



# LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés  
financiers et perspectives

Décembre 2025

# MACROÉCONOMIE

Après 43 jours (un record !), le **shutdown** du gouvernement américain a touché à sa fin à la mi-novembre grâce à un accord temporaire péniblement trouvé entre Républicains et Démocrates. Cependant, la majorité des agences du gouvernement ne sont financées que jusqu'à fin janvier, ce qui signifie que **le risque de blocage politique à court terme continue à peser**. Selon le CBO (*Congressional Budget Office*), le **shutdown** devrait amputer la croissance du PIB de 1,5 point au quatrième trimestre, avant un rattrapage début 2026. Par ailleurs, si les publications de données officielles du BLS et du BEA peuvent reprendre, les rapports sur l'inflation et l'emploi d'octobre ne verront jamais le jour.

Il fallait donc se contenter des données d'emploi de septembre, publiées en retard. Celles-ci ont offert des surprises tant positives (+119 000 emplois créés vs 50 000 att.) que négatives (hausse du chômage de 4,3% à 4,44%). Bien que notable, cette hausse du chômage n'est pas forcément très préoccupante dans la mesure où elle s'accompagne d'un **rebond de la participation** (de 62,3% à 62,4%), et qu'elle s'est produite dans un contexte où **les inscriptions au chômage restent au plancher** (224 000/semaine en moyenne sur 4 semaines), ce qui suggère que l'heure n'est pas encore aux licenciements massifs. Dans l'ensemble, ni *hawks* ni *doves* n'ont trouvé de raison de changer leurs avis dans ce rapport. Si l'on se réfère aux dernières prises de parole des différents membres, le FOMC s'est montré presque également divisé entre les deux camps tout au long du mois.

Ce sont donc des éléments généralement un peu moins décisifs qui ont fait pencher le consensus en faveur d'une baisse des taux en décembre. Les indices de confiance des consommateurs affichent des niveaux inquiétants : celui de l'Université du Michigan (51) tombe à son plus bas historique hors juin 2022 tandis que son homologue du Conference Board lâche encore du terrain (88,4 vs 93,4 att.). Sans être catastrophiques, les Ventes au détail ont logiquement déçu (+0,2% m/m vs +0,4% att.) en particulier le groupe de contrôle (-0,1% m/m vs +0,3% att.). **Conséquence de l'économie « en K »** où la consommation de plus aisés reste dynamique tandis que les plus modestes souffrent bien plus. Côté prix, l'absence de CPI a été partiellement comblée par un **PPI de septembre qui est sorti en ligne avec les attentes** (+2,7% a/a). Un discours accommodant de John Williams (gouverneur de la Fed de New York) a fini de convaincre les investisseurs qu'une baisse de taux aurait lieu le 10 décembre. La probabilité d'une telle issue tournait autour de 85% le jeudi de Thanksgiving. Mais cela ne change pas radicalement les attentes d'un marché qui voit toujours la Réserve fédérale baisser ses taux une seule fois sur les réunions de décembre et janvier et un taux terminal autour de 3%.

Il ne faut pas non plus oublier que du côté de l'activité des entreprises, les chiffres restent bons. Les PMIs de novembre (Composite : 54,8) continuent sur leur excellente lancée de la deuxième partie d'année. L'ISM des Services s'est même permis de rebondir (52,4 vs 50,8 att.) porté par des nouvelles commandes flamboyantes (56,2 vs 51 att.).

Enfin, les tensions commerciales sont légèrement retombées. S'il est peu probable que la Cour Suprême déclare illégales les barrières douanières de l'administration Trump, Washington a diminué les droits de douane sur la Suisse de 39% à 15% et pourrait s'approcher d'un accord avec New Delhi. En outre, la question de l'« *affordability* » se révélant de plus en plus comme l'enjeu des *midterms* de 2026, le président a jugé bon de diminuer les tarifs sur plusieurs biens alimentaires de base.



