

PERSPECTIVES À CINQ ANS – RÉSUMÉ

Triple jeu de pouvoir

2024

2028

L'EXPÉRIENCE
DE LA RÉALITÉ
AUGMENTÉE



Découvrez les faits marquants
de notre rapport Expected
Returns dans cette vidéo en
réalité augmentée.



Résumé

Triple jeu de pouvoir

Document commercial destiné
aux investisseurs professionnels
uniquement. Distribution interdite.

Le progrès précède souvent le conflit. Prenons l'exemple de la naissance de la science au siècle des Lumières. L'une des plus grandes controverses du XVII^e siècle a éclaté lorsque Leibniz et Newton se sont disputé la paternité du calcul infinitésimal. Les deux hommes savaient sans aucun doute qu'ils avaient fait une découverte majeure, comme en témoigne leur héritage intellectuel qui leur survit depuis des siècles. Aujourd'hui, le calcul infinitésimal est utilisé dans les domaines de l'informatique, de l'ingénierie, des télécommunications et de l'exploration spatiale, pour n'en citer que quelques-uns. Si Newton a d'abord été déclaré vainqueur par la Royal Society, la querelle s'est terminée de facto par une impasse posthume lorsque, dans les années 1820, les mathématiciens britanniques eux-mêmes ont adopté la notation de Leibniz plutôt que celle de Newton, moins efficace. Le consensus actuel est que ces deux génies ont inventé le calcul infinitésimal indépendamment l'un de l'autre.

RÉSUMÉ

Nous vivons dans un monde où les grands progrès côtoient les bouleversements. Nous avons réalisé des avancées considérables dans le domaine de la santé, comme en mai 2023 quand l'OMS a déclaré que la fin du Covid-19 était une urgence sanitaire mondiale. Le rapport du GIEC sur le changement climatique, publié en mars 2023, souligne qu'il est encore possible de limiter le réchauffement climatique à moins de 1,5 degré Celsius. Les récentes avancées dans les grands modèles de langage comme ChatGPT sont de bon augure pour la croissance future de la productivité et ont fait grimper en flèche les principales valeurs technologiques depuis le début de l'année. L'inflation dans les économies du G7 a atteint un pic. Jusqu'à présent, les banques centrales ont réussi à réduire l'inflation sans provoquer une hausse du chômage.

Les conditions sont idéales, mais des turbulences se profilent. Il sera difficile pour les banques centrales de faire reculer l'inflation (de base) sans déclencher une hausse du chômage qui permettrait de stabiliser un secteur tertiaire en surchauffe. La guerre aux portes de l'Europe se poursuit avec toujours autant d'intensité, soutenue en partie par les dernières technologies. La confrontation prévue entre les grands entrepreneurs du secteur technologique E. Musk et M. Zuckerberg, après que ce dernier a lancé un réseau social alternatif à X (anciennement Twitter), est lourd de symboles et fait écho au tristement célèbre conflit de priorité entre Newton et Leibniz à l'aube d'une nouvelle ère. L'explosion des capacités technologiques dans l'économie d'aujourd'hui a augmenté les enjeux et les probabilités de conflits. À notre avis, nous entrons dans une économie d'influence. Nous prévoyons plus précisément un triple jeu de pouvoir.

L'essor du travail (le capital contre le travail)

Le premier jeu de pouvoir que nous voyons se développer est celui qui oppose le capital au travail. En ce qui concerne la recherche de profit, tout s'est bien passé pour les actionnaires au cours des dernières décennies. Les entreprises ont réussi à se tailler une part de plus en plus grosse du gâteau économique, à en juger par la part des bénéfices des entreprises dans l'ensemble de l'économie. En fait, les bénéfices des entreprises ont atteint des niveaux record aux États-Unis et dans la zone euro à la fin de 2022. Le revers de la médaille a été une baisse constante de la part du travail dans l'économie. La rentabilité des entreprises devrait être mise à l'épreuve tant par des tendances séculaires (relocalisation, changement climatique, fiscalité) que par des phénomènes plus cycliques.

