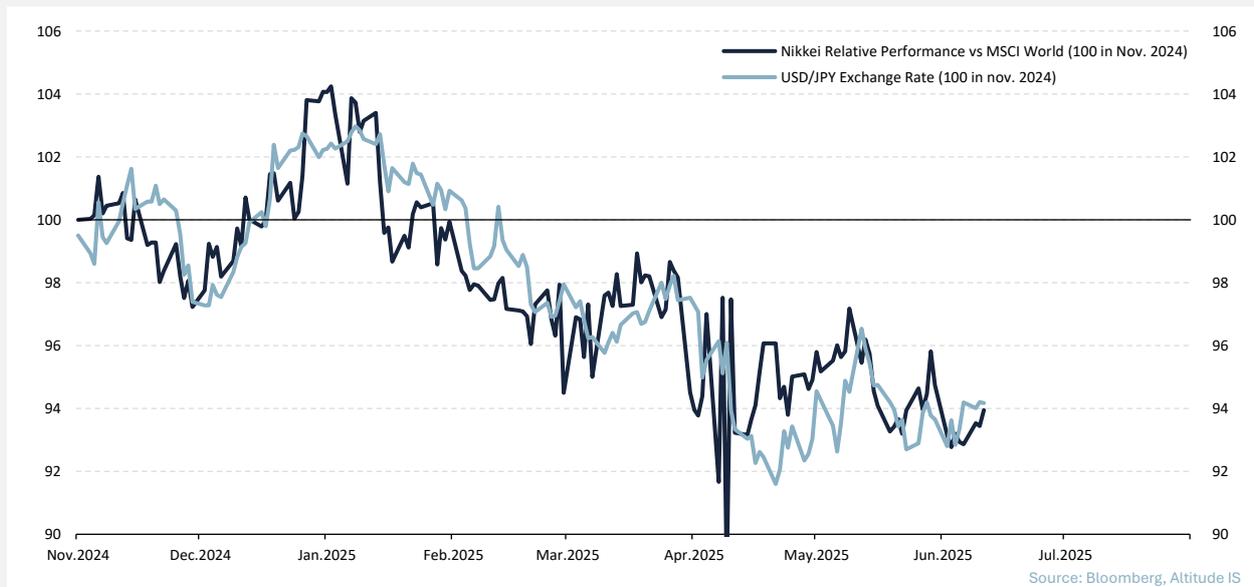


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 16 juin 2025

## "LA CHUTE DU YEN SERA UN SÉRIEUX ATOUT POUR LES ACTIONS JAPONAISES"

- Les investisseurs cherchent des alternatives aux actions US, sans trop s'exposer à l'Europe
- Le Nikkei japonais peut-il surperformer les principaux indices mondiaux ?
- La réponse se trouve dans les couloirs de la Banque du Japon... et c'est un "oui"
- Mais pour en profiter, il sera nécessaire de se couvrir contre la dépréciation du yen

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Corrélation de 85% entre le Nikkei et le taux de change"



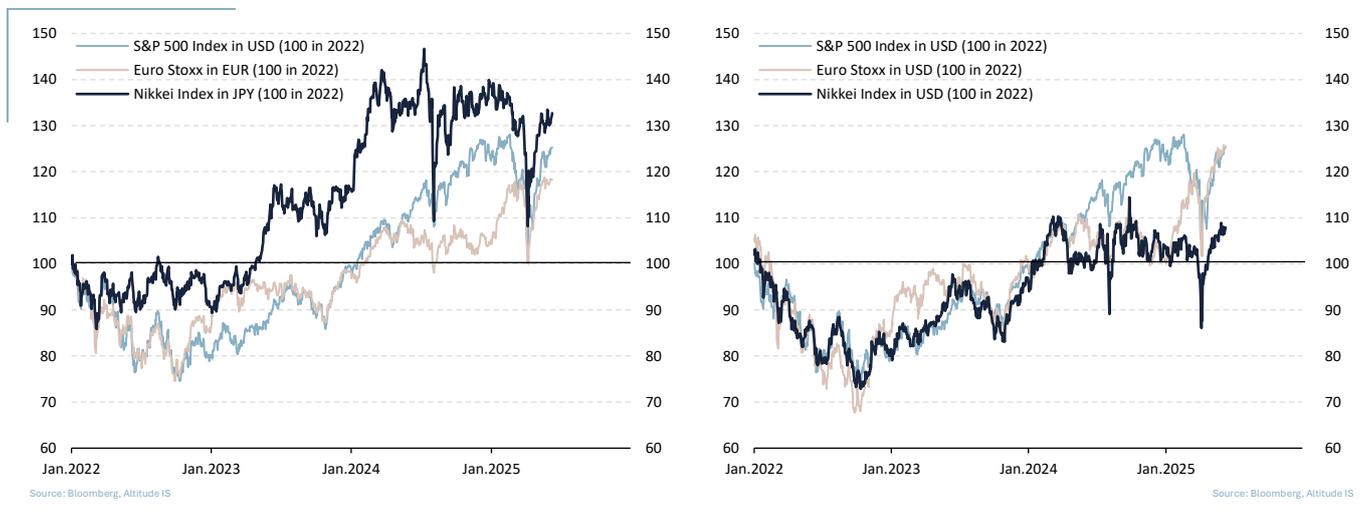
## ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