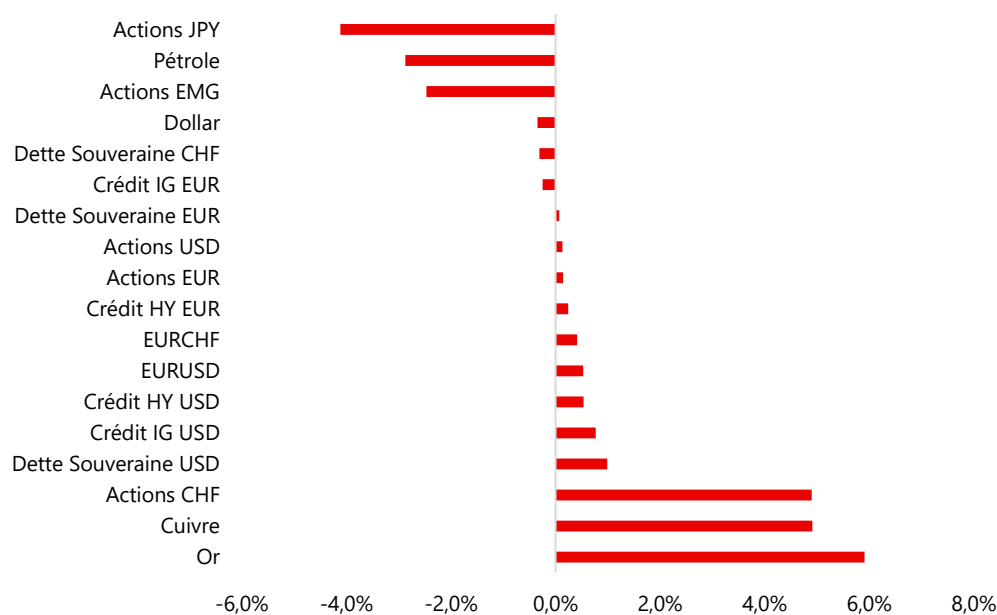
## Les marchés hésitent... avant de miser sur une nouvelle baisse de taux de la Fed en décembre

En zone euro, l'inflation ralentit de 2,2% a/a à 2,1%. Elle reste à 2,4% a/a sur sa partie sous-jacente. Après une légère accélération pendant l'été, l'inflation des biens se normalise en octobre (+0,6% a/a). **Le rebond des prix des services** (+3,4% a/a après +3,2%) invite au premier abord à un peu plus de prudence. Toutefois, les derniers points de résistance de l'inflation salariale cèdent peu à peu (salaires négociés : +1,9% a/a au T3 après +4,0% au T2). **En matière de croissance, novembre n'a pas dérogé à la belle dynamique des derniers mois**. Les PMIs restent bien orientés (PMI Composite : 52,4) et témoignent d'une accélération progressive à mesure que les baisses de taux de la BCE continuent à se transmettre à l'économie. Les deux principales thématiques à surveiller ces prochains mois en Europe se trouveront dans **la reprise de la consommation des ménages et les progrès du cycle industriel** (PMI Manufacturier : 49,7 vs 50,2 att.). Le bulletin économique d'automne de la Commission européenne se montre confiant, tablant sur une croissance de +1,3% en zone euro cette année se maintenant à 1,2% en 2026. Ainsi, la BCE, dont les prochaines prévisions sortiront le 18 décembre, n'a pas de raison de changer sa position. Les marchés ne voient pas de baisse de taux à horizon un an.

La machine chinoise se grippe un peu plus en novembre. **Les indicateurs industriels, déçoivent dans leur grande majorité**. La production industrielle (+4,9%) ralentit à sa plus faible cadence depuis août 2024. Dans la même veine, l'investissement en formation brute de capital fixe (-1,7% a/a vs -0,8% att.) diminue sur un an pour le deuxième mois consécutif, ce qui n'était plus arrivé depuis la pandémie. Cette déprime se retrouve dans des profits industriels en ralentissement (+1,9%) et surtout des exportations en repli à -1,1% a/a (vs +3,0% att.). **Les inquiétudes autour de la fragilité du secteur immobilier ont refait surface**, cette fois-ci au travers de la délicate situation du développeur immobilier Vanke qui attise des comparaisons peu flatteuses avec Evergrande et Country Garden. L'effet de richesse négatif exercé par le dégonflement de la bulle immobilière n'est pas de nature à inciter les Chinois à consommer (ventes au détail : +2,9% a/a). Pour l'instant, les attentes du consensus pour la croissance de l'année 2025 restent aux alentours de 5%. Mais attention, si la tendance se poursuivait l'année prochaine. Lueur d'espoir toutefois, il faut souligner les légers progrès réalisés dans le domaine de la lutte contre les pressions déflationnistes (CPI : +0,2% a/a vs +0% att et PPI : -2,1% vs -2,2% att.).