Premièrement, si l'avènement d'une multipolarité stimule les relocalisations, le pouvoir de négociation de la main-d'œuvre nationale s'en trouvera probablement encore renforcé, tant que les relocalisations reposent sur le remplacement des importations à forte intensité de main-d'œuvre. Il existe une forte corrélation inverse entre la part de la main-d'œuvre nationale et l'intensité du commerce mondial. Deuxièmement, la quête obstinée d'une maximisation de la rentabilité est de plus en plus contestée par les parties prenantes qui en soulignent les conséquences. L'internalisation accrue de l'empreinte socio-écologique des entreprises par le biais, par exemple, d'une taxe carbone plus élevée et de dépenses dans des innovations vertes coûteuses visant à réduire ou capturer les émissions de carbone pèsera également sur la rentabilité. Les entreprises qui s'abstiennent d'adopter les ODD seront confrontées à un coût du capital plus élevé. Troisièmement, un accord historique conclu en 2021 a permis d'imposer un taux minimum d'imposition des sociétés de 15 % au niveau mondial, mettant ainsi fin à un nivellement par le bas pratiqué depuis plusieurs décennies. L'accent mis sur l'augmentation des recettes générées par l'impôt sur les sociétés suggère également que le vent tourne à nouveau en faveur du travail. D'un point de vue cyclique, l'issue du bras de fer entre le capital et le travail au cours des cinq prochaines années sera très probablement déterminée par la dynamique salariale dans un contexte d'inflation persistante.

RÉSUMÉ

Au moment de la rédaction de cette synthèse, le taux de chômage global dans la zone OCDE s'élevait à 4,8 %, un niveau historiquement bas. La courbe de Phillips, qui représente la relation inverse entre le chômage et les salaires, est généralement plus pentue quand l'inflation tendancielle augmente (voir, par exemple, Hajdini 2023).¹ La courbe de Phillips s'est pentifiée depuis la pandémie, non seulement aux États-Unis, mais aussi au Royaume-Uni et dans la zone euro. Ari *et al.* (2023) constatent que la courbe de Phillips tend également à se pentifier lorsque l'intensité des échanges est plus faible et que la numérisation est plus importante. Les banques centrales en ont pris note. Andrew Bailey, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, a invité les travailleurs à « bien réfléchir » avant de demander une augmentation de salaire. Mais jusqu'à présent, nous avons assisté à une spirale prix-salaires plutôt qu'à une spirale salaires-prix, les salaires restant clairement à la traîne par rapport à la hausse générale des prix depuis la pandémie.

1. Inflation tendancielle et implications pour la courbe de Phillips (Trend Inflation and Implications for the Phillips Curve, clevelandfed.org)

La fin de l'indulgence monétaire (politique budgétaire contre politique monétaire)

Le deuxième jeu de pouvoir que nous remarquons est celui des autorités budgétaires qui malmènent leurs banques centrales. Pendant la pandémie, l'idée que les gouvernements devraient mettre en place une politique contre-cyclique forte, où les banques centrales jouent le rôle de financier budgétaire (avec une politique monétaire non conventionnelle, comme le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie, qui contourne la contrainte de la limite inférieure du zéro), s'est rapidement imposée comme une politique dominante. Toutefois, comme le montrent les effets inflationnistes des mesures de relance durant la pandémie, il peut être néfaste d'abuser d'une combinaison efficace de mesures budgétaires et monétaires. La BRI (2022) a prouvé que la pandémie a transformé le régime à dominante monétaire en un régime à dominante budgétaire. La question de savoir si cette évolution vers des gouvernements plus dépensiers se traduira par une inflation structurellement plus élevée dépend du dosage des politiques budgétaires et monétaires. La BRI constate que l'association d'un gouvernement prodigue et d'une banque centrale faible et peu indépendante génère la plus forte poussée inflationniste. En revanche, une banque centrale forte et indépendante est en mesure de faire contrepoids aux autorités budgétaires, aussi prodigues soient-elles, de sorte que la pression haussière sur les prix ne devrait être que limitée.²

2. Déficits budgétaires et risques d'inflation : le rôle des régimes de politique budgétaire et monétaire (Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary policy regimes, bis.org)