En 2022 et 2023, les actions japonaises avaient très nettement surperformé les marchés boursiers mondiaux. Le Nikkei, principal indice de l'archipel, était ainsi parvenu à atteindre son niveau le plus élevé depuis 33 ans. **Depuis le mois de janvier 2024, les titres en yens semblent stagner.** Ils font du surplace alors que le S&P 500 américain et l'Euro Stoxx ont progressé de près de 20% (cf. Fig. 2). Plusieurs éléments permettent de justifier cette sous-performance, tels que la volonté de désendettement du gouvernement, la hausse des taux directeurs ou la réduction du bilan de la Bank of Japan (BoJ). Tous ces facteurs ont favorisé **le rebond du yen** (cf. Graphique de la semaine). L'appréciation de la devise, en rendant les exportations moins compétitives, est venue freiner les



perspectives de croissance bénéficiaire et **a empêché la progression des cours boursiers des entreprises japonaises.**

Fig. 2 & 3 – Performance des actions mondiales, sans et avec ajustement monétaire



**L'évolution du taux de change est primordiale mais elle n'explique pas tout.** En monnaie commune, le Nikkei a délivré une performance 15% inférieure à celles du S&P 500 et de l'Euro Stoxx au cours des dix-huit derniers mois (cf. Fig. 3).

- Le contexte macroéconomique japonais est nettement moins porteur qu'il n'y paraît. Alors que les sociétés qui composent le Nikkei sont très dépendantes de l'industrie, la confiance des directeurs d'achats japonais reste en contraction pour le onzième mois d'affilée. Cette atonie pèse sur les bénéfiques, dont les attentes pour 2025 ont été abaissées de 3% depuis février.
- La composition sectorielle de l'indice japonais révèle que près de 50% des titres sont directement ou indirectement liés à la tech, mais qu'il s'agit surtout de fabricants de matériel et d'électronique grand public. Ces sociétés sont beaucoup plus cycliques que les plateformes logicielles qui stimulent Wall Street. Alors que les *Magnificent Seven* captent l'essentiel de l'essor de l'intelligence artificielle, au Japon le cycle des semiconducteurs reste morose.
- L'offre d'actions s'est accrue depuis que la Bourse de Tokyo a sommé les sociétés Prime de réduire leurs participations croisées et d'améliorer leur *price-to-book*. Les ventes par blocs se multiplient. Avec davantage de papier à absorber, le multiple du Nikkei est tombé à 18.6 fois les bénéfiques, contre plus de 26x pour le S&P 500.