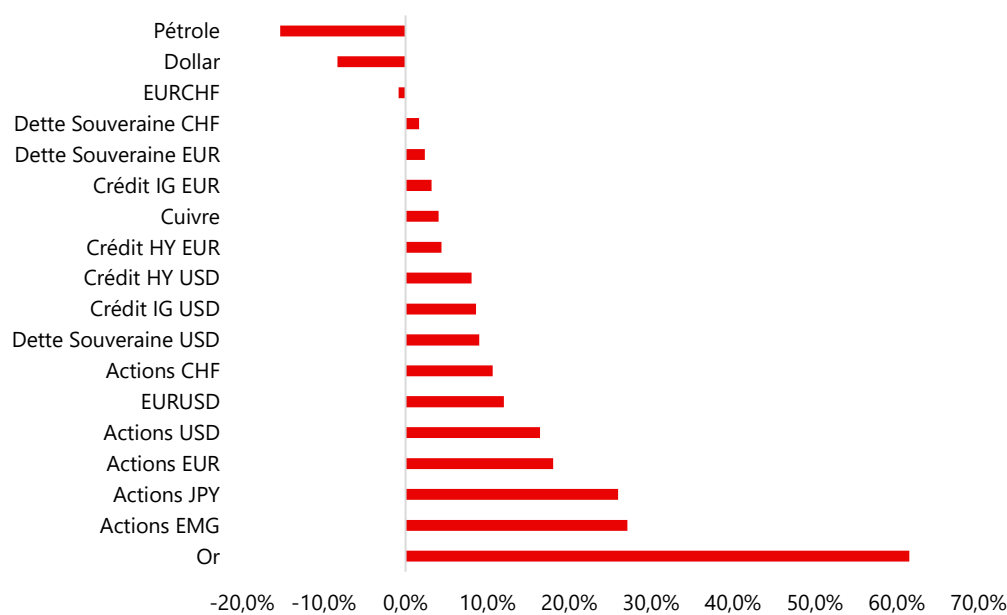
Au Japon, l'administration Takaichi a décidé de répondre au mécontentement des Japonais vis-à-vis d'une inflation juchée au-dessus de 2% depuis trois ans et demi et du ralentissement économique (PIB en contraction à -0,4% t/t au T3) en annonçant un **plan de relance de 135 milliards de dollars**. Après des craintes de « dominance budgétaire », les marchés ont été rassurés de constater que les relations entre le gouvernement et la Banque centrale restent saines. Ils ont donc **revu à la hausse les chances de voir la BoJ remonter ses taux le 19 décembre prochain** (57% au 28 novembre.) Les derniers chiffres d'inflation (CPI : +3% a/a) en particulier dans les services (+1,6% a/a) où ils atteignent leur record depuis décembre dernier vont dans ce sens. D'autant que le Rengo affiche officiellement sa volonté d'obtenir des augmentations de salaire de plus de 5% au printemps prochain. Sur le front de l'activité, les PMIs continuent à indiquer que **le secteur privé se porte très convenablement** (Composite : 52 vs 50,6 att.). Les tensions géopolitiques restent cependant bien réelles : après les remarques de Takaichi sur le statut de Taiwan, les autorités chinoises ont mis en place des mesures de rétorsion, déconseillant à leurs ressortissants de se rendre au Japon et suspendant les importations de plusieurs produits agricoles.

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS  
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/11/2025

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS  
PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/11/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MACROÉCONOMIE (suite)

Au Royaume-Uni, le gouvernement travailliste n'est pas passé loin de la correctionnelle mais la présentation du Budget d'automne a finalement été l'occasion de gérer les urgences du moment. **Les impôts ont été augmentés de 26 milliards de livres**, ce qui permet au gouvernement de dégager une marge budgétaire de 22 milliards. En contrepartie, l'*Office for Budget Responsibility* a revu sa prévision de croissance à la baisse de 1,9% à 1,4% par rapport à mars dernier. Si la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 4% en novembre, elle pourrait donner un petit coup de pouce au gouvernement dès le mois prochain dans la mesure où **trois membres du Comité de politique monétaire se sont exprimés en faveur d'une baisse de taux**, reflétant une position plus accommodante qu'attendu. L'inflation étant parue en ligne avec les attentes (CPI +3,8% a/a, Core CPI : +3,6%) et le chômage ayant augmenté de façon significative (de 4,8% à 5,0%), **les marchés estiment à 90% la probabilité d'une baisse de taux le 18 décembre**. Le taux terminal se trouverait entre 3,25% et 3,5%.

**La Suisse a réussi à trouver un accord avec les Etats-Unis afin de réduire les droits de douane imposés par l'administration Trump**. Les taxes commerciales passent de 39% à 15%. Cela permet à la Suisse d'être traitée comme l'UE, le Japon et la Corée du Sud. Et comme ces derniers, Berne s'est engagée à investir des sommes importantes sur le sol américain (200 milliards de dollars selon la Maison Blanche) à des conditions toujours aussi floues. Cela devrait enlever une épine du pied à une économie dont **le PIB a reculé de -0,5% t/t au T3**, largement pénalisé par le déclin des expéditions dans les secteurs de la pharmacie et de la chimie. En réaction à l'apaisement des tensions commerciales, **le KOF (101,7) atteint son meilleur niveau depuis mars dernier**. Si l'inflation retombe à +0,1% a/a (après 3 mois à +0,2%) cela ne suffira pas à convaincre la BNS de baisser ses taux en décembre.

## MARCHÉS ACTIONS

**Novembre, mois porteur si on en croit les moyennes historiques, aura déjoué les statistiques**. Les marchés terminent pratiquement inchangés et ne prolongent pas l'élan observé au début de l'automne (Euro Stoxx 600 +0,8%, S&P 500 +0,1%). Ils ont fait **une pause sur la thématique IA**, s'inquiétant d'un potentiel surinvestissement dans les data centers et du rythme de monétisation de ces nouveaux outils, avant de finalement se rassurer, dans le sillage de la présentation par Google de son dernier modèle Gemini 3.0. Malgré une saison de résultats globalement au-dessus des attentes, les valeurs de la tech ont reculé (Nasdaq 100 -1,6%).

