



JVR INVEST  
GET HIGHER

**Septembre 2021**

# Newsletter



## Le Mot du CEO

Chers lecteurs,

Après une prolongation de la croissance des indices boursiers pendant cet été une petite correction s'annonce pour ce mois de septembre. Cela n'a rien d'étonnant vu les niveaux auxquels nous sommes arrivés depuis début 2021. Le catalyseur de cette correction est l'inflation qui continue de faire pression sur les Banquiers Centraux pour qu'ils agissent. Après la réunion de Jackson Hole en août, le message reste le même, une minimisation de l'effet de l'inflation car temporaire. Il est prévu qu'à partir de 2022, les banques centrales amorcent leur réduction d'achats de dette.

Cela sera un retour à la "normale" si la variable Covid avec tous ces variants le permet. Pour l'instant les mesures de contrôle de la population continuent à être en vigueur ce qui pourrait constituer un frein à la croissance.

Côté géopolitique le retrait des troupes en Afghanistan confirme le recentrage des Etats-Unis sur leur économie et leur diminution de leur influence mondiale au bénéfice de l'axe Chine- Russie. Taiwan devrait prendre note des événements de cet été.

En Europe nous serons attentifs aux élections en Allemagne si bien nous pensons que cela ne changera pas beaucoup leur politique économique dans le court terme.

Un petit commentaire sur les Cryptomonnaies : une nouvelle génération de monnaies essaye maintenant de s'imposer dans le marché. Nous constatons un détournement de l'intérêt des monnaies comme le Bitcoin BTC ou Ethereum ETH vers des nouvelles monnaies comme le Stellar, Solana ou Cardano.

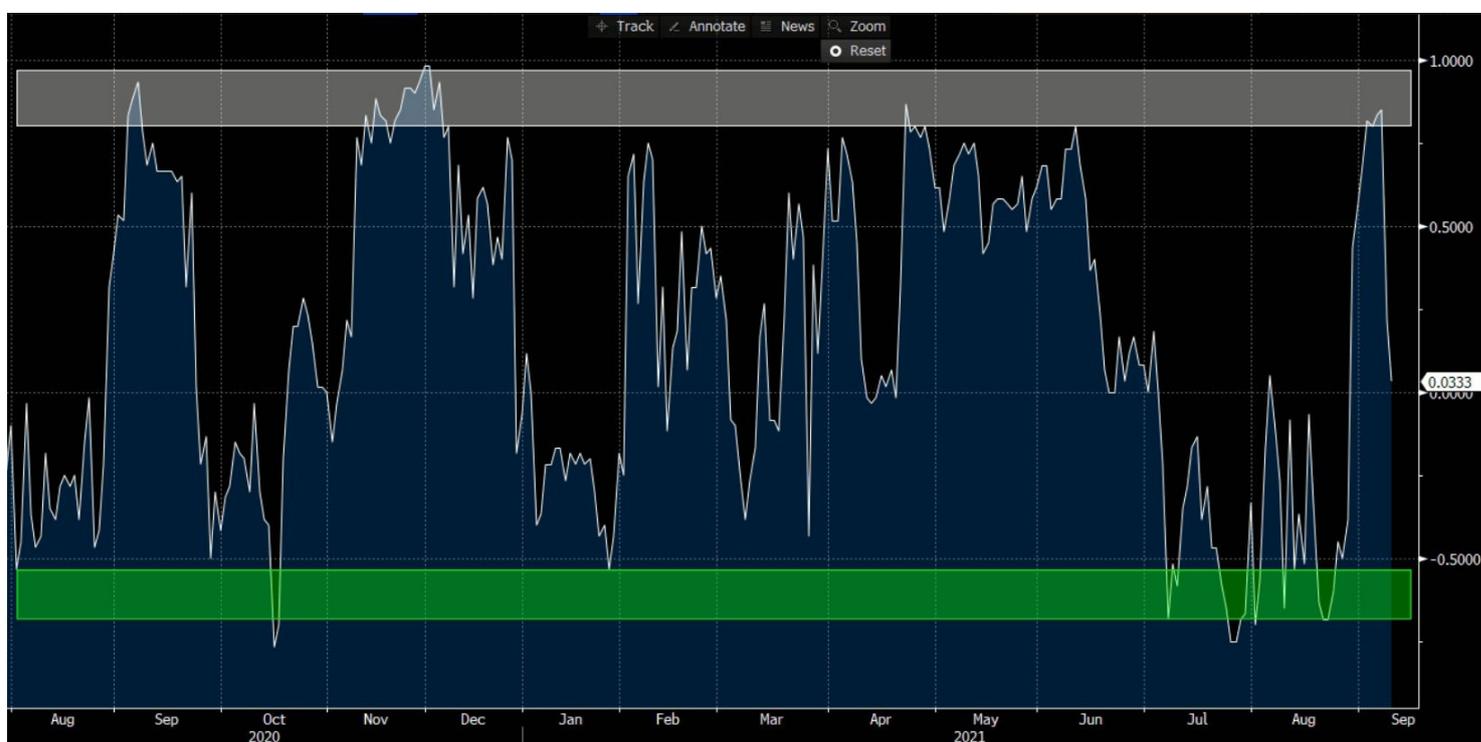
Nous espérons que vous serez en très bonne santé et nous serons heureux de vous revoir bientôt si les conditions sanitaires nous le permettent.



Joaquin Vispe

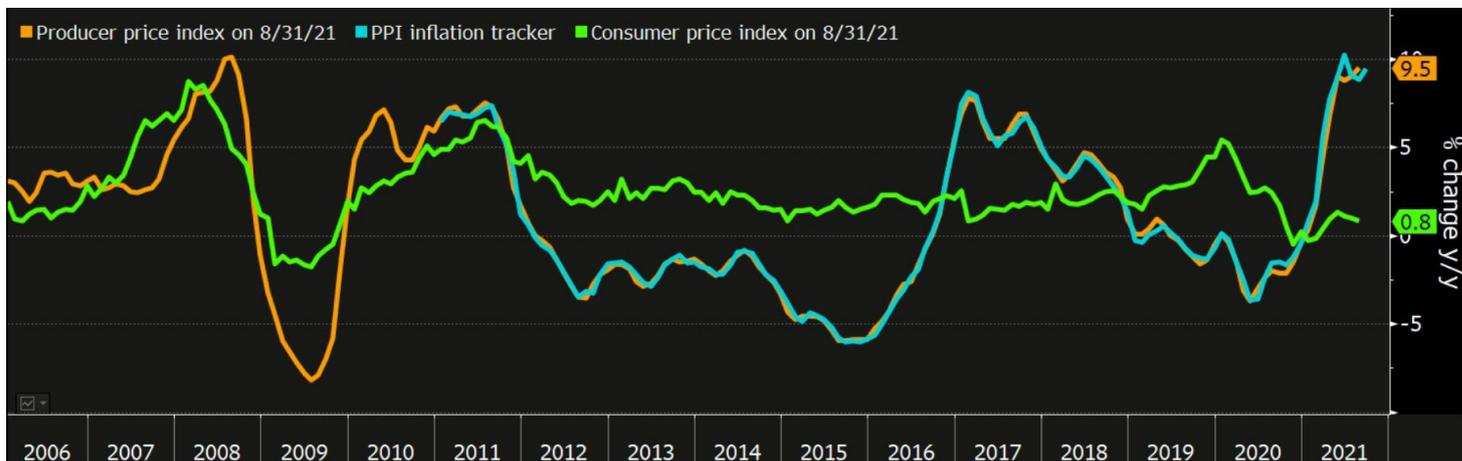
## I - Point Macroéconomique.

Après un été plutôt calme sur les marchés, avec une volatilité relativement faible sur les actions et sur les obligations, le marché de la rentrée se réveille. Il aura fallu attendre le retour de vacances des agents pour que ces derniers réalisent de manière concertée que le variant Delta avait eu un impact négatif certain sur la croissance. Les chiffres de l'emploi US qui, selon les anticipations auraient dû s'améliorer de manière linéaire, surprennent négativement venant compléter le tableau plutôt noir que l'on pouvait dresser à la mi-août.



Risk Appetite Index (Bloomberg)

Le Risk Appetit Index traduit nettement cette phase de Risk-off.

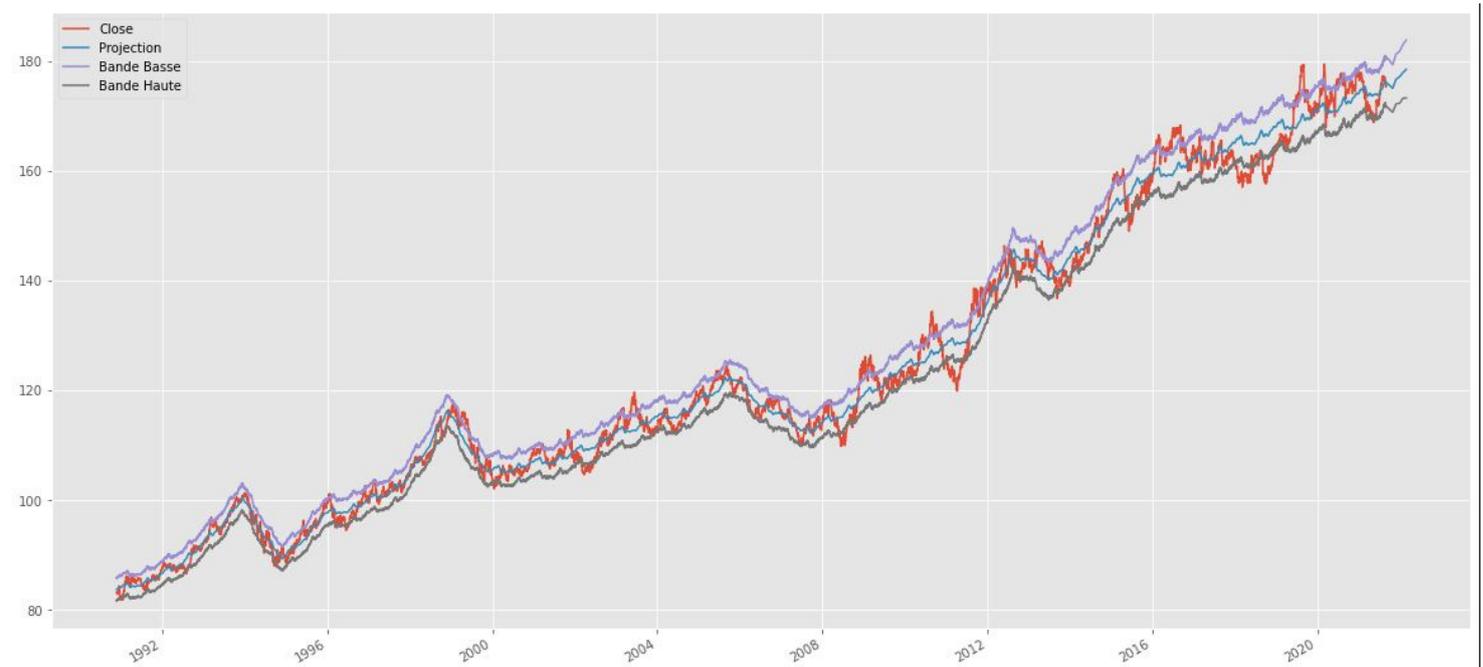


Alors que le pic d'inflation aux Etats-Unis devrait être maintenant derrière eux. En Chine, on remarque que les prix à la production continuent de se maintenir à des niveaux très élevés. Pour le moment il n'y a pas vraiment de répercussion sur les prix à la consommation fort heureusement. A surveiller de très près au quatrième trimestre si le CPI Chinois s'enflamme.

