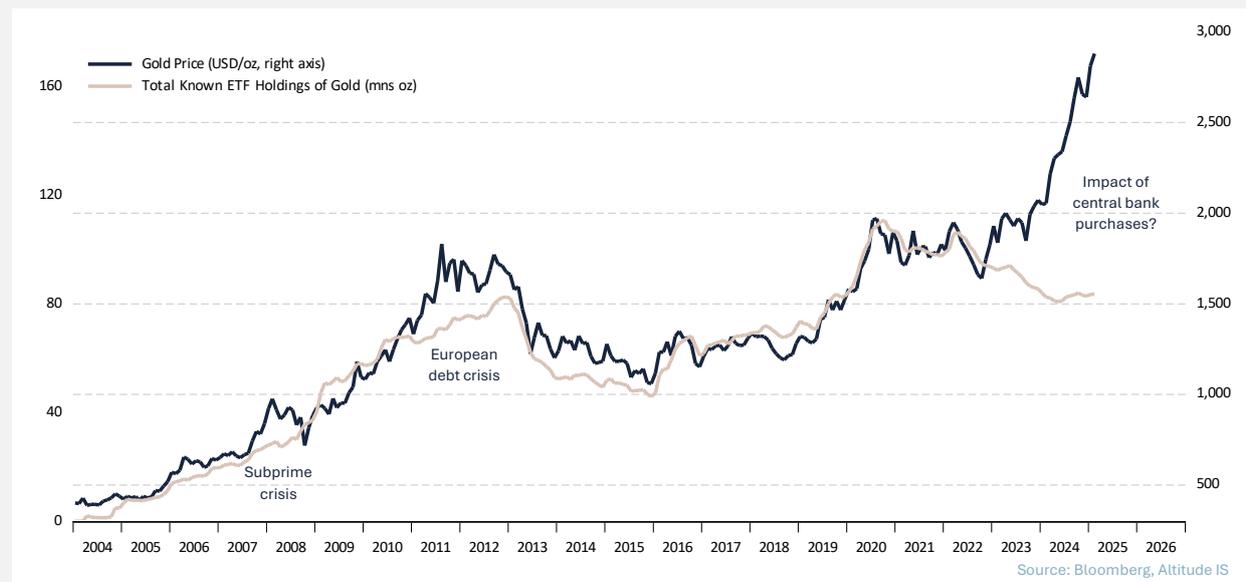


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 10 février 2025

"L'OR BRILLE, MÊME DANS LA BOUE"

- Les grands équilibres économiques et politiques mondiaux sont perturbés
- Pour s'assurer un avenir serein, les pays émergents accumulent de l'or
- Les particuliers n'ont pas encore participé à cette thématique profitable
- Et les minières aurifères semblent avoir été complètement négligées

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les particuliers ne courent pas (encore) après l'or"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Moitié matière première, moitié devise, l'or est surtout considéré comme l'actif refuge ultime. Son utilité dans la construction de portefeuilles est sans équivalent. Faiblement, voire négativement, corrélé avec les autres grandes classes d'actifs, il permet d'améliorer la frontière efficiente lors d'une allocation optimale : pour un même niveau de risque, le rendement d'un portefeuille détenant de l'or sera plus élevé. Malgré cela et sous prétexte qu'il ne délivre ni dividende ni coupon, l'or est considéré par les investisseurs comme une "relique barbare". Pour 98% des conseillers en investissement, la pondération en or des portefeuilles est inférieure à 5% et, pour 71% d'entre eux, elle est même inférieure à 1% (cf. Fig. 2). Depuis octobre 2022, cette sous-exposition aura été coûteuse car le cours du métal jaune s'est envolé de +78%.