Le mois a aussi été rythmé par un virage spectaculaire de la Réserve fédérale. Après un début de mois hawkish, avec des données économiques paralysées par le shutdown, les membres de la Fed ont opéré un virage plus conciliant. **Résultat : un retour express du « Fed put », avec désormais près de 90 % de probabilité d'une baisse de taux le 10 décembre**. Un joli cadeau de fin d'année apprécié par les marchés actions.

La **volatilité a fait un retour marqué**, avec un VIX ayant culminé à 26,4 en milieu de mois, au plus fort des doutes sur l'IA, avant de refluer en fin de mois dans le sillage du pivot accommodant de la banque centrale américaine. Un mouvement qui ressemble davantage à une phase de digestion après un rallye exceptionnel qu'à un véritable changement de régime.

Le secteur de la tech a connu un mois de novembre **sous forme de crash-test pour la thèse de l'IA**. Dès la première semaine, le marché a sanctionné des publications pourtant supérieures aux attentes (Palantir -16,0%, AMD -15,1%), mais ne suffisant pas à justifier des valorisations jugées tendues. Nvidia (-12,6%) a encore publié des chiffres stratosphériques et relevé sa guidance...mais le groupe ni son CEO ne sont en position de lever tous les doutes entourant la capacité de ses clients à rentabiliser les dizaines de milliards investis dans l'écosystème IA. Dans cet environnement exigeant, **Alphabet (+13,9%) est la star du mois**. Le titre est d'abord soutenu par l'annonce de l'entrée de Berkshire Hathaway à son capital, puis par le lancement réussi de son agent Gemini 3.0 et par les rumeurs de discussions avec Meta autour de la commercialisation de ses puces TPU.

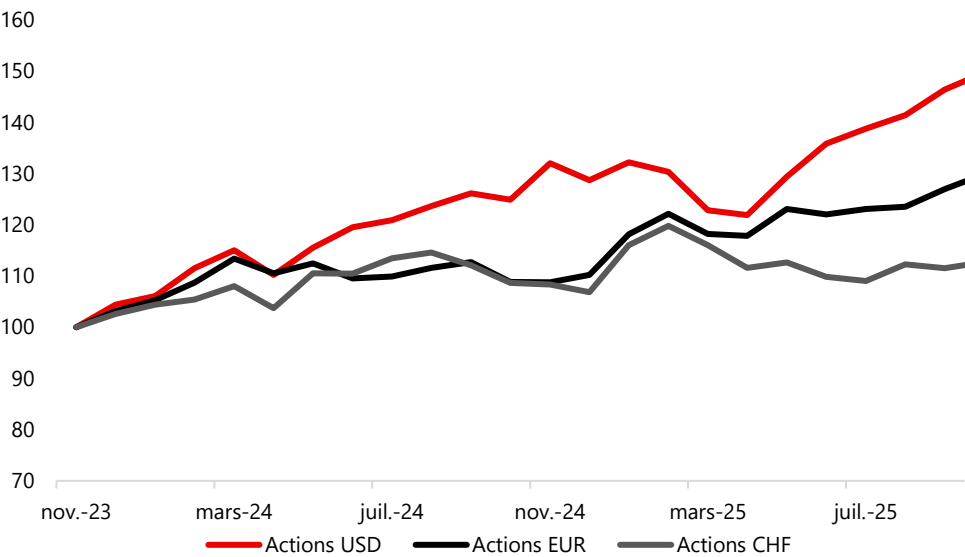
A l'inverse, **le secteur du Healthcare a retrouvé les faveurs des investisseurs des deux cotés de l'Atlantique**. Au Etats-Unis, Eli Lilly (+24,6%) a poursuivi son envolée grâce aux avancées sur son traitement anti-obésité Zepbound (garanties tarifaires, prise en charge partielle par Medicare). En Europe, la santé signe également de très belles performances, emmenée par le groupe Roche (+18,7%), qui aligne les annonces positives en oncologie. Ce segment défensif a servi d'ancrage aux portefeuilles et a notamment soutenu le SMI (+4,9%), structurellement surpondéré en grandes pharma.

**Enfin, les valeurs de la défense européenne ont subi un trou d'air, après une période de rallye quasi ininterrompu ces derniers mois**. Le marché a voulu croire au scénario d'« apaisement » en Ukraine : un plan de paix en 28 points porté par l'administration Trump, jugé très généreux pour Moscou, a déclenché des prises de bénéfices massives sur les champions (notamment allemands) du secteur (Hensoldt -25,9%, Renk -23,1%, Rheinmetall -13,0%). Un reflux nourri par un fort optimisme médiatique quant à la possibilité d'un accord de paix, déjà en partie douché par la renégociation menée par Kiev, soutenue par les puissances européennes.