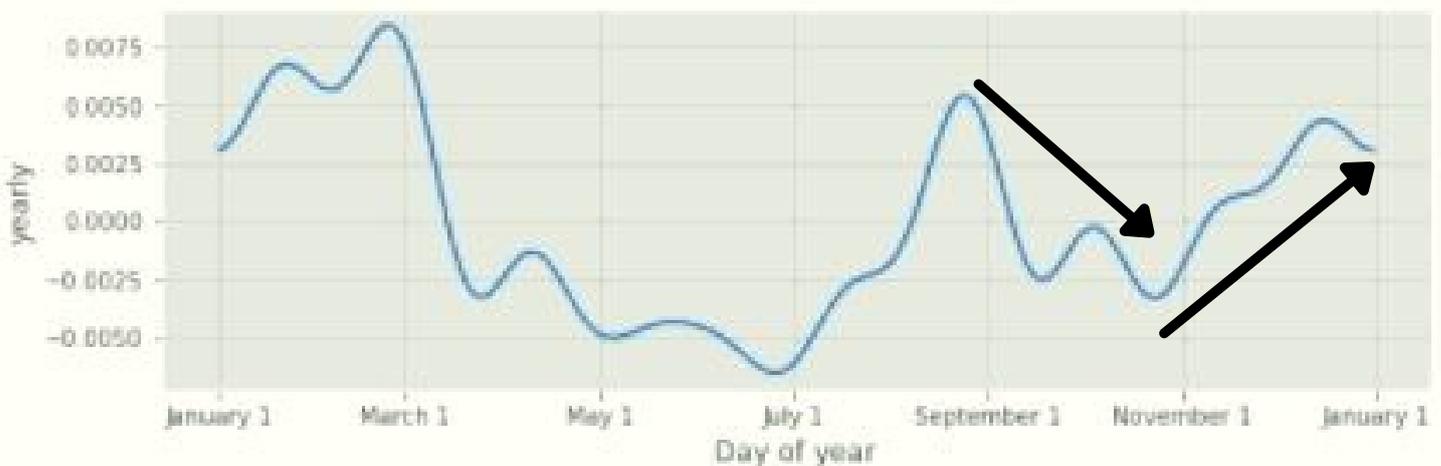
La BCE quant à elle lors de sa réunion du 9 septembre a joué sur les mots. Le "recalibrating PEPP" a bien sur résonné aux oreilles de tout le monde comme premier tour de vis très soft, on parle de 5 à 10 mds maximum. Par ailleurs, la crainte principale de l'institution de Francfort est que cette diminution de rachat d'actifs intervienne alors qu'un ralentissement de l'économie européenne est en cours. Car malgré la confirmation du rebond économique le variant Delta pourrait faire trembler les prévisions de la banque centrale notamment pour le 3eme trimestre et surtout à l'approche de l'hiver avec un environnement plus propice à la transmission du virus.

## II - Crédit

Après un mois de juillet exceptionnel, le segment IG a souffert des derniers mouvements du Bund en août. Nous en parlions lors de notre dernière lettre en juin. De nombreux traders ont commencé à vendre à découvert le contrat Bund entre -0,51 / -0,49, déclenchant un violent retournement.



Avant de voir un nouvel élan haussier, il faudra être patient. Si nous nous référons au cycle, nous devrions rester dans une fourchette étroite de prix jusqu'à la troisième semaine d'octobre. La cible est la bande supérieure à 180 sur RX1.





Les traders systématiques, qui ont identifié le "bear shark" pattern, vendent également le contrat à découvert avec un objectif à 175. Comme expliqué ci-dessus, certains 'gaps' ouverts au cours du deuxième trimestre pourraient servir d'aimants.

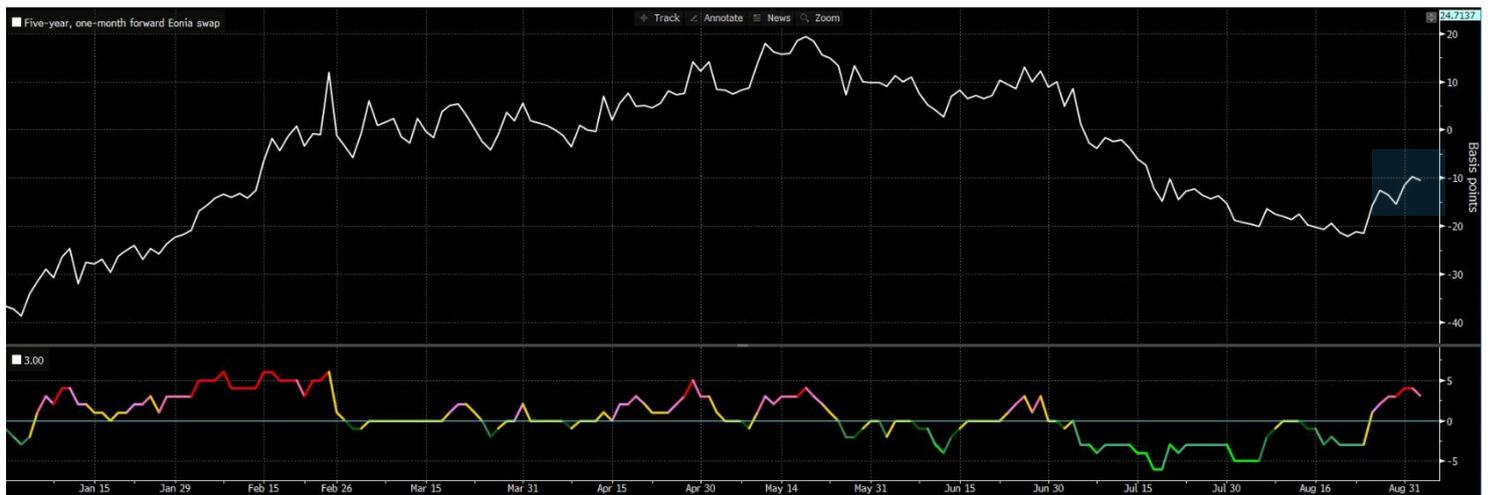


La prévision moyenne pour le quatrième trimestre 2021 reste loin de la réalité. L'incertitude sur la politique monétaire et l'évolution du Covid-19 semblent perturber les investisseurs dans leur conviction.



JVR INVEST  
GET HIGHER

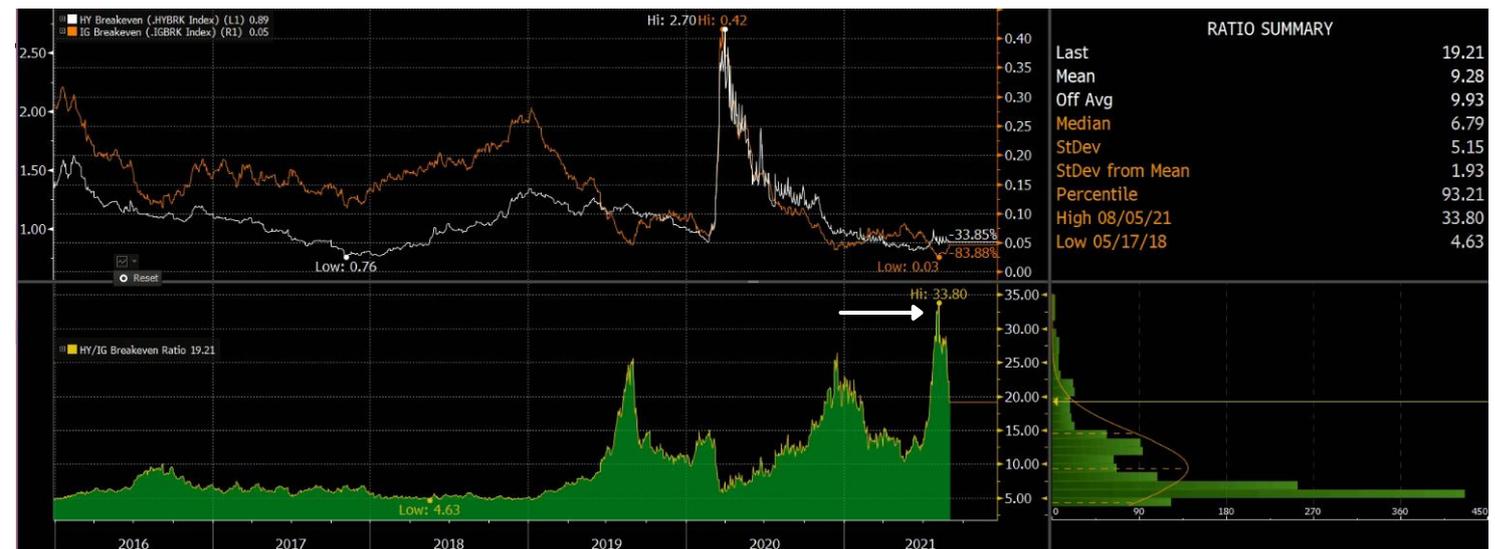
Avec le dernier mouvement du rendement du Bund, les traders ont amélioré leur perception d'une hausse des taux anticipée d'environ 12 points de base selon les contrats de swap. L'anticipation reste en territoire négatif, ce qui signifie qu'ils s'attendent à ce que le taux de dépôt de la BCE reste, pour le moment, inférieur à zéro au cours des cinq prochaines années.