**Pour savoir s'ils doivent surpondérer le Japon dans leur allocation d'actifs, les investisseurs doivent donc surveiller l'évolution de ces différents points mais également effectuer des prévisions sur le yen.**

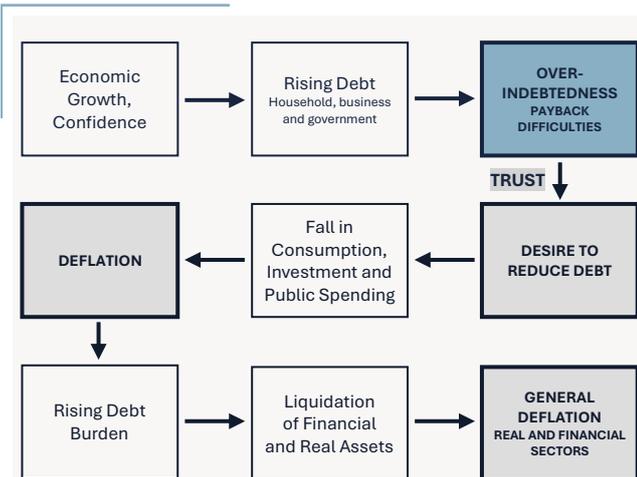
Si la monnaie devait s'apprécier davantage, alors les titres japonais continueraient de sous-performer. A contrario, si le yen était amené à chuter, alors les actions japonaises délivreraient des performances plus élevées (à condition de couvrir l'exposition au yen). Cette analyse nous entraîne inéluctablement vers deux concepts clefs : la déflation par la dette et la création monétaire non conventionnelle menée par la Bank of Japan (BoJ).

En 1933, quatre ans après la grande dépression, l'économiste Irving Fisher identifie la problématique de la déflation par la dette. Il démontre comment un processus de désendettement conduit à une chute



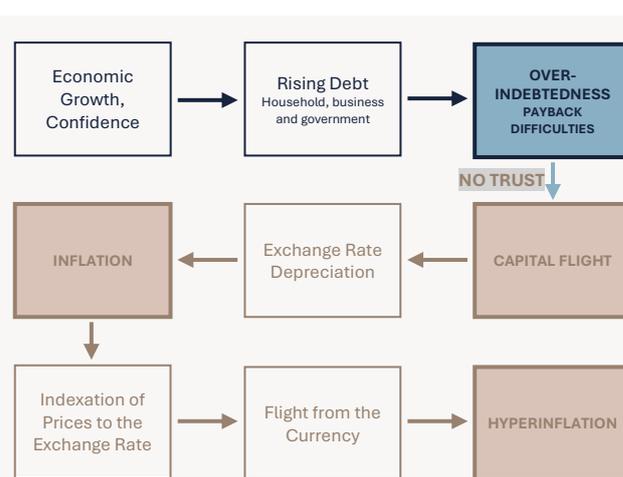
brutale de la consommation, de l'investissement, des dépenses publiques, et donc de la croissance, puis comment ce processus est susceptible de plonger l'économie dans une récession déflationniste. Un cercle vicieux s'enclenche car, en situation de déflation, le poids réel de la dette augmente mécaniquement, conduisant les agents économiques à redoubler d'efforts pour se désendetter. Ensuite, tout va dépendre de leur confiance quant à la soutenabilité de cette dette. Tant que la confiance demeure, la déflation par la dette perdure (cf. Fig. 4). Si elle s'effondre, le scénario d'hyperinflation et de dévaluation se met en place (cf. Fig. 5).

Fig. 4 – Déflation par la dette



Source: Altitude IS

Fig. 5 – Hyperinflation par la dévaluation



Source: Altitude IS

#### Déflation : scénario "à la japonaise entre 1992 et 2020"

- Les investisseurs continuent de faire confiance à l'Etat, achetant massivement la dette publique
- La déflation est durable, car les revenus sont épargnés plutôt qu'investis ou consommés
- La croissance s'enlise durablement, alimentant la déflation et le poids de la dette
- La monnaie s'apprécie, grâce à la Parité des Pouvoirs d'Achat (PPA)
- Les épargnants finissent par liquider leurs actifs, lorsqu'ils deviennent eux-mêmes endettés

#### Dévaluation : scénario "pays émergent", "crise de 1929" ou "à la japonaise depuis 2021"

- Les investisseurs perdent confiance en l'Etat, préférant les actifs étrangers (fuite des capitaux)
- La banque centrale devient le principal acheteur de la dette publique
- La monnaie nationale se déprécie massivement ou est dévaluée
- L'hyperinflation est générée par la hausse des prix importés et l'incertitude économique
- La croissance finit par rebondir mais les épargnants ont été spoliés