En tant que tel, le jeu de pouvoir entre les autorités budgétaires et monétaires dans un contexte d'inflation supérieure à l'objectif doit être pris en compte par les investisseurs. Si un gouvernement privilégiait la sécurité et la lutte contre le changement climatique plutôt que le retour à la prudence budgétaire, il signifierait aux consommateurs que l'équivalence ricardienne (selon laquelle les consommateurs reportent leurs dépenses actuelles en prévision de hausses d'impôts futures) ne tient pas et que l'inflation persistante en serait le résultat naturel. Un gouvernement qui accumule les déficits pendant une période prolongée ne sera pas capable d'éviter l'inflation et se retrouvera dans le collimateur des banques centrales dont la mission est de viser une inflation de 2 %. Tant que l'inflation est nettement supérieure à l'objectif fixé, il est peu probable qu'une banque centrale indépendante facilite la prodigalité des États en adoptant une politique d'argent facile. Le risque que les banques centrales et les autorités budgétaires s'affrontent est encore plus élevé dans un régime de resserrement quantitatif. C'est particulièrement vrai quand les pertes subies suite à la vente par la banque centrale de son stock d'obligations d'État réduisent les recettes du Trésor tout en augmentant les coûts de financement de l'État.

L'avènement d'une multipolarité (États-Unis-Chine)

Le troisième jeu de pouvoir est de nature géopolitique. En juin 2023, lors d'une interview accordée à l'occasion de son centième anniversaire, l'ancien diplomate américain Henry Kissinger a exhorté les États-Unis et la Chine à prendre du recul pour s'éloigner « du bord du précipice ». L'avènement d'une multipolarité est un fait. La Chine et les États-Unis repoussent les frontières technologiques dans leur course stratégique à l'hégémonie.

RÉSUMÉ

La promesse de l'IA générative n'a fait qu'augmenter les enjeux. Selon le groupe de réflexion Centre for New American Security³, les États-Unis ont ajouté 519 entités à leur liste noire en 2022, leur interdisant ainsi de recevoir des technologies d'origine américaine. Une nouvelle érosion de la confiance entre les grandes économies entravera les retombées technologiques et entraînera une baisse de la croissance tendancielle du PIB mondial par habitant. Selon une étude de la Banque centrale européenne (2023), si l'intensité des échanges retombait à son niveau du milieu des années 1990, l'impact initial sur l'économie mondiale correspondrait à environ 5 % du PIB mondial. Quel que soit l'avis de chacun sur l'équilibre futur des forces, les dividendes de la paix semblent avoir disparu. Le fait que le premier souci des gouvernements occidentaux est de maintenir le statu quo pourrait avoir de profondes conséquences telles que le renforcement de la réglementation, l'augmentation des dépenses militaires et la fin du laisser-faire économique.

3. <https://www.cnas.org/>

Nos scénarios

Comment le triple jeu de pouvoir influe-t-il sur l'élaboration de nos scénarios ? Dans la précédente édition de nos perspectives à 5 ans, intitulée « L'âge de la confusion », nous présentions une approche en trois volets permettant d'évaluer la situation macroéconomique, en expliquant que les investisseurs devaient analyser la grande variété de chocs macroéconomiques, leur persistance et leur tendance à se renforcer eux-mêmes. Cette année, nous enrichissons cette approche en introduisant trois grands « jeux de pouvoir » qui, selon nous, joueront un rôle important dans l'économie mondiale et peuvent donc être utiles à l'élaboration de divers scénarios d'allocation multi-actifs stratégique. La dynamique de ces jeux de pouvoir est influencée par les éléments de multiplicité, de persistance et de réflexivité mentionnés plus haut.