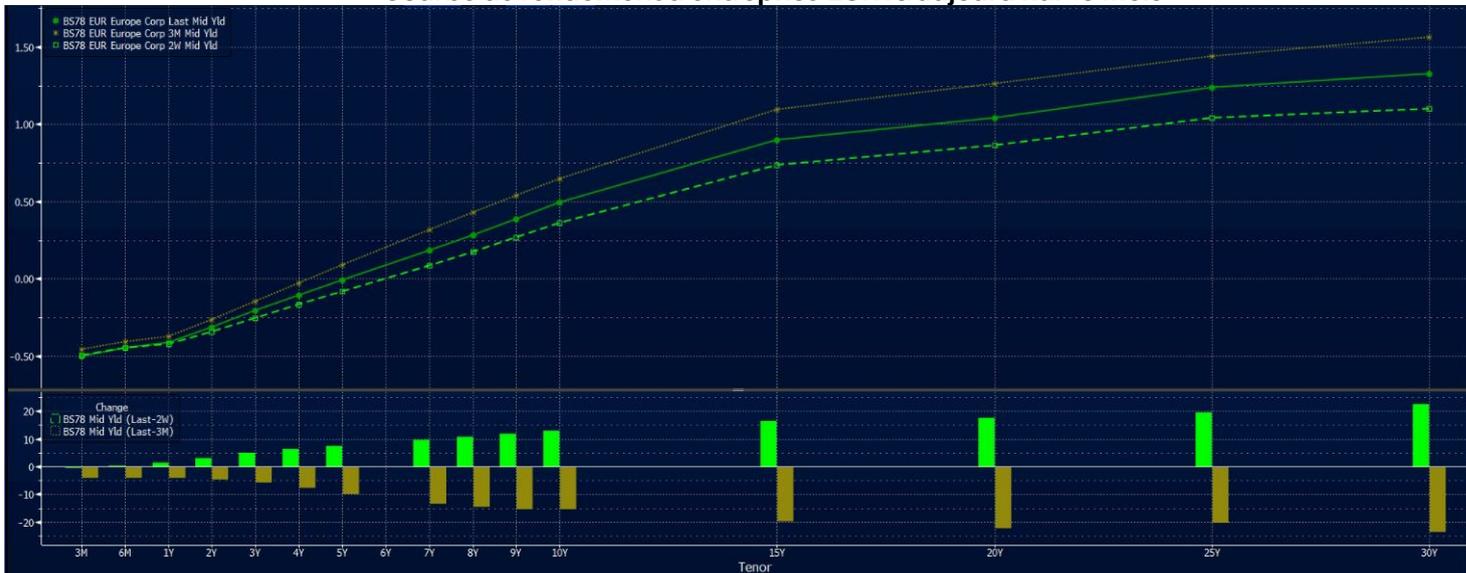
JVR INVEST  
GET HIGHER

Le swing du Bund a littéralement annihilé l'espoir d'un rendement positif du segment IG en août. Le petit coussin offert par le "breakeven" IG ne permet aucune erreur en termes de duration. La décompression du spread a été bénéfique pour normaliser l'excès de juillet où nous avons atteint 33.80 sur le ratio HY/IG.



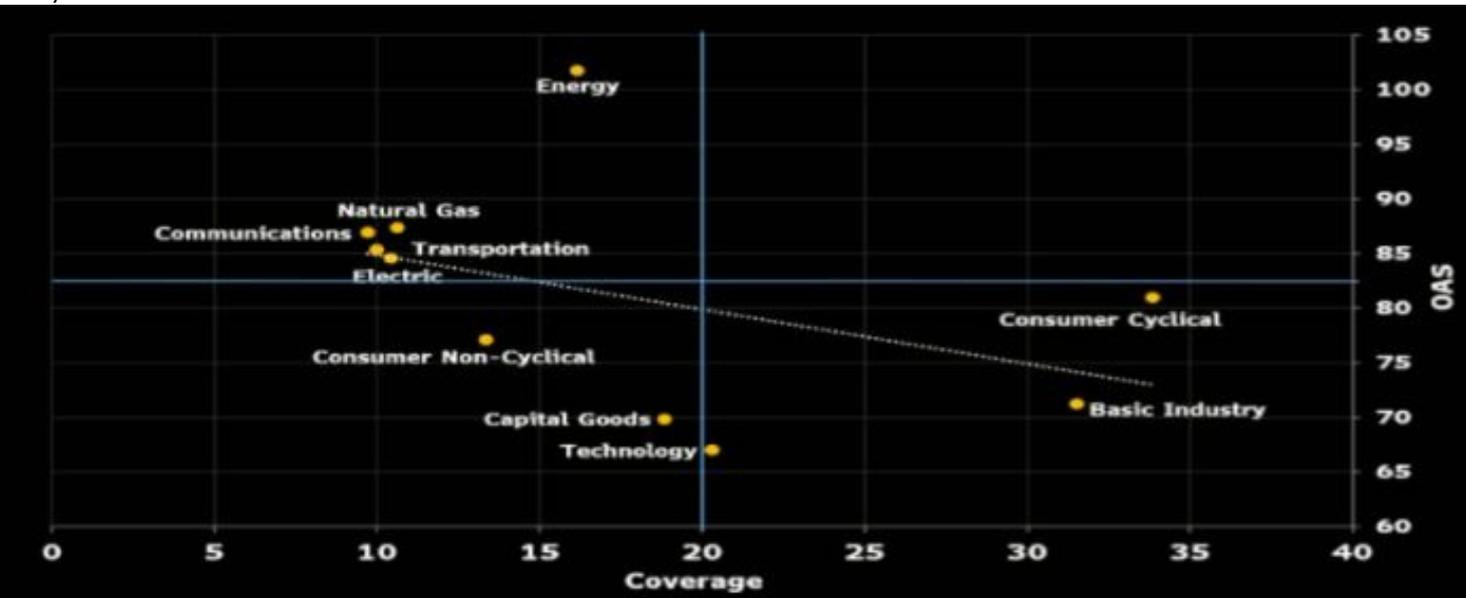
Le comportement de l'IG lors de chaque pic montre que nous entrons dans une zone dangereuse comme nous l'avons expliqué lors de notre dernière lettre. Jouer à nouveau une convexité dynamique au GDBR10, c'est comme répliquer un futur Bund aujourd'hui. Pour être plus précis, les corporate IG avec un petit coupon et une duration plus longue pourraient bénéficier d'un retour à la moyenne du rendement allemand.

Courbe de rendement d'entreprise EUR IG aujourd'hui - 3 mois



Source : Bloomberg

La courbe EUR IG est restée tout l'été dans une configuration de "bull-flattening" malgré une légère pentification en août. La translation de la courbe s'est faite sur tous les ténors sans sélection aucune. Certains bénéfiques ont été pris sur des maturités courtes. Avec une augmentation des nouvelles émissions attendue à la mi-septembre, nous ne serons pas surpris de voir un retour sur le plus bas de mi-juillet surtout sur les ténors plus longs (>10 ans).



Source : Bloomberg

En comparant les ratios "interest coverage" par rapport aux spreads par secteur, il apparaît un schéma logique, un "coverage" plus élevé implique des spreads plus faibles. La seule valeur éloignée reste l'énergie avec un ratio moyen élevé et les biens d'équipement et la technologie restent à des niveaux serrés. Les autres secteurs se situent pour la plupart à 5-10 points de la régression. L'énergie a le spread le plus large, bien que ses fondamentaux se soient considérablement améliorés par rapport aux niveaux d'avant le coronavirus.



JVR INVEST  
GET HIGHER

### Correction légitime après de nouveaux records



Le niveau de la cherté du segment OAS IG a été clairement vendu par les traders cds déclenchant un réajustement sur l'Itraxx Main. D'un autre côté, l'indice Move ralentit, montrant une diminution du stress autour d'une éventuelle envolée des taux d'intérêt.



La swaption américaine 3 mois/10 ans affiche des attentes plus faibles à court terme concernant une hausse des taux d'intérêt américains.

### III- a-Marchés européens

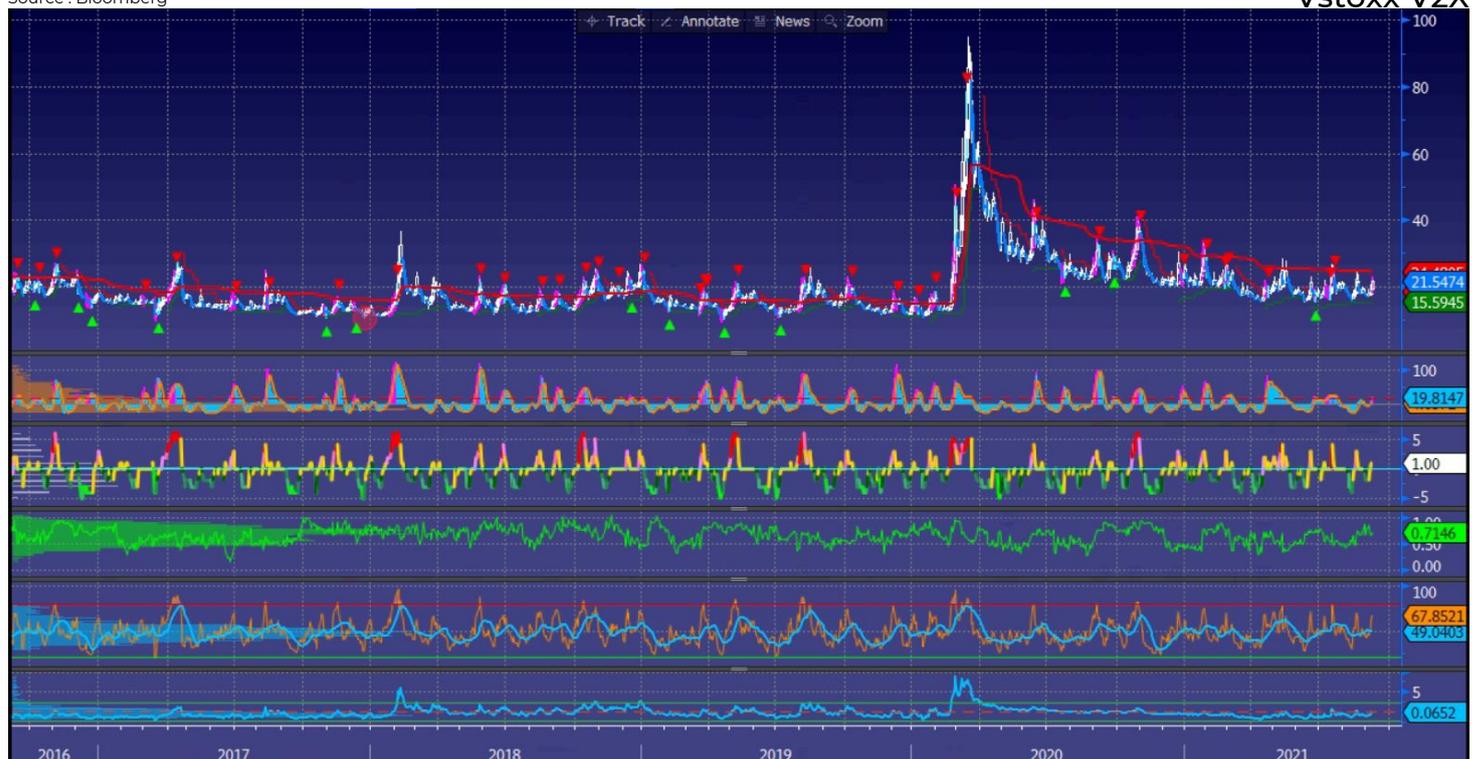
Une belle divergence baissière s'est matérialisée sur l'Eurostoxx 50 durant l'été. De ce fait, la correction amorcée fin août reste dynamisée par cette configuration. un retour est probable sur le seuil des 4075 pts avant d'espérer un nouveau rebond.

Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

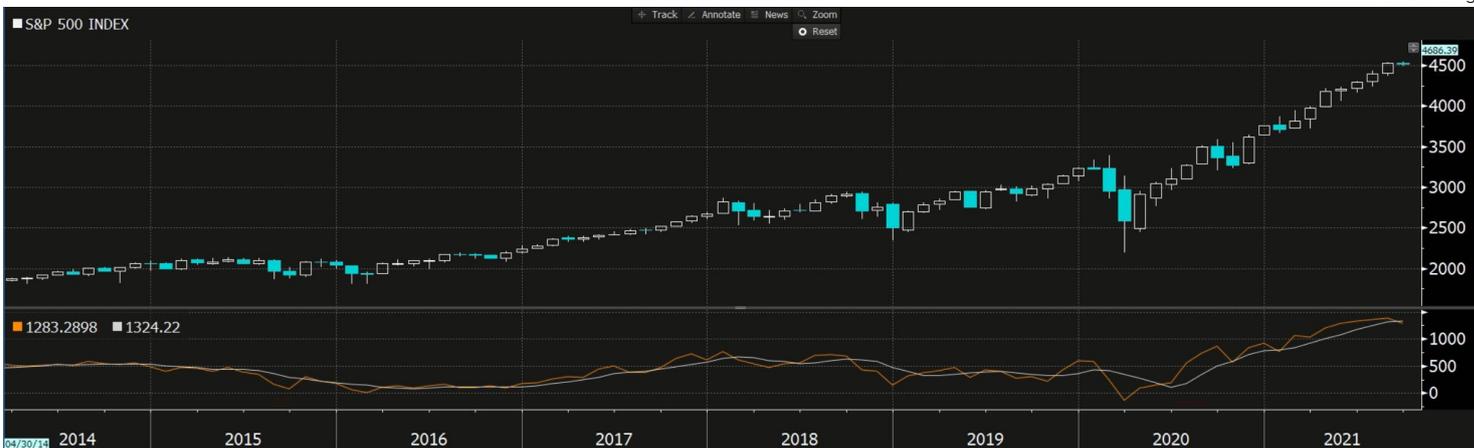
Vstoxx V2X



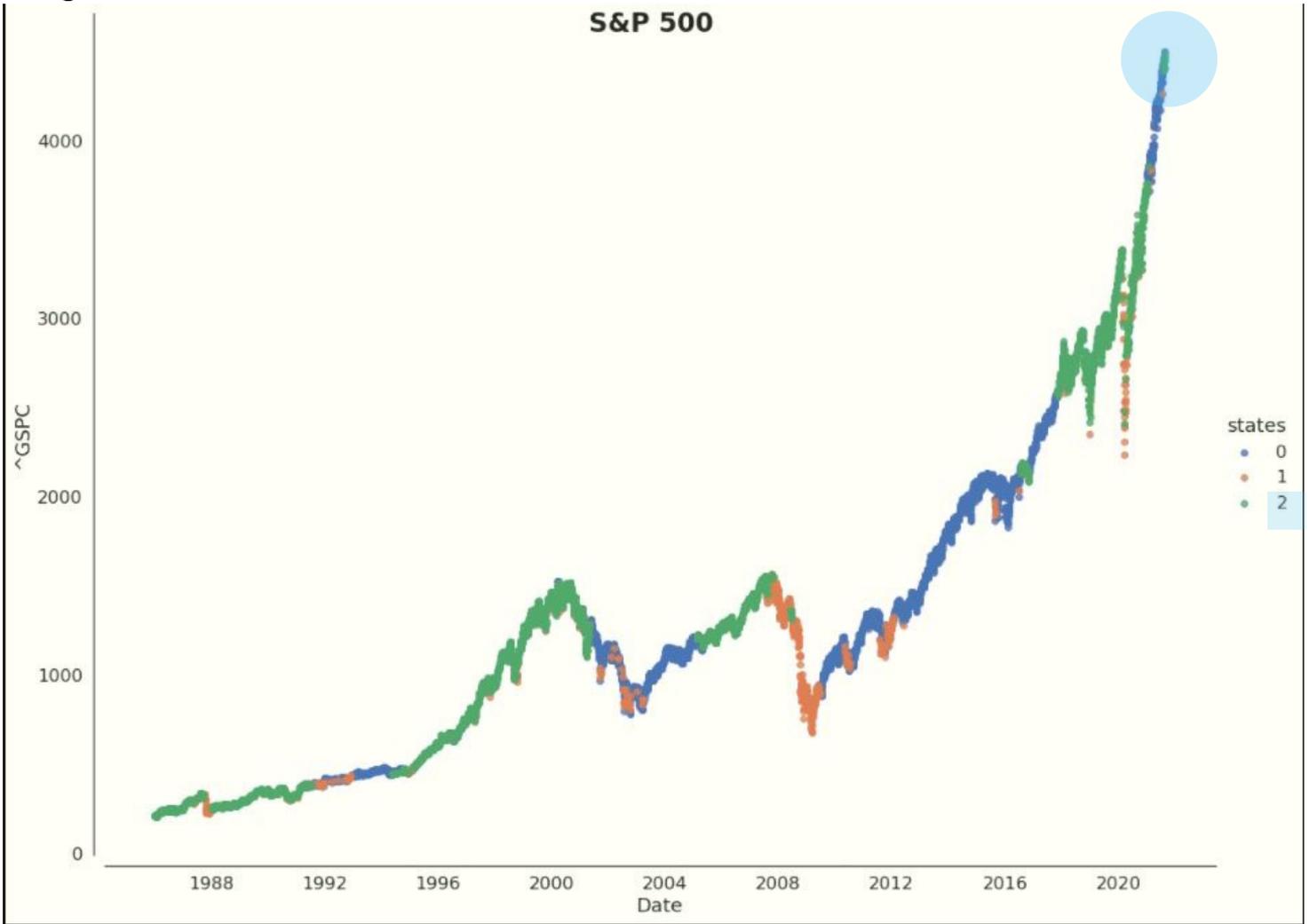
Sur le V2X, la tension monte, le niveau de valorisation n'est pas ligne avec les nouvelles attentes de progression de la croissance. Nombreux sont les analystes à revoir à la baisse leur attentes de résultats des blue chips de la côte européenne.

### III- b- Marchés américains

Source : Bloomberg

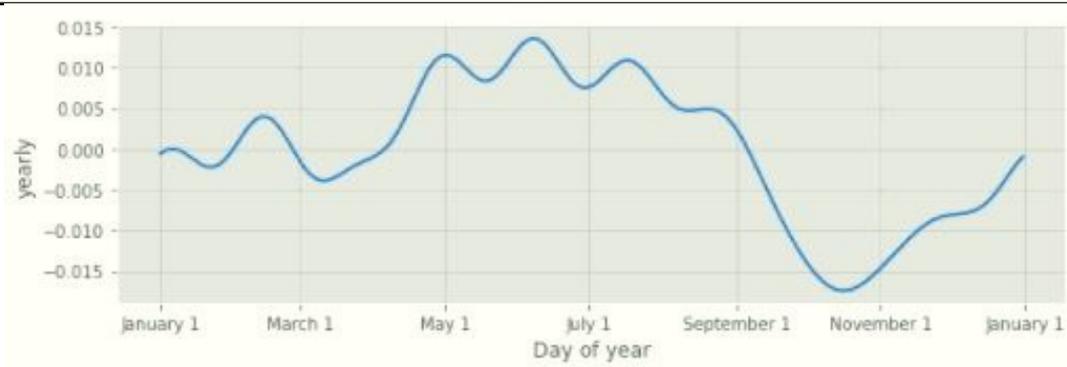
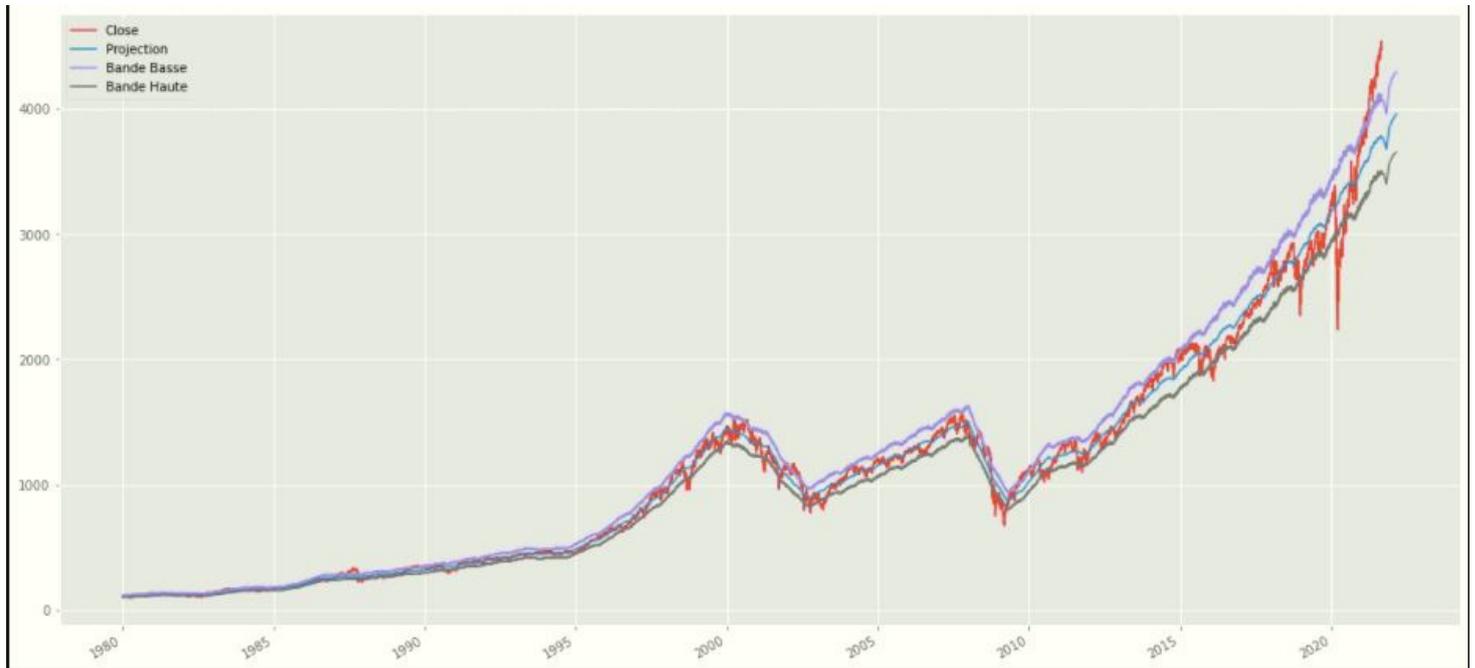