**Au-delà d'un certain niveau de dette, la confiance des investisseurs se brise. Ces derniers estiment en effet qu'ils courent un risque trop important de non-remboursement et ils s'écartent des obligations souveraines** (JGBs dans le cas du Japon). Cette faiblesse de la demande a pour conséquence de faire grimper les taux. Le Trésor japonais se trouve contraint de rémunérer davantage les investisseurs s'il veut espérer trouver preneurs pour l'ensemble de son offre obligataire. Cette hausse de la prime de risque et des taux qui lui est associée freine l'économie : l'Etat cherche à réduire son déficit, les entreprises n'empruntent plus pour investir et les ménages épargnent au lieu de consommer. La récession et la déflation s'installent, aggravant encore le problème de la dette.

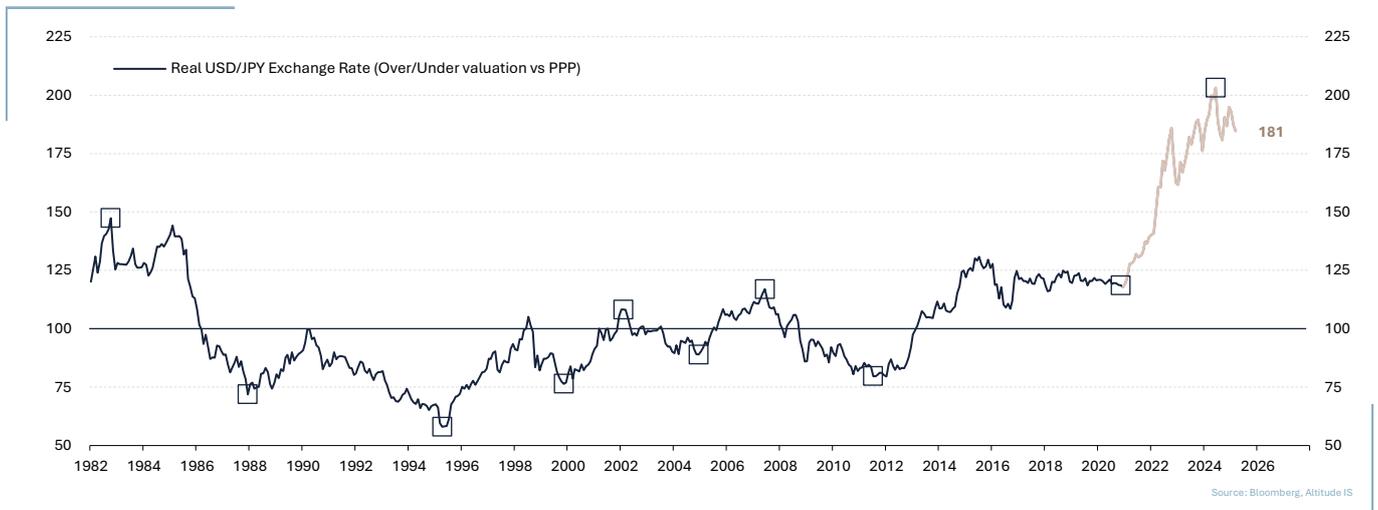
**Pour remédier à cette fatalité, la banque centrale n'a d'autre choix que d'intervenir, car son mandat est de maintenir l'inflation en territoire positif. Pour ce faire, elle abaisse artificiellement les taux d'intérêt**



**en effectuant un "contrôle de la courbe des rendements" (Yield Curve Control).** La BoJ imprime des yens et, grâce à cela, achète toutes les obligations souveraines japonaises dont les rendements sont supérieurs à un rendement prédéfini, 0.1% entre septembre 2016 et mars 2021 par exemple. En procédant de la sorte, elle rend la dette soutenable et elle favorise l'investissement et la consommation au détriment de l'épargne. Elle évite ainsi un défaut de paiement tout en soutenant la croissance de l'activité économique et des prix. L'inconvénient de cette politique est qu'elle crée des distorsions importantes sur les marchés. **Cette création monétaire excessive (utilisation de la planche à billets) déprécie la valeur du yen.** Si, comme le veut le dicton, "tout ce qui est rare est cher", a contrario tout ce qui est abondant n'a que peu de valeur.