Les facteurs justifiant la récente et puissante vague haussière de l'once d'or sont nombreux :

- **Les tensions géopolitiques se sont accentuées.** La guerre en Ukraine, qui perdure depuis 2022, pèse sur la croissance économique et sur la stabilité politique européennes. Depuis l'élection de Donald Trump et la probable réduction de l'aide militaire à Kiev, le soutien occidental risque de s'essouffler. Un peu plus au sud, c'est le conflit qui oppose Israël au Hamas palestinien et au Hezbollah libanais qui pourrait finir par embraser toute la région. Les derniers commentaires du président américain, souhaitant que les États-Unis prennent "le contrôle de la bande de Gaza" pour en faire la "riviera du Proche-Orient", sont venus exacerber ces craintes. Bien plus à l'est, les tensions entre la Chine et Taïwan, avec des manœuvres militaires fréquentes et un durcissement des discours politiques, font craindre un conflit plus large impliquant les États-Unis. Comme souvent, lorsque les tensions augmentent, les investisseurs se tournent vers l'or pour assurer leur sécurité financière. A très long terme, ce sont d'autres types d'incertitudes, comme le dérèglement climatique ou la monétisation des dettes publiques, qui favoriseront l'appréciation du cours de l'once d'or.
- **Les banques centrales des pays émergents ont accumulé d'importants stocks d'or.** Depuis l'embargo sur les réserves en devises de la Russie, les pays émergents tels que la Chine, l'Inde, la Turquie, mais aussi les pays d'Europe de l'Est comme la Pologne, la République tchèque ou la Hongrie, cherchent à assurer leur stabilité financière. Ils envisagent le cas où ils n'auraient plus accès au dollar et au système SWIFT pour leurs transactions financières internationales. Entre 2022 et 2024, les achats des banques centrales ont triplé, pour dépasser les 1'000 tonnes d'or annuelles, un record historique (cf. Fig. 3). Les volumes sont tels qu'elles ont donné une impulsion décisive à la tendance haussière du cours de l'once d'or. Rien ne laisse présager que leur volonté de réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar américain ne s'estompe prochainement.

Fig. 2 – Poids de l'or dans l'allocation d'actifs

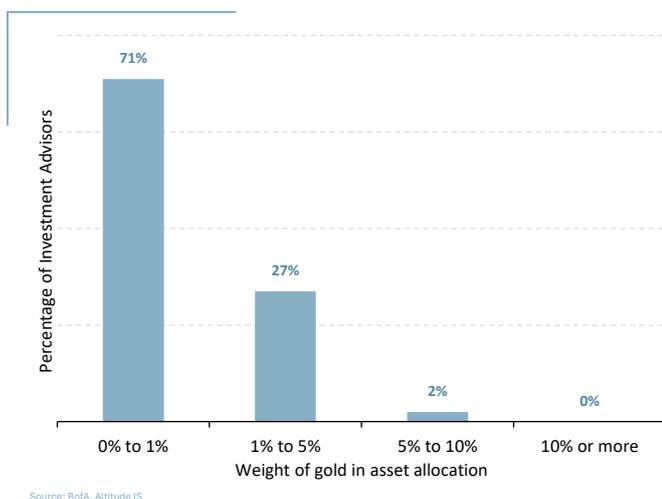
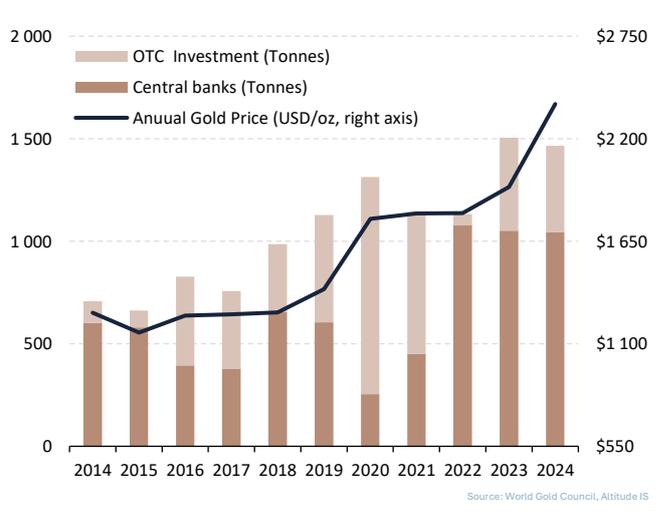