En mensuel, le momentum de l'indice est sur le point de se retourner. Gros signal d'essoufflement en perspective avec de la volatilité élevée à la clé. Le changement de régime sur les niveaux élevés du S&P 500 confirme que nous sommes dans une zone très dangereuse.





JVR INVEST  
GET HIGHER



La correction pourrait se poursuivre jusqu'à la 3eme semaine de d'octobre avant de reprendre le chemin de la hausse. On peut se demander si le seuil des 4000pts ne serait le support-objectif pour les vendeurs à découvert.





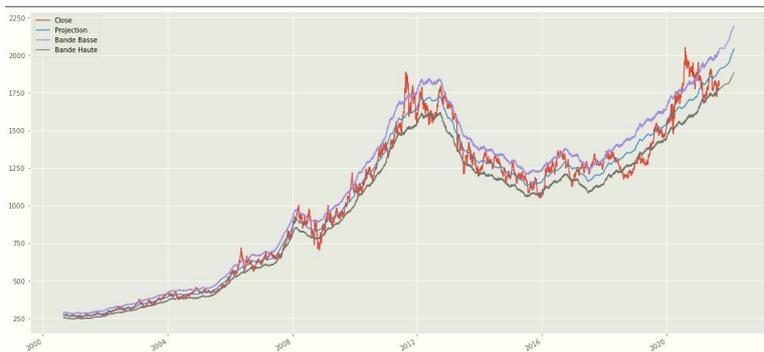
JVR INVEST  
GET HIGHER

## - Gold

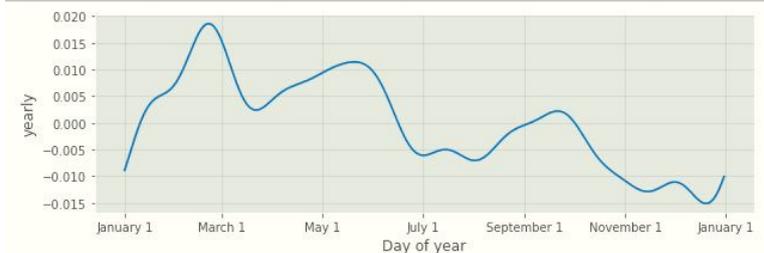
Le Gold continue d'être boudé par les investisseurs. Le raffermissement du dollar et les révisions d'inflation future tempèrent les chances d'obtenir un véritable momentum sur le métal jaune à court terme. Pourtant si l'on compare l'or en dollars contre sa projection simulée on remarque que l'on est maintenant nettement sous-évalué par rapport à la prédiction. En effet, selon la projection on devrait se situer 165\$ plus haut à 1967.34\$.



La dernière fois que l'Or a dévié autant de sa trajectoire c'était en 2014. Si l'on compare les deux périodes on s'aperçoit que la persistance de la tendance baissière pourrait se prolonger. Une opportunité pourrait bien se présenter aux alentours des 1750\$ pour une durée assez courte.



Selon notre prévision de cycle, l'or devrait bénéficier d'une vraie tendance haussière seulement à partir de janvier 2022.



99.0% Confidence Interval: 1797.614 entre 1764.926 and 1830.301

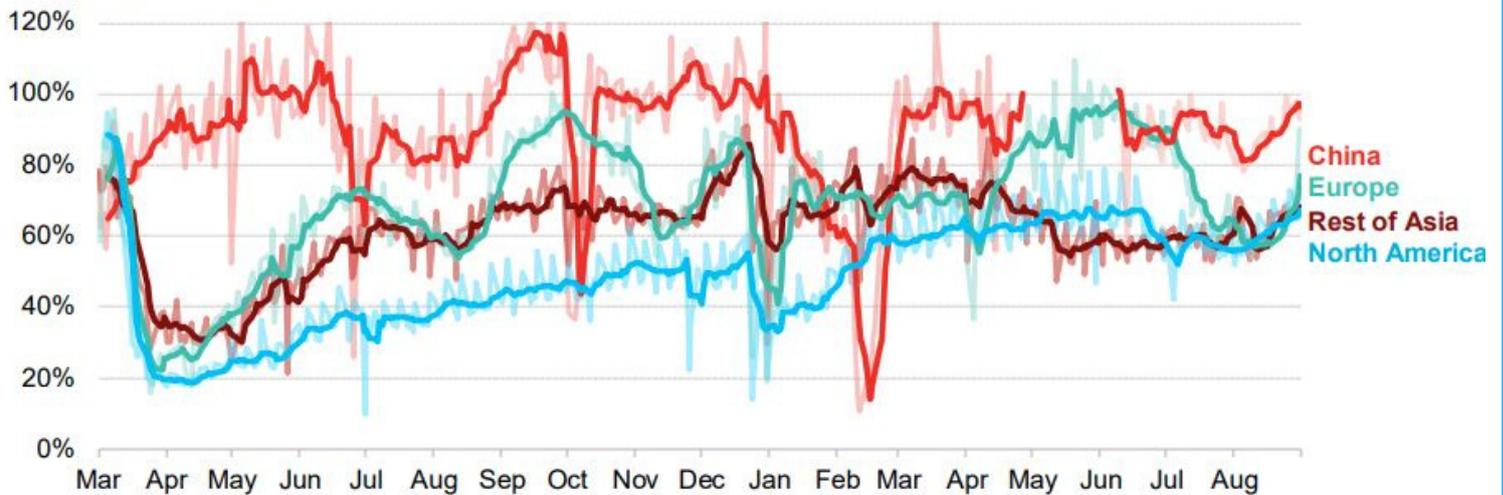


**JVR INVEST**  
GET HIGHER

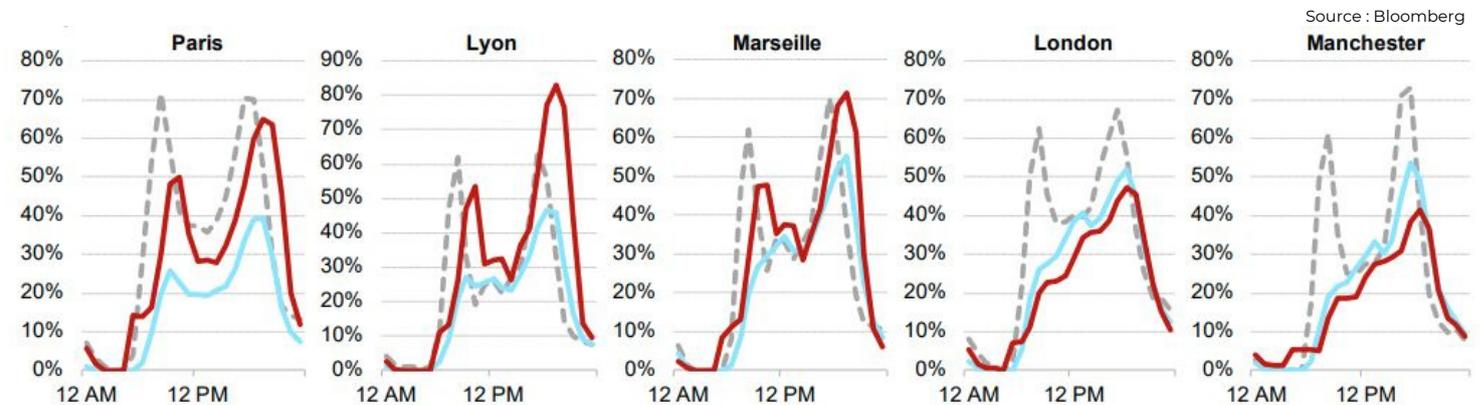
## V- Energie

La reprise du trafic routier est en bonne voie dans les pays asiatiques. Les villes chinoises sont en grande partie revenues à la normale avec la dernière épidémie de Covid-19 sous contrôle. En Europe, un bond s'est produit alors que les voyages d'été touchent à leur fin. Le trafic routier des villes américaines reste bien inférieur à son niveau normal en raison de l'ouragan Ida.

Peak congestion index



Source : Bloomberg



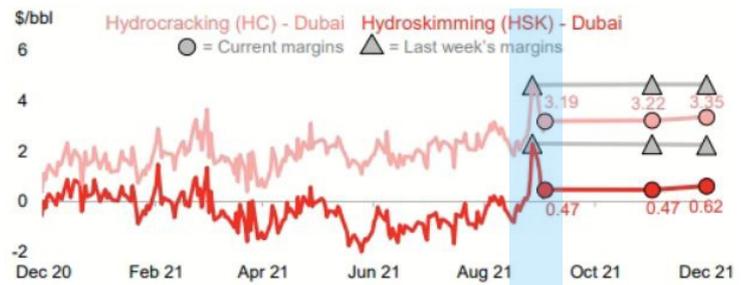
Source : Bloomberg

Le niveau de congestion en France a rebondi au retour des vacances d'été. La présence d'un nouveau pic matinal suggère que les gens retournent au bureau en laissant de côté le Home Office.