**Habituellement, lorsque la dette et la déflation s'auto-entretiennent, la monnaie s'apprécie. C'est ce qui s'est produit entre 1992 et 2020 au Japon.** La théorie de la PPA stipule que les prix des biens et services doivent être les mêmes partout sur la planète, sans quoi les monnaies évoluent pour compenser. Ainsi, plus l'inflation est faible dans un pays, plus sa monnaie s'apprécie. Et inversement. Historiquement, la croissance des prix étant plus faible au Japon qu'ailleurs, le yen a une tendance naturelle à l'appréciation. **Ce n'est plus le cas depuis 2021.** Si la théorie continuait de s'appliquer, alors le taux de change du dollar contre le yen serait de 80. Aujourd'hui, le billet vert s'échange contre 145 yens. Le taux de change semble très loin de sa valeur d'équilibre (81% au-dessus, cf. Fig. 6). L'écart est tel qu'il en devient impressionnant. **De deux choses l'une : soit il s'agit de l'opportunité du siècle pour les cambistes, soit quelque chose s'est cassé dans la valorisation du yen.**

Fig. 6 – Sur/sous-évaluation du taux de change USD/JPY

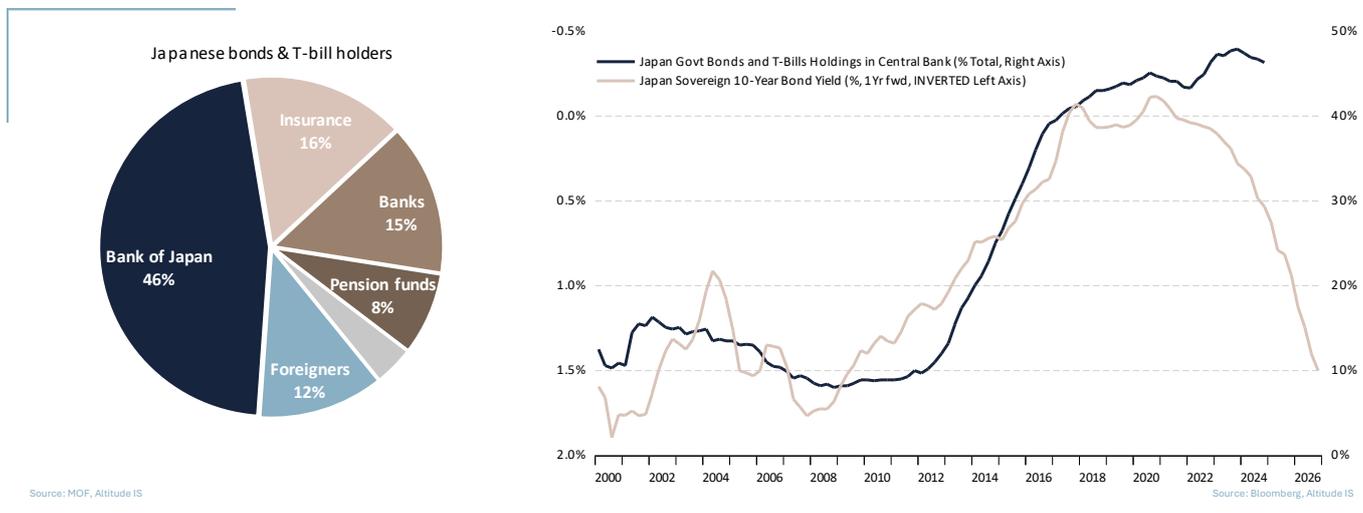


**Les investisseurs ne voulant plus acheter la dette japonaise, la banque centrale a dû se porter acheteuse en dernier ressort.** Pour ce faire, elle a appliqué une politique monétaire non conventionnelle de monétisation de la dette. Entre 2013 et 2023, la BoJ a acheté une très large part des nouvelles émissions gouvernementales. Désormais, en cumulé, elle détient 46% de la totalité des bons et des obligations du Trésor (cf. Fig. 7), contre 10% "seulement" en 2012. Depuis quelques années, elle souhaite freiner, voire stopper cette stratégie. Dans un premier temps, elle a laissé grimper les rendements, de 0.1% à plus de 1.5% pour les obligations à 10 ans. Cette rémunération plus élevée aurait dû attirer les investisseurs privés : assurances, banques, caisses de pension, fonds de placements, etc. Cela n'a pas véritablement fonctionné (cf. Fig. 8). Dans un second temps, le gouvernement a cherché à réduire son déficit public, freinant ainsi son besoin de financement. Cela a permis à la BoJ de se délester d'une partie de ses



obligations du Trésor au cours des 18 derniers mois. C'est ainsi que son taux d'emprise sur les JGBs est passé de 48% à 46%.