Impasse (scénario de base)

La politique monétaire implique des décalages longs, mais variables. In fine, il est peu probable que le signal de récession émis par l'inversion profonde de la courbe des taux américains depuis le printemps 2022 soit trompeur. Après une légère récession en 2024, au cours de laquelle l'inflation globale passera sous la barre des 2 %, les économies développées devraient retrouver progressivement une croissance tendancielle et une inflation supérieure à l'objectif, l'inflation des prix à la consommation se maintenant en moyenne à environ 2,5 % vers 2029. Aux États-Unis, le PIB réel devrait afficher une croissance moyenne de 2,3 %, soit 20 pb de moins que le niveau représenté par la valorisation boursière actuelle du S&P 500. Si les perspectives de croissance sont plutôt favorables, il est peu probable que la situation soit de tout repos, en raison d'une volatilité macroéconomique qui reste bien supérieure aux niveaux d'avant la pandémie, car les bouleversements sur les marchés du travail dus à la pandémie n'ont pas encore été entièrement gérés. Une étude de Bernanke et Blanchard (2023) montre que même si le ratio « création d'emplois par chômeur » revient à son taux d'équilibre de 1,2, l'inflation américaine convergera probablement vers 2,5 % d'ici 2027, ce qui est supérieur à l'objectif d'inflation de la Fed. Une baisse du taux d'offres d'emploi par chômeur vers son taux naturel de 1,2 dans les prochaines années correspondrait probablement encore à une croissance annuelle des salaires de 3,0 à 4,5 % pour les travailleurs américains. Une plus forte demande de main-d'œuvre de la part de l'industrie manufacturière nationale en raison des relocalisations subventionnées, la rigidité des salaires nominaux et une nouvelle baisse du chômage non cyclique entraîneront une augmentation de la part du travail dans le PIB des économies développées, au détriment de la rentabilité des entreprises.

Les banques centrales, conscientes de la poussée inflationniste post-pandémie, seront réticentes à l'idée de reprendre le rôle de financiers budgétaires. Pourtant, les gouvernements continueront d'accumuler les déficits et auront besoin de taux directeurs bas. L'épreuve de force entre les autorités budgétaires et monétaires signifie que le durcissement de la politique monétaire n'est pas suffisant pour éliminer l'inflation tirée par

RÉSUMÉ

la demande.

L'économie chinoise parviendra à échapper à une longue déflation pure et simple, car son évolution vers un modèle de croissance plus autosuffisant entraînera le remplacement coûteux des importations, ce qui fera grimper les coûts des intrants. Qui plus est, finalement, les entreprises chinoises ne se détourneront pas de l'objectif de maximisation des bénéfices pour se concentrer sur la minimisation de l'endettement, qui caractérise une récession du bilan. Cependant, on verra apparaître les principaux éléments de la japonification - faible croissance, faible inflation et faibles taux d'intérêt - dans le contexte d'un désendettement partiellement forcé, d'une croissance tendancielle en baisse et d'une population vieillissante.

L'IA est en train de décoller (scénario optimiste)

Et si l'engouement actuel pour l'intelligence artificielle n'était pas une erreur finalement ? Dans notre scénario optimiste, nous voyons une croissance supérieure à la tendance et une inflation conforme à l'objectif, grâce à l'adoption précoce de l'IA et à sa diffusion rapide dans tous les secteurs et toutes les industries. La croissance de la productivité induite par l'IA n'apparaîtra probablement dans les statistiques officielles qu'après 2024, en raison de déclarations incomplètes et de problèmes de mesure. Dans ce scénario, les technologies de l'IA deviendront moins chères en raison d'une concurrence accrue et d'une meilleure accessibilité grâce à la réglementation publique et à des efforts ciblés en matière de formation technologique. Ainsi, les petites et moyennes entreprises les adopteront également. Face à la menace existentielle de l'IA, les travailleurs à revenu élevé réduiront leurs exigences salariales en échange de la sécurité de l'emploi et de compensations non salariales, telles que la formation aux technologies. Les entreprises, en particulier celles qui sont à l'avant-garde des technologies, bénéficieront d'une augmentation de leur rentabilité, car la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre restera maîtrisée. Dans ce scénario, le jeu de pouvoir entre le capital et le travail est largement remporté par le capital.