**JVR INVEST**  
GET HIGHER

Parlons maintenant de l'ouragan Ida et de son impact sur le marché pétrolier américain. Le nombre de raffineries à l'arrêt au cours des deux dernières semaines a fortement augmenté en raison de l'ouragan. Ainsi, cet événement a également déclenché un rallye des marges de raffinage notamment aux États-Unis et à Dubai.



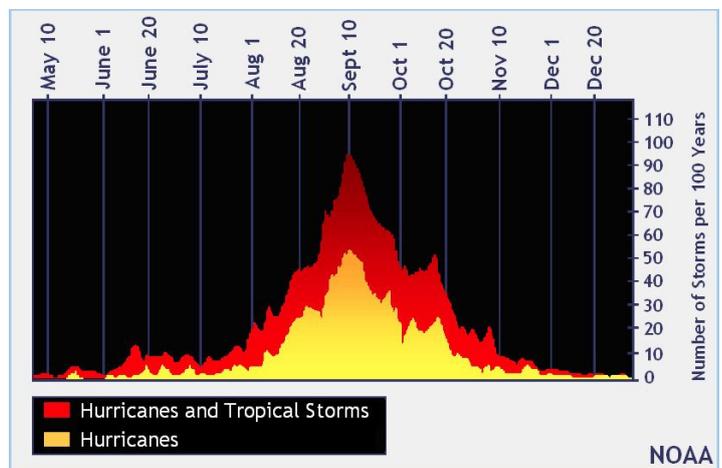
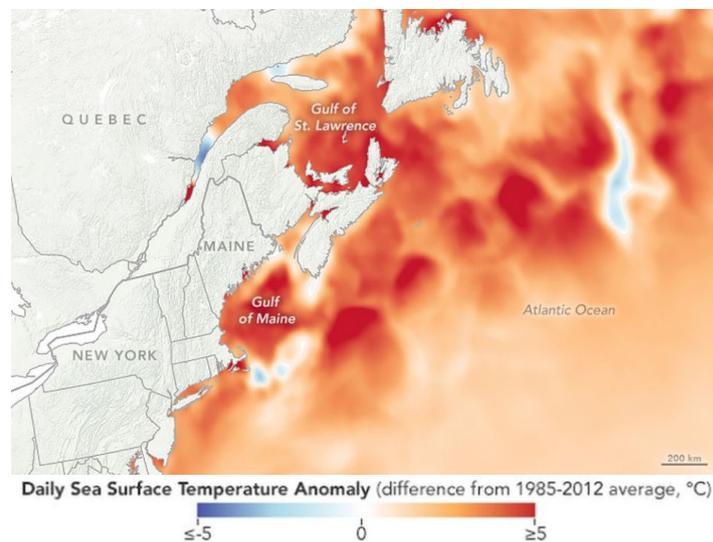
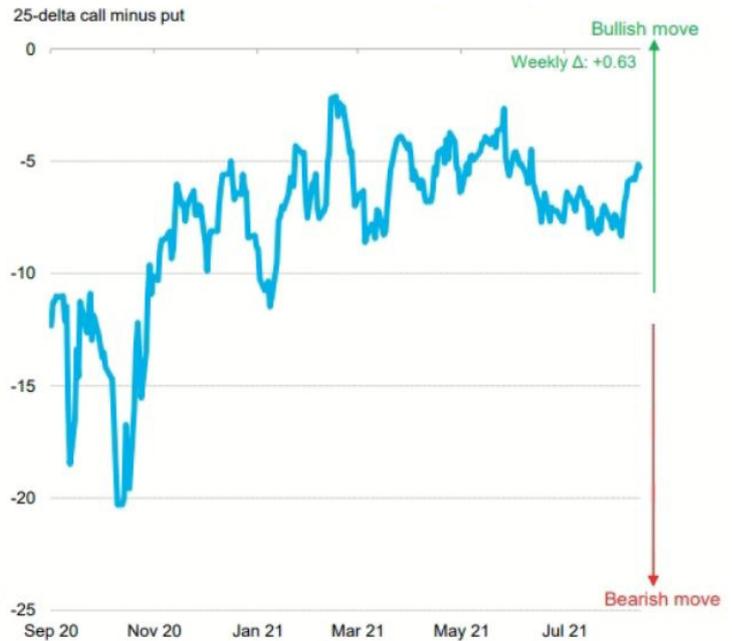
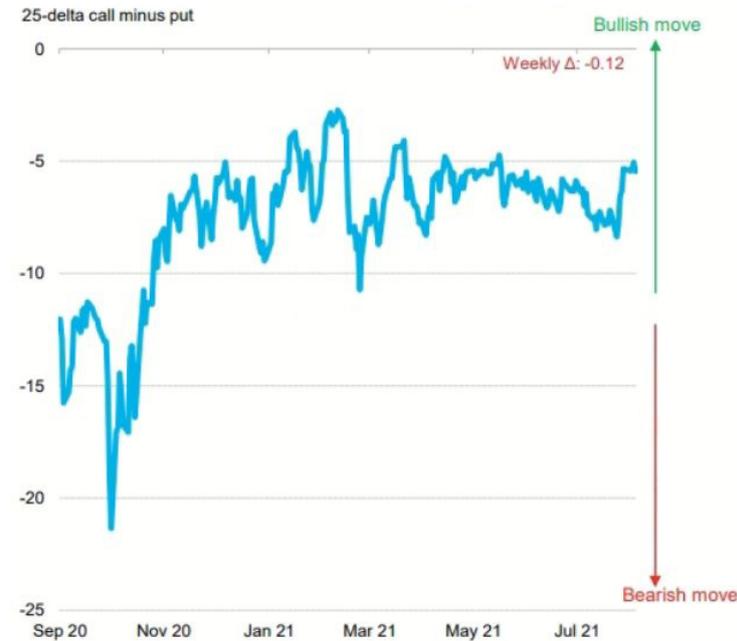
Les États-Unis entrent dans la saison des tempêtes tropicales. Cette année pourrait être une saison importante en raison de la température de l'Atlantique qui reste au-dessus de son niveau moyen. La prochaine menace au cours des deux prochaines semaines est "Larry". La trajectoire de cette tempête n'est actuellement pas orientée vers le golfe du Mexique, mais elle est suffisamment forte pour mettre toutes les plateformes pétrolières à l'arrêt pendant le reste du mois.





**JVR INVEST**  
GET HIGHER

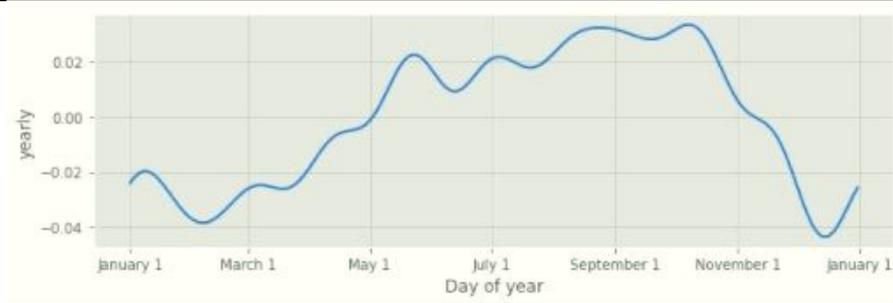
Le Brent et le WTI 1M RR ont grimpé la semaine dernière. La température anormale de l'Atlantique suggère que la fréquence des ouragans/tempêtes tropicales sera plus élevée que d'habitude.



Septembre reste le pire mois en termes d'ouragans car le "cisaillement du vent" est faible couplé avec les températures de surface de l'Océan qui reste anormalement chaude. (Le cisaillement du vent est une différence de la vitesse ou de la direction du vent entre deux points suffisamment proches de l'atmosphère. Selon que les deux points de référence sont à des altitudes différentes ou à des coordonnées géographiques différentes, le cisaillement est dit vertical ou horizontal. Il provoque une instabilité de Kelvin-Helmholtz qui se traduit par de fortes turbulences au niveau de la couche de friction.)



JVR INVEST  
GET HIGHER



Graphiquement, on est entrée dans un trading range sur le contrat WTI. Actuellement, le prix continue d'évoluer autour de sa moyenne après la phase de correction générée par la divergence baissière en hebdomadaire. Le potentiel de baisse reste intact mais limité au support de moyen terme à \$60. Selon nos prévisions de cycle, le déficit de demande devrait intervenir à partir de début novembre ce qui est consistant avec la crainte de l'Opec de voir un risque important de surproduction en fin d'année et surtout au premier trimestre 2022. L'Opec devra bien gérer sa communication au cours des prochains meeting pour éviter trop de certitude sur le déséquilibre offre/demande au cours du 4ème trimestre.