Fig. 3 – Achat d'or, banques centrales et OTC



- **Les banques centrales ont assoupli leurs politiques monétaires.** Après avoir cessé d'augmenter les taux directeurs en 2023, les institutions financières ont commencé à abaisser le loyer de l'argent en 2024. Toutes choses égales par ailleurs, l'avantage de détenir une obligation qui détache un coupon par rapport à une once d'or qui ne rapporte rien s'amenuise.
- **L'essor de l'intelligence artificielle (IA) est venu accroître la demande d'or dite "technologique".** Le métal jaune est utilisé dans les composants électroniques, en raison de ses propriétés de conductivité et de résistance à l'oxydation. L'accélération de la production de puces avancées, en particulier celles utilisées dans les centres de données et les applications de pointe destinées à l'IA, a renforcé l'utilisation de l'or. Par ailleurs, l'augmentation des capacités des serveurs cloud a nécessité une production accrue de circuits intégrés, où l'or joue un rôle clé dans les connecteurs



et les contacts de précision. Enfin, le développement des véhicules électriques et des capteurs avancés dans l'automobile, notamment pour les contacts électriques des batteries et les systèmes de communication embarqués, est également venu soutenir la consommation d'or.

Les facteurs permettant de justifier un cours de l'or (encore) plus haut existent :

- **Ajusté de l'inflation, le prix d'une once n'a pas encore atteint son précédent record historique.** Pour retrouver son pouvoir d'achat du 20 janvier 1980, l'or devrait s'échanger à 850 dollars de 1980, c'est-à-dire 3'452 dollars de 2025 (cf. Fig. 4). A l'époque, la révolution iranienne de 1979 avait provoqué la deuxième crise pétrolière. Les taux d'intérêt étaient inférieurs à l'inflation, qui dépassait 13% aux États-Unis. Par ailleurs, l'instabilité géopolitique, marquée par la prise d'otages à l'ambassade américaine de Téhéran et l'invasion soviétique de l'Afghanistan, avait amplifié la demande d'actifs refuges. Cet environnement atypique avait rendu l'or plus attractif que les obligations d'État. Il avait également favorisé la spéculation, notamment de la part des frères Hunt qui tentaient de contrôler le marché de l'argent, contribuant ainsi à un emballement des métaux précieux. Ce n'est que lorsque les investisseurs comprirent que Paul Volcker, le président de la Réserve fédérale de l'époque, allait relever les taux d'intérêt de manière brutale, au-delà de 17%, que l'attrait pour l'or avait fini par s'atténuer.

Fig. 4 – Cours de l'or ajusté de l'inflation

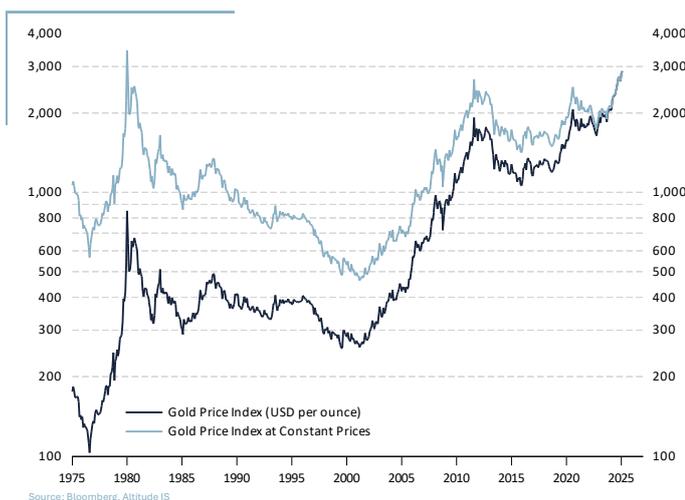
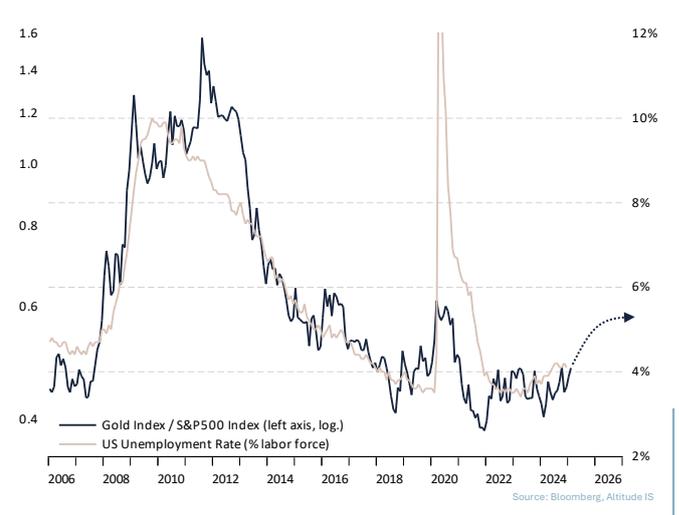