Il s'agit donc d'un scénario presque idéal dans lequel la situation évolue sans emballement ni débâcle. La volatilité de la consommation diminuera et reviendra à son niveau d'avant la pandémie, soit 1 %. Les banques centrales pourront faire une pause dans leur politique de resserrement, car une désinflation modérée se produira vers 2025, l'offre ayant stimulé l'économie suite à la diffusion rapide de la technologie. Cela permettra d'équilibrer l'inflation croissante tirée par la demande, due au fait que les consommateurs restent en pleine forme grâce à un effet de richesse positif (dû à la hausse des prix de l'immobilier et des actions), à l'augmentation du revenu disponible et à la forte croissance des salaires réels. Le jeu de pouvoir entre les autorités budgétaires et monétaires est le moins intense dans ce scénario. Sur le plan géopolitique, nous nous attendons à un retour de la confiance mutuelle, qui se traduira par une baisse des contrôles des exportations, ouvrant ainsi la voie à des retombées technologiques positives pour les économies émergentes.

Réduction des risques (scénario pessimiste)

Notre scénario pessimiste prévoit une démonstration haute en couleur du triple jeu de pouvoir (États-Unis-Chine, capital contre travail, autorités budgétaires contre autorités monétaires). Les États seront dans le collimateur de leurs banques centrales, car ils alimenteront l'inflation des prix des biens par des dépenses militaires massives. La confiance mutuelle entre les superpuissances sera au plus bas, ce qui accélérera la délocalisation chez les pays amis et la relocalisation, stimulant ainsi la demande de main-d'œuvre nationale. Le remplacement coûteux des importations par des intrants précédemment externalisés et les menaces de guerre cybernétique liées à l'IA contraindront les entreprises à augmenter leurs investissements, ce qui pèsera sur leur rentabilité. Les travailleurs gagneront en pouvoir de négociation dans le secteur des biens, mais perdront du terrain dans celui des services. Finalement, cet environnement agité conduira à une croissance de seulement 0,5 % par an pour les économies développées, tandis que l'inflation restera obstinément élevée, à 3,5 % en moyenne. Un environnement stagflationniste apparaîtra,

RÉSUMÉ

ajoutant au dilemme des banques centrales en matière de politique.

Une probabilité d'événements extrêmes plus élevée, une diversification améliorée

Comment un investisseur multi-actifs devrait-il faire face au triple jeu de pouvoir ? Il est plus probable que le resserrement de l'écart entre les principaux adversaires dans les grands jeux de pouvoir des économies mondiales génère une probabilité élevée d'événements extrêmes concernant la distribution des rendements. Les résultats extrêmes sont plus fréquents que dans un monde stable, d'autant plus que nous sortons d'une période de taux d'intérêt très bas. Par conséquent, la compensation de l'exposition aux facteurs de risque systémique recherchée par un portefeuille stratégique variera considérablement en fonction du scénario qui se réalisera. Dans le scénario pessimiste, les actions des marchés développés n'obtiendront qu'un rendement annualisé géométrique de 2,5 % en euros, alors que le scénario optimiste prévoit un rendement de 11 %. Pour un investisseur en dollars, les fluctuations sont encore plus marquées. La bonne nouvelle est que, excepté dans notre scénario pessimiste, nous prévoyons une inflation moyenne inférieure à 3 % aux États-Unis, ce qui a coïncidé historiquement avec un régime de corrélation négative entre obligations et actions. Ainsi, pour les investisseurs basés aux États-Unis en particulier, il pourrait exister plus d'opportunités de diversifier le portefeuille au cours des cinq prochaines années, après les difficultés d'un portefeuille traditionnel 60/40 au plus fort de la poussée inflationniste post-pandémie.

Perspectives 2024-2028

	Rendements annualisés sur 5 ans	
	EUR	USD
Obligations		
Liquidités domestiques	2,50 %	3,25 %
Obligations d'État domestiques	2,50 %	5,25 %
Obligations d'État mondiales (pays développés, couvertes)	3,50 %	4,25 %
Dettes souveraines émergentes (locales)	4,75 %	5,75 %
Crédits mondiaux investment grade (couverts)	4,50 %	5,25 %
Crédits mondiaux high yield (couverts)	5,50 %	6,25 %
Actions		
Actions marchés développés	5,75 %	6,75 %
Actions marchés émergents	7,25 %	8,25 %
Immobilier coté	5,50 %	6,50 %
Matières premières	4,75 %	5,75 %
Prix à la consommation		
Inflation	2,50 %	2,75 %

Source : Robeco. Septembre 2023. La valeur de vos investissements peut fluctuer et les performances estimées ne garantissent pas de résultats futurs.