Fig. 7 & 8 – Dette publique japonaise détenue par la BoJ et taux à 10 ans (inversés)



**L'intention de normaliser la situation est louable mais les tensions sur le marché obligataire se sont directement fait sentir, rappelant aux investisseurs que l'équilibre du marché japonais n'a rien de naturel.** Sans les achats de la BoJ, véritable "baleine" dans cet océan de dettes, le marché ne parvient pas à absorber de manière autonome toutes les obligations souveraines émises. Le 20 mai dernier, l'adjudication à 20 ans a été si peu souscrite par les investisseurs obligataires qu'elle a déclenché une ruée vendeuse. Les taux longs, à 20, 30 et 40 ans, ont ainsi atteint des sommets historiques. Une semaine plus tard, la tension a été ravivée, quand l'adjudication à 40 ans n'a enregistré qu'un *bid-to-cover* de 2.21, très en-deçà des attentes, confirmant la défiance vis-à-vis des maturités super-longues.

Face à cette crise de confiance, le ministère des Finances a laissé filtrer plusieurs pistes. Dès le mois de juillet, il envisage de réduire le volume trimestriel d'émissions d'obligations dont les maturités sont comprises entre 20 et 40 ans. Il entrevoit également de racheter d'anciennes souches obligataires émises à taux bas. Enfin, il souhaite lancer un nouvel emprunt flottant, indexé sur le taux court, dans l'espoir d'accroître la demande domestique. Dans une récente déclaration, le ministre a souligné "l'importance d'assurer la présence d'une variété d'investisseurs alors que la BoJ réduit ses achats". Il est condamné à réussir car, avec une dette avoisinant 250% du Produit Intérieur Brut (PIB) et un taux d'intérêt moyen à 0.85%, les charges d'intérêt représentent déjà 9% des dépenses de l'Etat. Si les taux restent à leurs niveaux actuels, ce sera 15% !

**La Banque du Japon (qui se réunit aujourd'hui et demain) n'aura bientôt pas d'autre choix** que de réactiver ses outils de politique monétaire extraordinaires : *quantitative easing* et *yield curve control*. **Sans une monétisation supplémentaire de la dette souveraine, elle entretiendra la probabilité de défaut du Japon et la volatilité sur le marché obligataire.** C'est inconcevable. Le temps de la "dominance fiscale" est venu. Dans ce scénario hautement probable, le yen se dépréciera de nouveau et fortement. Les cambistes auront d'ailleurs noté qu'il ne s'est récemment pas apprécié contre le dollar, intrinsèquement affaibli par les décisions en va-et-vient de l'administration Trump, et qu'il a plutôt recommencé à chuter face à d'autres devises telles que l'euro (cf. Fig. 9).