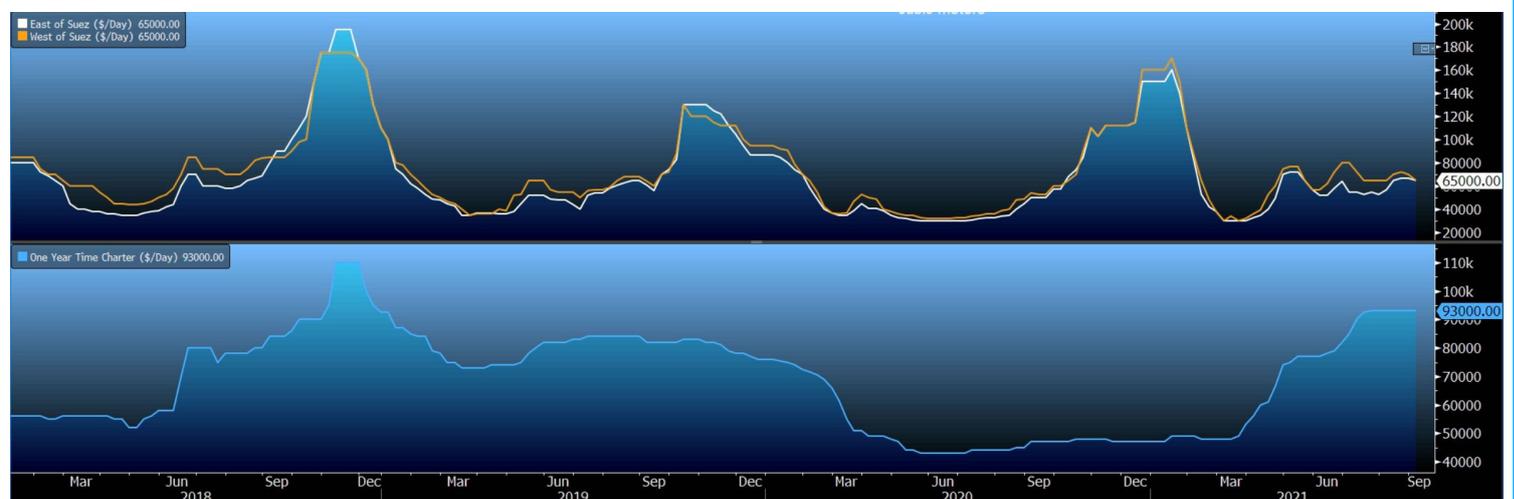


**JVR INVEST**  
GET HIGHER

	oct-21	nov-21	déc-21	#####	févr-22	#####	juin-22	déc-22	juin-23	Strike	oct-21	nov-21	déc-21	#####	févr-22	#####	juin-22	déc-22	juin-23
	+16	+10	-378	-5	-7		+268			66.00	-590	+40	-9	-1	+5		+218		
			-6	-1	-1					66.50	+360	+2	+17	+1					
	+2	-103	+89	+500	-7	+4	+10			67.00	-198	+458	+172	+500	-8				
	+55	+655	+131	+921	+4	+19	+496			67.50	+730	+651	+70		+27	-5	+45		
	-92	+368	+104	+143	+294	-52				68.00	-597	+657	+83	+294	+99	+37			
	-181	+274	+110	+2	+26	+2301				68.50	+338	-42	-123		+31	+49			
	-417	-75	+6	+89	+20		+33			69.00	+494	+337	+103	+111	+10				
	+356	+229	+826	+1	+25		+9			69.50	+688	+46	+146			-1			
	-815	+234	+1'657	-124	-5	+147	+97	-378		70.00	+643	+344	-8	+2	-5	+31			
	-720	+420	+167	+69		+4				70.50	-23	-21	+3	+10	+2	+4			
	-325	+141	+24		+1		+10			71.00	+15	+6		+3	+3	+4			
	-22	+59	+2	-1	-8					71.50	+1	-5	-16		+2	+4			
	-365	-17	+299	+7		+164	-6			72.00	+28		-2						
	+571	+313	+73	+2	+1	+4				72.50	+13								
	+450	+1'019	+192	+103	+9					73.00	+2								
	+337	+240	-3	+44	+5					73.50			+2						
	+927	+127	+67		+5					74.00	+1								
	+346	+962	-4	+78						74.50	-1		+5						
	+4'219	+462	-563	+4	-6	-5	+100	+32		75.00	+24	-1				+1	+2		
	+29	+28	+5	+21		+24				75.50	-2								
	-783	-35	-86	-15		+4				76.00	+1	+1	+4			+1	+2		
	-4	-154	-27							76.50									
	+137	+1'006	+221		+40		+6			77.00	+1	+1							
	-10	+2'297	-79	+33		+29				77.50	+10			+1					
	-117	+2'605	+128	+2	+10	+4	+16			78.00	-1								
	+45	+129								78.50	+1								
	+212	-101	+25	-1		+5				79.00			+1	+1					
	+136	+40	+57	+35	+2					79.50									
	-84	+1'119	+931	-3	+44	-20	+10	+16		80.00			+6						
	-49	+2	+4	-1	+3					80.50	+1								
	-5	+649	-496	+13		+1				81.00	+1	+1							
	+11	+1	-61	+12		+1				81.50	-2	+1							
	-65	+1'979	-16		+8					82.00	+2			+1					

De nombreux importateurs ont déjà commencé à se "hedger" contre une hausse modérée des prix pour le 4eme trimestre en augmentant leur position ouverte en call avec des strikes entre 68.5 et 75. Tandis que les opérateurs pétroliers sont plus enclins à se protéger contre une baisse du WTI mais de manière plus contenue avec des strikes entre 66.5 et 70.

## Nat Gas & LNG



Liquefaction Terminal	Sept. 3	Sept. 2	Sept. 1	Aug. 31	Aug. 30	30D Mov. Avg
Sabine Pass	110	102	103	108	101	103
Cove Point	24	20	15	11	19	26
Corpus Christi	7	2	11	23	34	18
Cameron	31	21	22	34	34	29
Freeport	30	27	28	25	23	35

Alors que les coûts des voies maritimes sont quasiment stables depuis un trimestre, les stocks dans les terminaux américains ont fortement augmenté. Sabine Pass reste le terminal avec le plus gros stock actuellement. On peut expliquer ce phénomène par les prix anormaux actuels du GNL en Asie. De nombreuses installations de production alimentées au gaz semblent fonctionner en dessous de leur capacité, car le GNL devient plus cher. On peut comprendre ce qui se passe quand on regarde l'indice de référence de l'Asie du Nord qui a bondi de plus de 230 % depuis mars. Il est normal que certains pays comme le Pakistan aient annulé et réémis des appels d'offres d'achat de GNL afin d'obtenir de meilleurs prix Ask sans résultat. D'autres pays préfèrent passer au charbon ou au pétrole.



Ce n'est pas la première fois que le gaz naturel devient incontrôlable. En effet, en 2014, il avait déjà flirté avec le niveau des 6\$ sur fond de problèmes de production et de livraison, alors qu'il était proche du seuil des 14\$ en 2008.

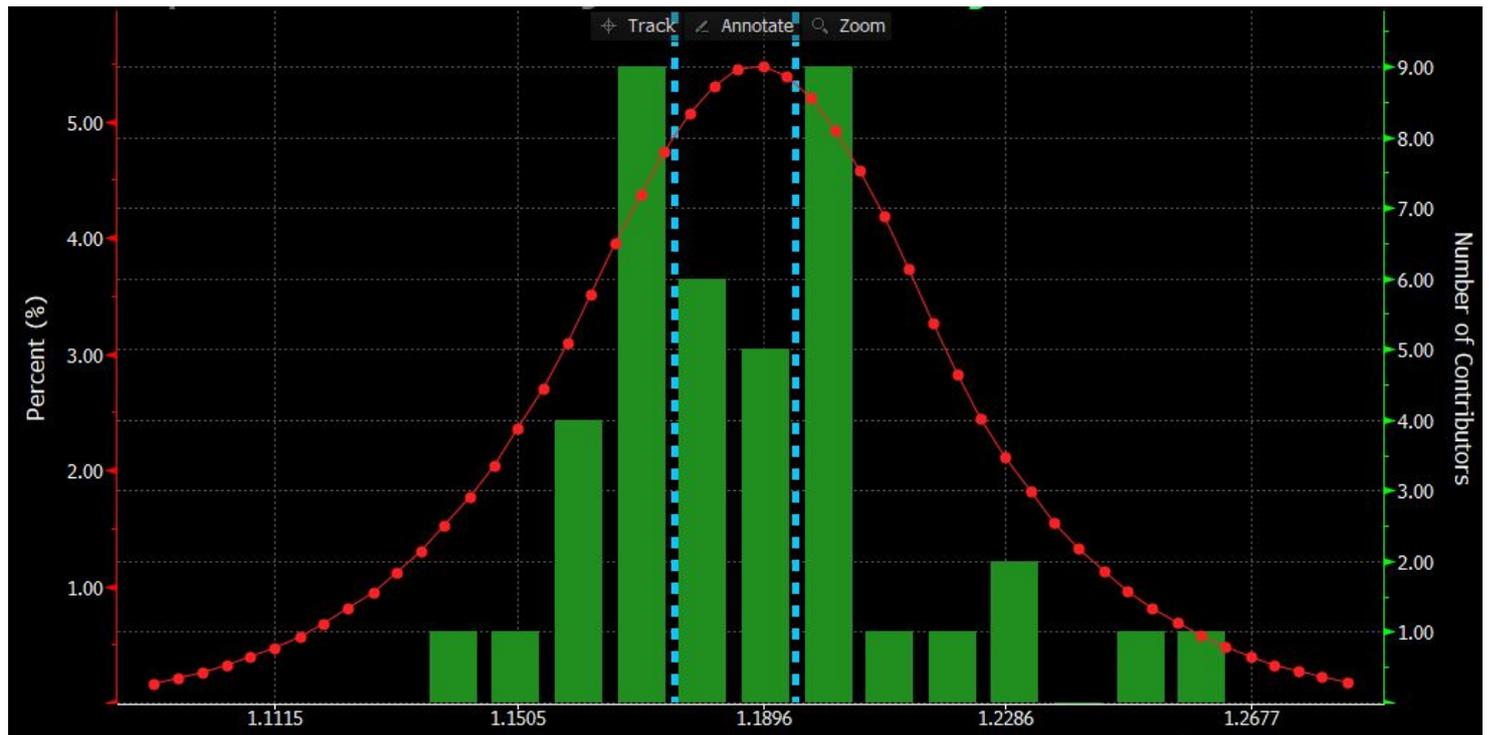
La NOAA a programmé le retour du "La Niña" pour l'hiver de cette année. Cela signifie que la phase froide créée par un refroidissement du Pacifique tropical se traduit par une modification du régime des vents, de la température de la mer et des précipitations. En conséquence, la demande peut augmenter considérablement à l'approche de l'hiver, provoquant une nouvelle hausse des prix par rapport aux records précédents.