Novembre en  
montagnes  
russes : des  
doutes sur l'IA au  
rebond de fin de  
mois

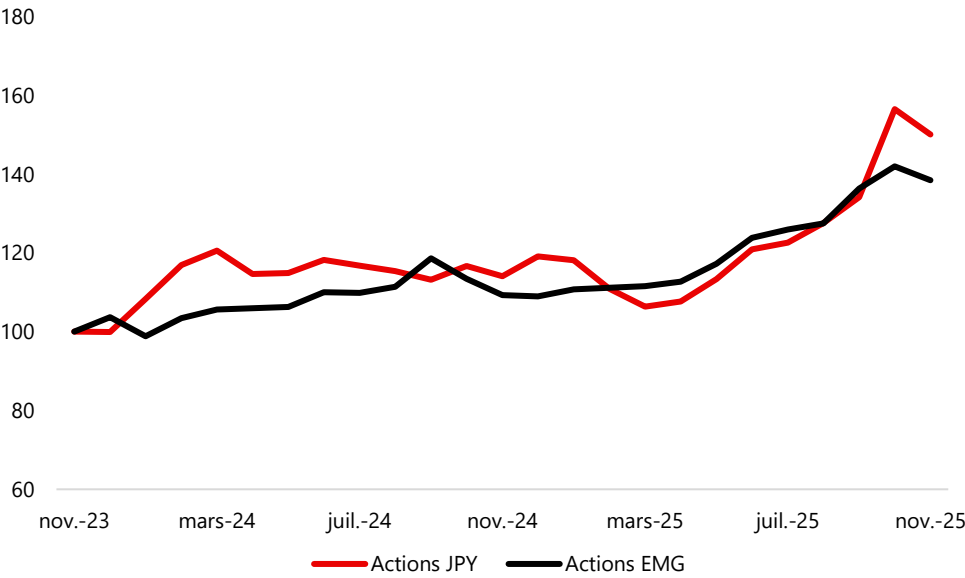
# MARCHÉS ACTIONS

## MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2025

## MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les marchés de taux ont passé le mois de novembre à chercher des réponses sur les futurs mouvements de la FED. **Une semaine dovish, une semaine hawkish**, la courbe de taux a finalement peu évolué, le Treasury 10 ans restant ancré autour de 4.05% pour un 2 ans vers 3.5%. L'économie US semble toujours avancer à bonne allure (rythme annualisé >3%) mais les chiffres d'emplois sont encore flous (*soft landing*) et nous restons dans le brouillard sur les nouvelles données d'inflation.

Les informations importantes risquent donc d'arriver sur décembre, brouillant les pistes pour le prochain FOMC. Nous estimons logiquement que **la FED, si elle passe son tour en décembre, devrait réduire son taux directeur de 25bp sur janvier**. En effet, elle admet elle-même qu'elle reste légèrement restrictive aujourd'hui avec des Fed Funds calés entre 3.75% et 4%. **Si l'inflation actuelle se maintient vers 3%, un taux neutre à 3.25% nous semble donc plus approprié.**

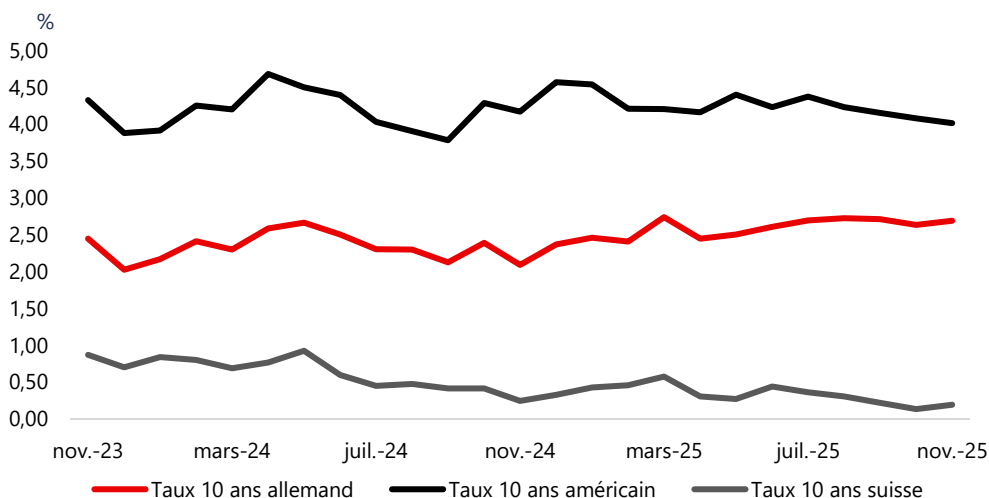
Sur le crédit, les mouvements ont été notable durant le mois. Les spreads, déjà serrés, ont eu tendance à refléter les mouvements du marché actions, lui-même en proie aux doutes sur les valorisations de son segment star, la technologie et l'IA. Mais force est de constater qu'au final, les investisseurs ont souvent racheté les points bas, rassurés par des fondamentaux toujours solides au T3. **Le segment HY a vécu des semaines de fortes amplitudes (+/- 20bp)** mais nous avons terminé novembre sous les niveaux d'octobre grâce à un rattrapage sur la dernière semaine.