Fig. 5 – Ratio or/S&P500



- **L'or s'apprécie par rapport aux actions lorsque le taux de chômage augmente.** Si le ratio de demandeurs d'emplois devait passer au-dessus de 5% de la population active, comme l'anticipent nos modèles économétriques, alors la performance relative de l'or par rapport aux actions pourrait devenir très positive. Au vu de la corrélation passée entre ces deux variables (cf. Fig. 5) et dans l'hypothèse que l'indice S&P 500 reste proche de son niveau actuel, le métal doré pourrait dépasser 3'300 dollars l'once.
- **Des trois éléments de soutien mentionnés dans cette section, ce dernier est très clairement le plus puissant : les particuliers ne se sont pas encore intéressés à cette thématique.** Preuve s'il en faut, le volume d'or détenu par les fonds indiciels (ETF) a chuté de 25% depuis son sommet d'octobre 2020. A mesure que la volatilité des marchés boursiers se développera, la demande des particuliers pour l'or se renforcera. Pour rattraper leur retard sur la thématique, il faudrait que les investisseurs privés achètent quelque 90 millions d'onces d'or supplémentaires (cf. Graphique de la semaine). Cela représenterait 2'800 tonnes d'or, c'est-à-dire les trois quarts de la production mondiale annuelle. A moins que les banques centrales revendent ce qu'elles ont acheté ces trois dernières années, hypothèse improbable, le déséquilibre entre l'offre et la demande s'exprimerait inévitablement par une hausse des prix.



Malgré la belle dynamique du cours de l'or et le réservoir de flux favorables, **il existe des risques qui pourraient conduire à une pause, voire à un retracement temporaire mais brutal :**

- **Une augmentation plus forte que prévu des créations d'emplois aux États-Unis.** La bonne dynamique du marché du travail pourrait inciter la Réserve fédérale à réduire ses taux d'intérêt moins rapidement ou moins fort que prévu. En permettant aux investisseurs d'obtenir des rendements relativement élevés, les États-Unis viendraient augmenter l'attrait de leurs obligations par rapport à l'or, qui ne génère aucun rendement.
- **Les actifs financiers s'apprécient rarement en ligne droite.** Aussi impressionnante qu'elle puisse paraître, la progression du cours de l'or n'a rien d'exceptionnel. Une séquence similaire avait déjà eu lieu en 2020 (cf. Fig. 6). À l'époque, la crise mondiale du Covid-19, couplée aux politiques monétaires ultra-accommodantes des banques centrales, avait propulsé l'or à 2'000 dollars l'once. Aujourd'hui, les facteurs explicatifs sont différents mais la dynamique est comparable. Elle le serait d'autant plus si le cours de l'once oscillait autour de 2'600 dollars au cours des douze prochains mois.
- **Un retracement technique de forte amplitude.** Les traders n'ont jamais détenu autant de positions spéculatives acheteuses depuis que les données sont recensées. Paradoxalement, ils sont très vulnérables à un long squeeze. Ce phénomène se produit lorsque le prix d'un actif chute brusquement, obligeant les traders qui avaient parié sur la hausse du prix à fermer leurs positions, de manière à contrôler leur risque. La clôture de ces positions entraîne une augmentation de l'offre, ce qui exerce une pression à la baisse sur les prix et un effet "boule de neige". Aujourd'hui, ce risque est très élevé : si le cours de l'or devait chuter, alors il chuterait brutalement.