Fig. 9 – Taux de change du yen contre dollar et euro



### Conclusion :

Contrairement à ce qu'elle communique régulièrement, la BoJ ne pourra pas normaliser sa politique monétaire en relâchant durablement le "contrôle de la courbe des rendements" (YCC). La monétisation de la dette reprendra bientôt. Le yen entamera alors une nouvelle et puissante phase de dépréciation. A ce stade, il faudra même parler de dévaluation. Ironie de l'histoire, les actions japonaises (hedgées) auront donc toutes les chances de surperformer les indices boursiers mondiaux.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	889.7	61.40	-0.2%	2.4%	6.9%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5977	58.68	-0.4%	1.7%	2.2%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	42 198	50.36	-1.3%	0.4%	0.0%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 407	59.33	-0.6%	2.2%	0.8%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	558.7	44.34	-2.2%	-0.4%	13.4%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 851	65.00	0.2%	3.3%	10.4%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 146	44.63	-1.8%	0.1%	7.9%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	38 274	54.23	0.2%	-0.9%	-4.3%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 190	61.20	0.8%	3.3%	12.2%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	137 213	53.15	0.8%	-1.3%	14.1%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	57 439	49.64	-1.1%	0.9%	18.5%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	81 634	49.15	-1.3%	0.3%	4.5%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 867	49.77	0.0%	-0.4%	-1.0%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	136.4	64.39	-0.6%	5.4%	9.9%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	412.5	49.62	-0.4%	-2.0%	-1.5%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	295.7	46.03	-0.7%	2.3%	9.8%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	254.3	72.64	5.2%	4.7%	7.9%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	199.1	50.98	-1.8%	0.8%	12.6%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	354.7	60.40	1.4%	4.7%	2.6%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	425.6	61.53	-0.9%	2.7%	14.2%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	785.8	64.03	0.0%	2.9%	2.5%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	334.5	58.92	0.2%	2.5%	10.8%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	993	55.28	-0.1%	2.0%	4.4%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	180.5	58.09	0.9%	4.0%	14.2%	13.0%	1.6%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.58%	61.76	0.8%	2.1%	6.1%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.23%	53.64	0.6%	0.7%	2.6%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.72%	52.82	0.1%	1.0%	0.6%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.28%	53.50	0.3%	1.1%	-0.4%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.49%	60.37	0.7%	1.0%	2.9%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.42%	55.42	0.4%	0.9%	0.8%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.16%	59.28	0.4%	0.4%	-1.1%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.80%	65.39	0.4%	1.2%	4.0%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.20%	58.04	0.5%	1.0%	2.7%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.13%	58.61	0.1%	0.6%	1.6%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.63%	67.07	0.3%	0.9%	3.2%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.42%	71.70	0.1%	0.7%	3.2%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.62%	71.67	0.0%	0.8%	2.7%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.35%	66.76	0.3%	1.0%	3.9%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	475.6	62.55	-0.4%	1.5%	8.0%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	622.2	55.05	-0.8%	0.0%	4.0%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	281.4	61.45	-0.9%	3.6%	20.9%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	278.9	55.00	0.5%	2.8%	15.8%	15.8%	5.8%
Japan (Convertibles)	229.0	50.21	-0.5%	0.3%	1.0%	6.4%	7.6%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 635	76.88	n.a.	2.2%	1.6%	11.1%	7.8%
Macro	1 321	59.77	n.a.	-0.4%	-1.6%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 250	66.03	n.a.	5.2%	1.8%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 716	74.51	n.a.	3.4%	2.4%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 744	74.82	n.a.	2.1%	1.1%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 695	92.60	n.a.	2.1%	2.6%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 750	87.18	n.a.	4.5%	5.2%	9.8%	7.8%
Credit	1 633	96.14	n.a.	0.9%	2.3%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	#N/A N/A	100.00	n.a.	0.5%	1.4%	10.0%	11.2%
Commodity	1 899	93.17	n.a.	2.9%	6.1%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 275	46.76	n.a.	-1.0%	-5.0%	7.9%	-3.6%
<b>Volatility</b>							
VIX	20.82	53.90	24.2%	14.3%	20.0%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	21.73	57.83	24.7%	31.2%	27.8%	25.3%	-35.0%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	560.0	n.a.	-0.2%	2.2%	4.4%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 422	n.a.	2.9%	6.8%	30.4%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	36.28	n.a.	-1.3%	12.3%	25.5%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	72.98	n.a.	13.0%	14.6%	1.8%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	75.19	n.a.	10.3%	13.7%	1.5%	-4.6%	-4.5%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	98.10	38.56	-0.9%	-3.0%	-9.6%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1557	63.67	1.2%	3.5%	11.6%	-6.2%	3.1%
JPY	144.04	51.15	0.4%	1.2%	9.1%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3570	59.03	0.1%	2.2%	8.4%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6495	54.26	-0.3%	1.4%	5.0%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3584	71.70	0.9%	2.8%	5.9%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8112	62.98	1.3%	3.3%	11.9%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1837	57.61	-0.1%	0.4%	1.6%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.934	66.19	0.6%	2.8%	10.0%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 835.3	71.17	0.2%	1.4%	6.2%	-0.7%	4.8%
XBT	106 551	n.a.	-2.2%	2.7%	13.7%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



## AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