**Conclusion** : avec des courbes de taux stable aux US et légèrement perdantes en Europe, et des spreads revenus à leur niveau de fin octobre, ce sont des **performances entre +0.2% / -0.2%** que nous avons observées en novembre. Peu importe, l'année a été bonne pour tout le monde et l'heure est déjà à 2026.



Le retour des données aux US a apporté peu de réponse

## RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# DEVISES

En novembre, l'indice DXY reste autour de 100 (-0,4%). **Les marchés s'attendent à une baisse de taux de la Réserve fédérale en décembre** mais la trajectoire est bien plus incertaine ensuite. Les surprises économiques restent assez favorables à l'économie américaine, ce qui est un facteur de soutien et permet au billet vert de se maintenir près de ses sommets des six derniers mois.

Même si les grandes devises terminent le mois en ordre assez resserré, la livre se distingue. La paire GBPUSD prend 0,6%, malgré une croissance économique assez terne et la quasi-certitude que la BoE baissera son taux directeur en décembre. En effet, **le budget présenté par le gouvernement travailliste a rassuré des investisseurs** qui avaient évité la devise britannique au cours des semaines précédentes.

**L'euro se reprend face au dollar** (EURUSD : +0,5%). Avec une croissance toujours encourageante et une inflation bien maîtrisée, les anticipations concernant la politique monétaire de la BCE ne bougent plus. La monnaie unique reste dans son canal des derniers mois, entre 1,15 et 1,16.

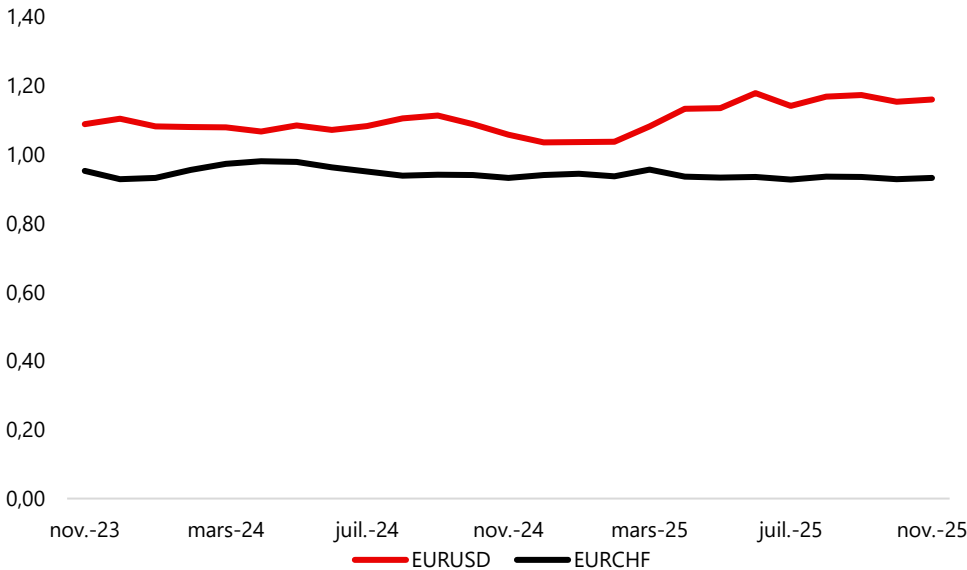
Le franc suisse reste stable face au billet vert (CHFUSD : +0,1%). La possibilité de voir les tensions s'apaiser sur le front de la guerre en Ukraine ont atténué l'appétit pour la devise helvète qui reste néanmoins près des 1,25 dollar.

**Le yen se distingue en continuant à se déprécier de façon marquée** (USDJPY : +1,4%). Le risque de voir le gouvernement Takaichi influencer la BoJ a amené à un mouvement de rejet de la devise nipponne. Cependant, la chute a été moins marquée qu'en octobre : le gouvernement a envoyé des messages rassurants sur l'indépendance de la banque centrale. De plus, le yen étant tombé aux alentours de 157 contre le dollar, la ministre des Finances a, à plusieurs reprises, fait allusion à une possible intervention pour stabiliser les cours.



