fait valoir un caractère défensif et bénéficie de l'environnement de taux bas et des tendances en matières environnementales, sociales et de gouvernance (ESG). Le secteur de la Santé, quant à lui, offre un profil de croissance durable, des valorisations attractives et bénéficie même de la crise sanitaire actuelle. En revanche, nous évitons les secteurs des Matières premières et de l'IT en restant sous-exposés aux sociétés de semi-conducteurs. En réalité, le segment des semi-conducteurs est le plus volatil au sein du secteur, et devrait essuyer les plâtres du ralentissement économique actuel. De la même manière, le secteur des Matières premières se retrouve aussi considérablement exposé aux aléas des cycles économiques, en plus d'être pénalisé par une forte base de coûts fixes.

Dans un tel contexte, nous préconisons un positionnement sous-pondéré en actions : la valorisation des marchés combinée aux incertitudes actuelles nous amènent toutes deux à nous montrer prudents sur le plan fondamental.

Toutefois, dans les semaines et les mois à venir, nous passerons au peigne fin le niveau de certains indices phares. Citons par exemple la bourse américaine, qui a rattrapé son niveau pré-Covid et se situe à des seuils de résistance historiques. Par ailleurs, les vents que distillent les discours et décisions des banques centrales vont encore très probablement influencer la direction des marchés dans un avenir proche, dans un contexte d'absence d'alternative et où les investisseurs s'habituent progressivement aux doutes que le virus sème... Ceci pourrait nous amener, le cas échéant, à revoir notre vision et notre allocation.

BCEE

ASSET MANAGEMENT

6A, rue Goethe, L-1637 Luxembourg, Tel.: (+352) 26 895-1, Fax: (+352) 26 895-24
e-mail: secretariat@bcee-am.lu, www.bcee-assetmanagement.lu

Disclaimer :

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A.. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : secretariat@bcee-am.lu ou bien par courrier à l'adresse suivante : BCEE Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <https://www.bcee.eu/Entreprises/Clientèle-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.