Fig. 6 – Comparaison des deux derniers cycles de l'or



La décorrélation entre le cours de l'or et le taux de change du dollar interroge (cf. Fig. 7). Faut-il que l'un d'entre eux chute, de manière à combler l'écart ? Dans une première hypothèse, l'or reviendrait à 1'800 dollars l'once. Dans l'alternative, le dollar s'échangerait à 1.33 pour 1 euro. Dans une troisième et dernière option, la plus probable, l'écart pourrait ne jamais être comblé. Cela signifierait que la relation entre les deux "monnaies" s'est brisée, comme cela arrive régulièrement. Il est important de se souvenir que la tendance à long terme de l'or est haussière, tandis que celle du taux de change entre l'euro et le dollar est relativement stable.

Si l'or brille de mille feux, l'argent est tout simplement éblouissant. Il se distingue comme une alternative intéressante pour les investisseurs en quête de levier. Le "petit frère" de l'or possède des



caractéristiques uniques qui le rendent attractif, notamment en raison de son usage industriel et de sa très forte volatilité. La société minière mexicaine Fresnillo souligne régulièrement que la forte demande d'argent est alimentée par le développement de la 5G, de l'énergie solaire, de l'automobile, des nanotechnologies et plus généralement par l'accélération des projets d'infrastructures "vertes" dans le monde entier. Par ailleurs, le ratio de prix entre les deux métaux précieux étant historiquement faible (cf. Fig. 8), les investisseurs escomptent un rattrapage du cours de l'argent. Cependant, contrairement à l'or, l'argent est beaucoup plus exposé aux cycles économiques. En période de récession, la demande industrielle d'argent chute, entraînant une forte contre-performance. Ce risque pourrait refaire surface.

Fig. 7 – Impact du dollar sur le prix de l'or

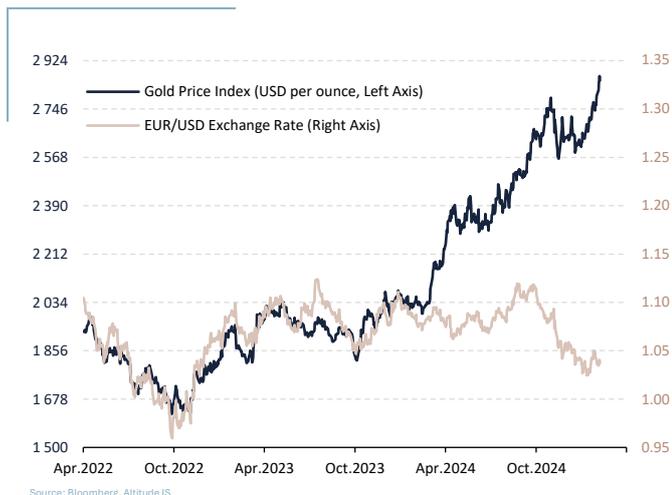
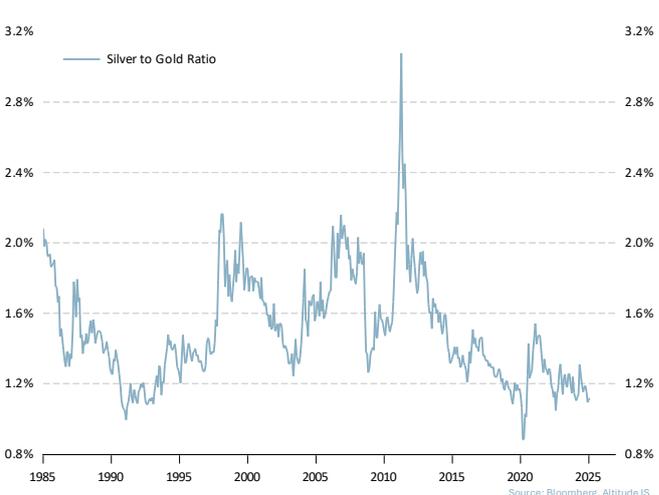


Fig. 8 – Cours de l'argent par rapport à l'or



Depuis deux ans et la flambée des cours de l'or, **les actions des minières aurifères, telles que Newmont, Barrick Gold, Agnico Eagle ou Franco Nevada, n'ont pas véritablement réussi à surperformer l'indice américain S&P 500** (cf. Fig. 9). Pourtant, c'est une lapalissade que d'écrire que les sociétés minières bénéficient de la hausse du prix de vente du métal jaune. Malgré la montée des coûts de production, leurs marges n'ont cessé de s'accroître, jusqu'à en devenir les plus généreuses de l'histoire (cf. Fig. 10).