## Les marchés attendent une nouvelle baisse de taux : le dollar recule

**USD & CHF**  
ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/11/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MATIÈRES PREMIÈRES

## PÉTROLE

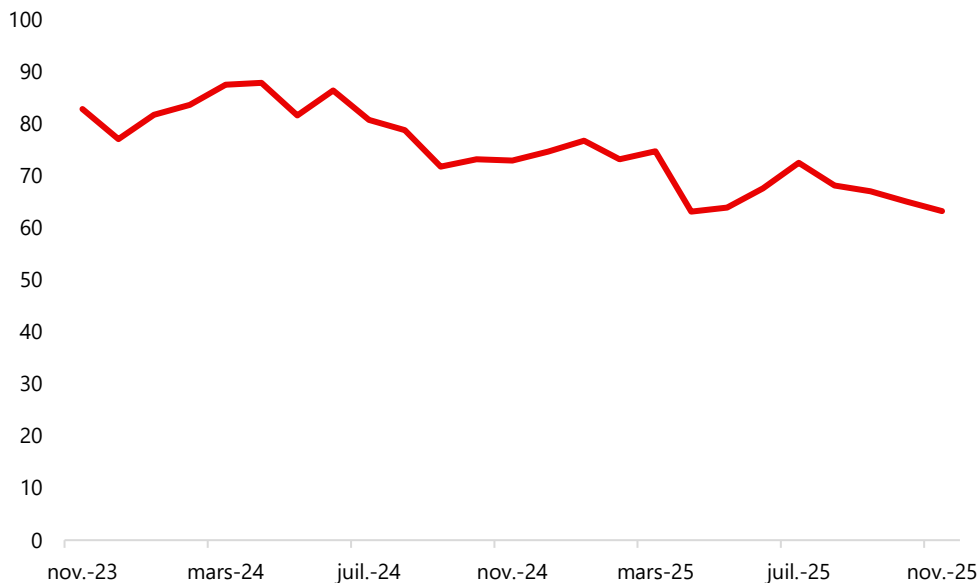
Le pétrole recule pour le quatrième mois de suite, testant ses plus bas depuis début 2021 (Brent : -2,9%, WTI : -4,0%). Le souhait communiqué par l'OPEP+ d'arrêter les hausses de production au premier trimestre 2026 n'a pas suffi à relancer les cours. Pire, le cartel a dû reconnaître que le marché serait en **surproduction en cette fin d'année**, contribuant à alimenter le consensus baissier. Même s'il est peu probable qu'il mette fin à la guerre dans l'immédiat, le **plan de Trump pour la paix en Ukraine** a aussi pesé sur les cours.



4 à la suite pour le pétrole

### PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



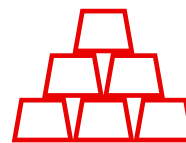
Source : Bloomberg, 30/11/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures



# MATIÈRES PREMIÈRES

## OR

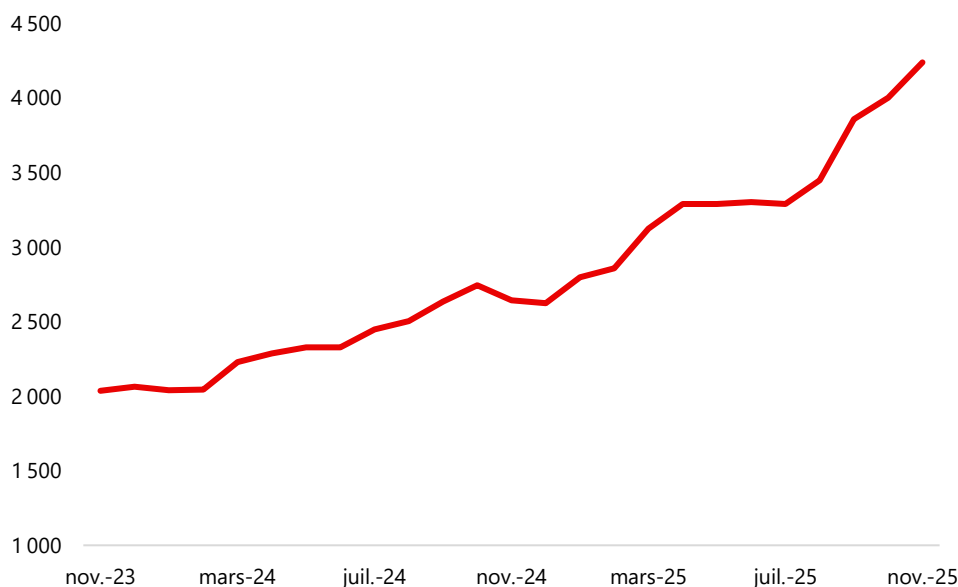
L'or (XAUUSD : +5,9%) et l'argent (XAGUSD : +16,0%) ont retrouvé une forme olympique après un passage à vide fin octobre. Le métal jaune revient en force malgré le déclin de l'aversion au risque. La perspective de voir la Fed baisser ses taux dès décembre a pu aider. Quant au métal gris, il dépasse ses records du mois dernier en franchissant les 55 dollars l'once. En compagnie du cuivre, il a été intégré à la liste des métaux classés comme « stratégiques » par le gouvernement américain, ce qui facilite la mise en place de droits de douane sur les importations d'argent.