Faire face au contexte changeant des primes de risque et des rendements sans risque

Même si nous avons revu à la hausse les prévisions pour la plupart des classes d'actifs par rapport à l'année dernière, les performances des actifs en euros devraient rester inférieures à leurs moyennes historiques à long terme dans les cinq prochaines années, à l'exception des matières premières. Nous passons progressivement d'un monde avec un faible taux sans risque et une prime de risque élevée à un monde où le taux sans risque est plus élevé et la prime de risque plus faible. Cependant, malgré le récent bond de plus de 400 pb des taux sans risque dans les économies du G7, nos rendements inférieurs à la

RÉSUMÉ

moyenne historique à long terme sont principalement dus à des taux sans risque inférieurs à leur niveau habituel et, dans une certaine mesure, à des primes de risque faibles. Selon nous, les risques pris sur les marchés actions sont moins bien récompensés que les risques obligataires à ce stade du cycle.

Une fois que le pic des taux directeurs s'est matérialisé, la surperformance des actions par rapport aux obligations plus risquées est nettement plus faible. La fin de l'assouplissement quantitatif illimité, l'incertitude politique croissante, la compression des marges et une prime de risque ex ante relativement faible sur les marchés actions développés constituent d'autres facteurs défavorables. Pour les investisseurs en dollars américains détenant un portefeuille international, les perspectives sont meilleures, car nous anticipons toujours une appréciation des autres devises face au dollar, même si les facteurs défavorables au dollar se sont atténués par rapport aux prévisions de l'année dernière.

Enfin, les investisseurs ne devraient pas exclure l'outsider perçu dans chaque jeu de pouvoir. Gottfried Leibniz, qui semblait au départ perdre le conflit de priorité du calcul infinitésimal, était un génie au même titre que Newton. En 1679, il avait prévu que son invention du codage binaire ouvrirait la voie à l'ère de l'informatique numérique : « l'Homme disposera d'un nouveau type d'instrument qui augmentera la puissance de l'esprit bien plus que les lentilles optiques ne renforcent les yeux ». Lors de l'avènement de l'IA générative, quelque 344 ans plus tard, on ne peut qu'apprécier la clairvoyance extraordinaire qu'il a fallu pour prédire l'avenir avec précision au lieu de simplement tenter de minimiser les surprises. ●

Informations importantes

Ces informations se réfèrent uniquement à des informations générales sur Robeco Holding B.V. et/ou ses sociétés liées, affiliées et filiales, (« Robeco »), l'approche, les stratégies et les capacités de Robeco. Ce document est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels, au sens d'investisseurs considérés comme clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme tels ou qui ont été autorisés à recevoir ce type d'informations conformément à toute loi applicable. Sauf indication contraire, les données et informations rapportées proviennent de Robeco, sont, à la connaissance de Robeco, exactes au moment de la publication et sont fournies sans garantie d'aucune sorte. Toute opinion exprimée est uniquement celle de Robeco. Elle ne constitue pas une déclaration factuelle, elle est susceptible d'être modifiée et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement. Ce document a pour seul but de donner un aperçu de l'approche et des stratégies de Robeco. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document juridique concernant un instrument financier spécifique. Les données, informations et opinions contenues dans le présent document ne constituent pas et ne peuvent en aucun cas être interprétées comme une offre, une invitation ou une recommandation d'effectuer des investissements ou des désinvestissements ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription à des instruments financiers ou comme des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de recherche en matière d'investissement ou comme une invitation à en faire tout autre usage. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Le présent document ne peut pas être reproduit ni distribué au public. Aucune partie du présent document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit sans la permission préalable et écrite de Robeco.

Robeco Institutional Asset Management BV (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et autorisée à la libre prestation de service en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe aux investisseurs professionnels en France. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement, il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur www.robeco.com/fr.

© Q1/2023 Robeco

Pour plus d'informations,
veuillez consulter le site
web de Robeco