Fig. 9 – Perf. relative des minières aurifères

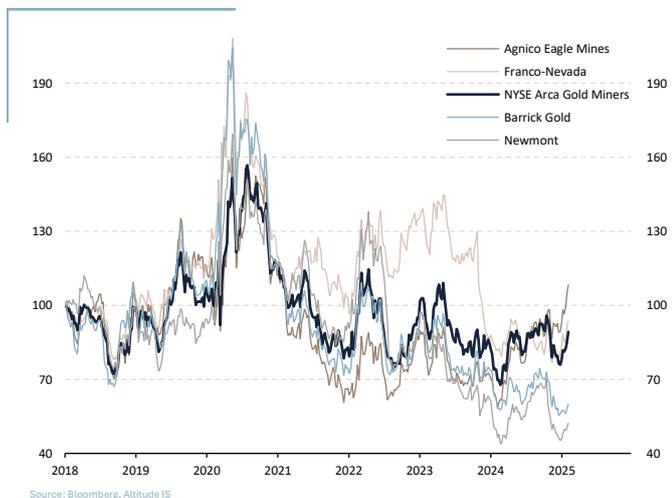


Fig. 10 – Marges de production & minières aurifères





Sur la base des dernières données disponibles, le coût moyen de production d'une once d'or est estimé à 1'450 dollars. Il a récemment augmenté en raison des opérations de maintenance et de l'inflation des coûts de sous-traitance. Par ailleurs, la raréfaction de nouvelles découvertes de gisements d'or contraint les sociétés minières à investir davantage dans l'exploration et l'exploitation de gisements moins riches. S&P Global a d'ailleurs averti que la production mondiale d'or pourrait atteindre un pic d'ici 2028, ce qui pourrait exacerber les tensions sur l'offre. Malgré cela, les coûts de production ne représentent que la moitié du prix de vente. Ainsi, même si les prix de l'énergie devaient augmenter, les sociétés minières continueraient à générer des bénéfices substantiels.

Le "coût fondamental" de l'or est estimé à 2'300 dollars l'once, bien en deçà des 2'850 dollars actuels.

Il est calculé en fonction du coût de production moyen des mines d'or, auquel s'ajoutent une marge raisonnable pour les producteurs et parfois d'autres facteurs comme l'inflation ou la demande structurelle. Viendra le temps où les investisseurs finiront par se souvenir que les perspectives pour les minières aurifères sont très positives et que leurs cours boursiers ont encore un long chemin à parcourir pour compenser le retard accumulé en 2024.

Conclusion :

Les grands équilibres mondiaux évoluent, que ce soit en termes économiques, monétaires, géopolitiques, voire climatiques. Ces bouleversements génèrent de l'incertitude. Tous les investisseurs, qu'il s'agisse des banques centrales, des institutionnels, des traders, et bientôt des particuliers, s'accorderont volontiers sur le proverbe lituanien : "l'or brille même dans la boue".