**Les marchés attendent une baisse de taux en décembre, ce qui a fini par peser sur le dollar**

### OR

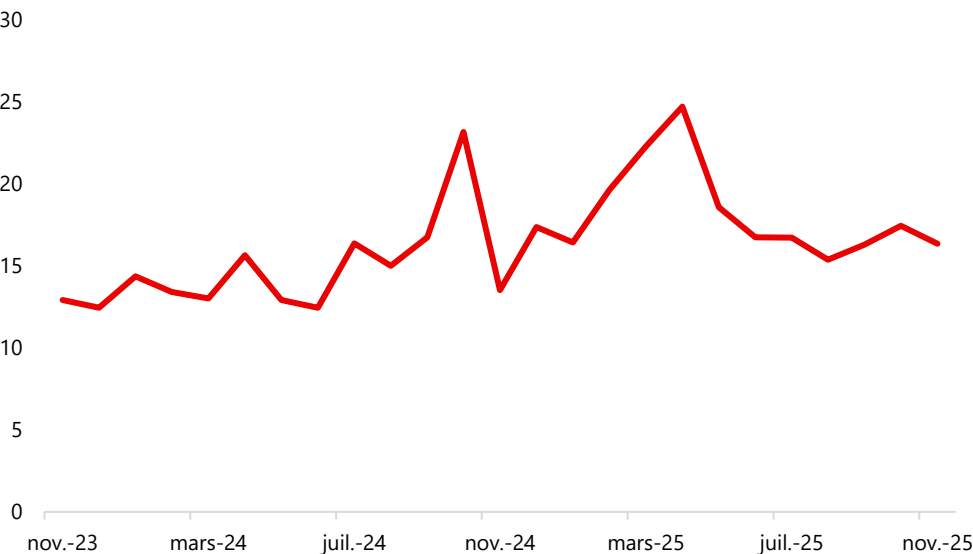
#### ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2025  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# VOLATILITÉ

## VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
<b>2-déc.</b>	Zone euro	Inflation	nov.-25	2,1
	Zone euro	Taux de chômage	oct.-25	6,3
<b>3-déc.</b>	Etats-Unis	Production industrielle	sept.-25	-0,1
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	nov.-25	52,4
	Zone euro	PMI services Markit	déc.-25	53,1
	Royaume Uni	PMI services Markit	déc.-25	50,5
	Suisse	Inflation	nov.-25	0,1
<b>4-déc.</b>	Suisse	PMI manufacturier	nov.-25	48,2
	Suisse	Taux de chômage	nov.-25	3,0
<b>5-déc.</b>	Etats-Unis	Confiance des ménages	déc.-25	51,0
	Zone euro	Emploi	déc.-25	0,1
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-25	0,2
<b>8-déc.</b>	Chine	Exportations	nov.-25	-1,1
	Allemagne	Production industrielle	oct.-25	1,3
	Japon	Croissance du PIB	déc.-25	-1,8
<b>10-déc.</b>	Etats-Unis	Réunion de la Fed	nov.-25	4,0
	Chine	Inflation	nov.-25	0,2
<b>11-déc.</b>	Suisse	Réunion de la Banque Nationale Suisse	sept.-25	-0,3
<b>12-déc.</b>	Japon	Production industrielle	nov.-25	1,4
<b>15-déc.</b>	Chine	Ventes au détail	nov.-25	2,9
	Chine	Production industrielle	nov.-25	6,1
	Zone euro	Production industrielle	oct.-25	0,2
<b>16-déc.</b>	Etats-Unis	Emplois	oct.-25	119,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	oct.-25	4,4
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	déc.-25	49,6
	Royaume Uni	Taux de chômage	oct.-25	5,0
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	déc.-25	50,2
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	déc.-25	48,7
<b>17-déc.</b>	Royaume Uni	Inflation	nov.-25	3,6
	Allemagne	Climat des affaires ifo	déc.-25	88,1
<b>18-déc.</b>	Etats-Unis	Inflation	oct.-25	3,0
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	déc.-25	-1,7
	Zone euro	Réunion de la BCE	nov.-25	2,0
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	janv.-26	4,0
	Royaume Uni	Croissance du PIB	déc.-25	0,1
<b>22-déc.</b>	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-25	3,8
<b>23-déc.</b>	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-25	3,8
<b>30-déc.</b>	Suisse	Indicateur avancé Kof	déc.-25	101,7
<b>31-déc.</b>	Etats-Unis	Minutes de la Fed	avr.-26	
	Chine	PMI manufacturier Caixin	déc.-25	49,9



**Financière des Victoires**  
75 Boulevard Haussmann  
75008 Paris  
is@financieredesvictoires.com  
Tel : 01 47 57 00 94  
[www.financieredesvictoires.com](http://www.financieredesvictoires.com)

Document achevé de rédiger le 30 novembre 2025.

#### **Disclaimer**

Ce document est uniquement à titre d'information et en aucun ne peut être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de FINANCIERE DES VICTOIRES.