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	869.4	55.91	0.1%	2.7%	3.4%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 026	51.27	-0.2%	2.1%	2.5%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	44 303	54.08	-0.5%	4.2%	4.2%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 523	48.44	-0.5%	0.2%	1.1%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	544.2	68.83	0.5%	5.8%	7.9%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 701	67.79	0.3%	5.6%	6.5%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 593	71.57	0.0%	6.4%	8.6%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	38 801	45.60	-2.0%	-3.2%	-2.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 108	63.10	1.4%	2.7%	3.2%	8.0%	10.2%
Brazil (IBOVESPA)	124 619	52.67	-1.2%	2.9%	3.6%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	52 818	66.96	3.1%	5.6%	6.8%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	77 232	52.54	0.5%	-0.3%	-0.2%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 902	56.78	2.0%	2.7%	-0.9%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	133.7	61.21	-0.7%	5.6%	7.1%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	431.4	49.46	-1.9%	2.8%	2.3%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	279.6	62.10	0.8%	3.7%	2.6%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	248.1	47.21	0.8%	0.3%	3.4%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	191.6	67.53	0.7%	6.1%	6.7%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	369.6	59.71	-0.2%	4.5%	5.9%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	390.3	52.75	-0.7%	2.9%	3.7%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	766.8	48.83	0.8%	-1.4%	-0.3%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	323.8	60.16	0.8%	5.7%	5.8%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	977	57.99	1.1%	4.1%	2.7%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	163.7	51.36	-0.1%	1.6%	2.0%	12.9%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.64%	59.14	0.5%	1.5%	1.0%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.43%	60.03	0.4%	1.4%	0.9%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.71%	63.31	0.6%	1.3%	0.4%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.24%	60.61	0.6%	0.9%	0.0%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.45%	62.35	0.4%	1.9%	1.2%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.51%	54.56	0.1%	0.3%	-0.4%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.10%	28.53	-0.5%	-1.1%	-1.3%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.84%	67.12	0.5%	2.4%	1.8%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.30%	57.17	0.3%	2.0%	0.9%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.10%	71.69	0.1%	1.6%	0.7%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.52%	71.99	0.4%	1.6%	1.2%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.25%	63.55	0.2%	1.3%	1.4%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.58%	79.43	0.5%	1.4%	1.0%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.27%	68.32	0.4%	1.8%	1.9%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	454.0	58.98	0.3%	2.2%	3.1%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	617.7	56.60	0.2%	2.1%	3.2%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	240.9	64.50	-0.1%	2.8%	3.5%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	248.5	54.90	0.3%	3.2%	3.2%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	226.2	56.17	-0.5%	-0.2%	-0.2%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 635	82.03	n.a.	1.5%	1.5%	11.1%	7.8%
Macro	1 355	67.62	n.a.	1.0%	1.0%	7.3%	1.6%
Equity Long Only	2 231	71.12	n.a.	0.6%	0.6%	12.3%	15.9%
Equity Long/Short	1 709	80.41	n.a.	1.9%	1.9%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 739	74.52	n.a.	0.9%	0.9%	8.6%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 650	95.24	n.a.	0.1%	0.1%	12.2%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 692	88.11	n.a.	1.7%	1.7%	9.8%	7.8%
Credit	1 610	96.53	n.a.	0.8%	0.8%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 629	100.00	n.a.	0.5%	n.a.	10.1%	11.2%
Commodity	1 874	89.29	n.a.	4.0%	4.0%	15.5%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 359	55.13	n.a.	1.3%	1.3%	7.8%	-3.6%
Volatility							
VIX	16.54	50.02	0.7%	-7.2%	-4.7%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	16.65	52.00	8.4%	2.1%	-2.1%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	541.4	n.a.	-0.1%	1.3%	0.9%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 889	n.a.	2.6%	7.4%	10.1%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	32.06	n.a.	1.4%	5.4%	10.9%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	71.00	n.a.	-2.1%	-4.4%	-1.0%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	74.29	n.a.	-3.5%	-4.6%	0.2%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	108.20	50.80	-0.7%	-1.3%	-0.3%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0323	42.84	-0.2%	0.8%	-0.3%	-6.2%	3.1%
JPY	151.98	64.63	1.8%	3.8%	3.4%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2412	48.61	-0.3%	1.7%	-0.8%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6277	53.38	0.8%	2.1%	1.4%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4341	51.44	0.6%	0.6%	0.3%	-7.9%	2.3%
CHF	0.9109	43.60	-0.1%	0.6%	-0.4%	-7.3%	9.9%
CNY	7.3044	44.96	-0.8%	0.4%	-0.1%	-2.7%	-2.8%
MXN	20.556	48.88	-0.9%	0.8%	1.3%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 742.0	55.89	0.0%	0.6%	0.8%	-0.7%	4.8%
XBT	97 276	n.a.	0.4%	2.8%	3.8%	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.