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2012	-4.44	-2.26	4.05	3.13	1.98	.88	-2.58	1.07	8.80	7.74	-1.14	-2.82
2013	.98	8.07	-5.88	12.38	1.88	22.24	7.23	11.83	7.65			
2014	-15.90	-8.53	-2.61	18.84	-5.13	-5.30	2.74	46.19	-3.92	32.73	-14.07	-11.90
2015	-4.29	-7.07	-5.33	-3.27	-4.70	-5.95	-3.25	2.33	1.97	13.00	-13.37	-4.03
2016	1.42	-10.95	2.47	1.10	6.84	-95	-4.86	4.82	3.16	8.41	41.43	-36.25
2017	-16.30	-11.00	15.00	2.70	-6.26	-1.17	-7.94	8.80	-1.09	-3.69	4.45	-2.38
2018	-1.67	-25.54	14.49	11.18	5.05	27.80	-1.64	.38	.66	4.13	10.77	11.10
2019	-6.85	1.60	-3.44	4.20	-3.96	7.19	-4.10	-9.9	-6.34	-8.04	-3.71	4.56
2020	16.86	-6.76	-5.16	10.16	-5.67	-1.78	-13.90	5.83	1.38	-6.02	5.55	-29.33
2021	-26	4.40	15.43	7.60	-8.67	-10.52	-3.24	3.92	-5.9	.59	10.42	6.98
2022	-16.26	4.51	-18.73	7.48	6.00	16.60	13.63	-12.78	18.61	11.20	-2.55	-5.90
2023	.34	-8.67	8.72	7.04	-.68	-6.26	-5.24	-2.20	-9.57	7.31	-9.76	-15.80
2024	-7.91	-6.20	-19.61	1.32	10.74	6.33	6.65	-22.49	1.47	4.29	3.52	5.38
2025	-21.43	-4.96	-10.05	-10.67	13.70	.00	-4.75	-18.51	62.61	4.21	-3.90	14.93
2026	7.90	16.00	7.85	7.35	7.93	14.10	-31.71	-12.90	-6.36	-8.81	-4.02	-13.64
2027	21.72	-4.79	5.89	1.72	.92	-14.64	-8.59	-11.68	25.64	21.25	-12.34	2.48
2028	-17.61	-27.69	7.29	-9.08	-2.61	-4.39	34.82	-25.34	7.68	34.66	17.89	-28.78
2029	2.80	6.47	13.71	-13.96	-3.13	9.44	12.95	45.49	21.85	-12.33	3.13	-10.82
2030	-12.80	.35	9.55	-1.20	9.89	-4.46	-7.0	-16.98	33.92	28.40	-12.66	-19.30
2031	17.04	44.53	-37.54	6.42	16.08	-13.44	-12.81	.28	2.09	1.30	.65	25.66
2032	-16.81	10.24	39.29	15.60	-15.23	.87	-8.97	11.58	25.55	.43	1.06	14.02
2033	-41.62	-8.25	-4.03	-6.57	-16.63	-20.90	6.46	-27.79	-5.71	46.66	-17.93	-4.85
2034	14.30	3.72	6.66	6.66	38.68	2.75	-15.68	26.71	8.45	-13.42	46.75	48.35
2035	-31.64	-8.38	23.65	11.92	4.66	1.53	6.22	11.09	-2.87	7.91	-22.19	1.99
2036	-.31	2.84	8.66	-11.83	-2.30	13.78	-25.31	-4.99	38.87	-6.49	-13.14	-1.57
2037	-13.49	-23.65	5.77	13.40	2.52	-4.47	1.78	24.67	13.56	15.25	-27.42	-12.18
2038	1.49	-15.88	4.47	-4.79	8.18	20.99	-25.70	-14.05	19.10	23.22	28.19	-21.16
2039	-21.51	9.53	13.62	-1.36	3.37	-10.94	5.49	8.30	.11	6.63	8.15	29.78
2040	27.89	-13.55	-6.02	-.39	-7.26	13.93	-13.32	-16.22	4.48	17.68	-13.08	1.77
2041	-5.33	16.22	11.48	14.31	-9.47	1.87	1.79	6.98	-3.54	3.36	-5.28	-10.97
2042	-12.14	-.76	15.88	4.79	14.28	-6.58	24.64	11.63	19.08	-8.75	-9.06	-19.17

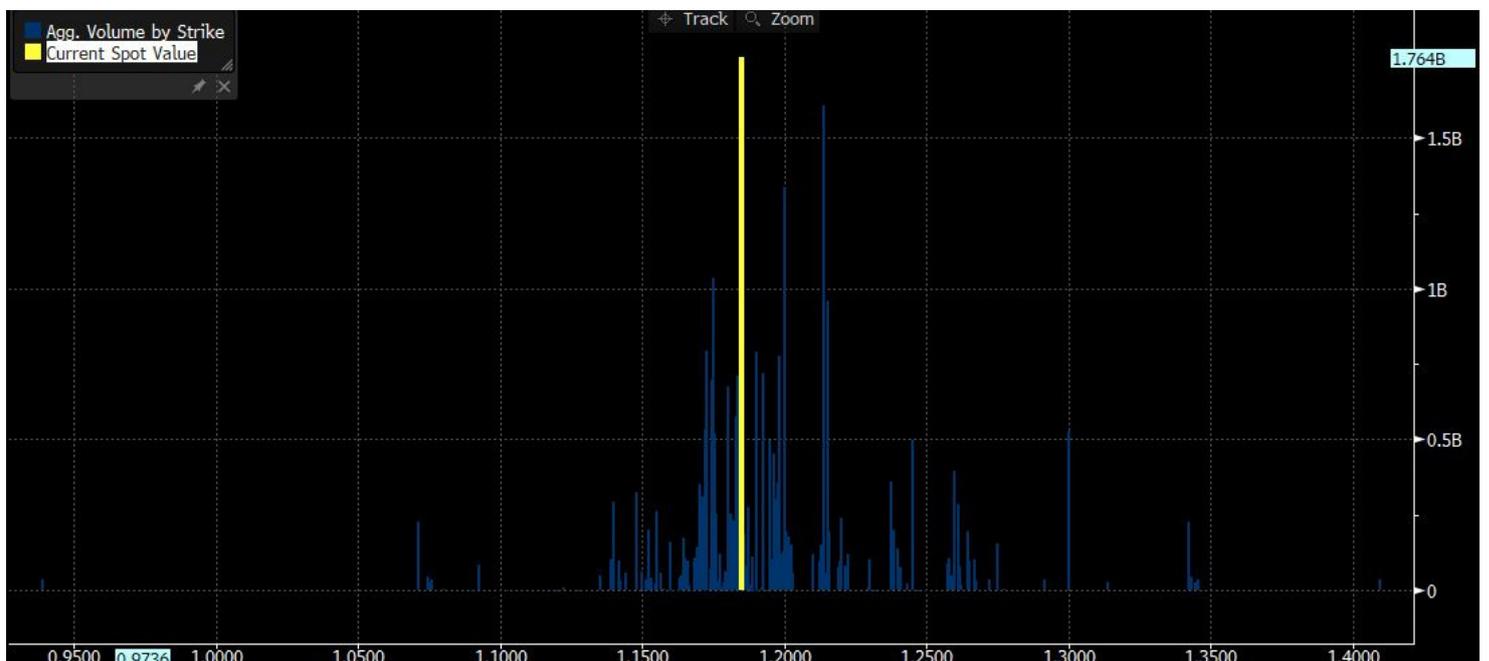
Nous pouvons le vérifier avec la saisonnalité du gaz naturel, qui affiche en septembre et octobre la performance moyenne la plus élevée des 30 dernières années. Ceci peut s'expliquer par des réajustements des réserves par certains pays qui ont eu quelques difficultés à importer à juste prix pendant la période estivale et qui doivent acheter en urgence pour compenser l'augmentation de la demande (hors saisonnalité et par la demande moyenne).

## VI- Forex

Les objectifs des analystes sont vraiment partagés ce mois-ci. Tellement partagés que l'on peut voir un magnifique Strangle entre 1.17 et 1.20. Septembre devrait ressembler à l'été avec un EURUSD qui se maintien dans ce range.



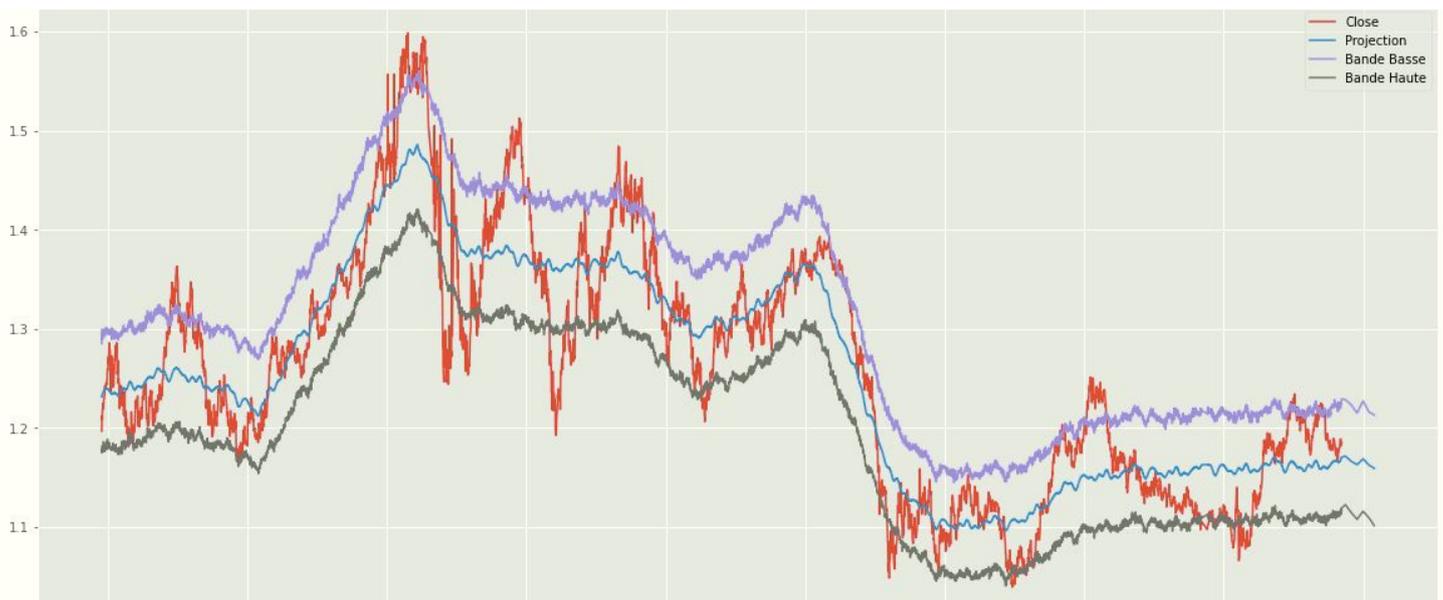
Sur le marché des options, certains traders dérivés ce sont déjà placés en Strangle avec pour ce mois-ci des strikes notables autour de 1.1720 et 1.2020.



Pour le moment, le cross EURUSD continue d'osciller dans un range 1.1700/1.2000. Tant que l'on reste à l'intérieur il ne devrait pas y avoir de pics de volatilité. Pourtant beaucoup de cambistes se positionnent pour un spike de volatilité au travers leur stratégie d'options. De ce fait, il sera important de surveiller la vitesse de variation de l'EURUSD et la "Volatilité de Volatilité" afin d'anticiper un changement de perception chez les agents.



Selon nos prévisions mensuelles, la paire devrait continue d'osciller à l'intérieur du range prévue par les forecasts des analystes. Notre modèle de cycle nous montre qu'un décrochage pourrait intervenir début octobre.





JVR INVEST  
GET HIGHER

Notre allocation tactique de l'année 2021 est modifiée :

<i>Classe de actifs</i>	<i>Négatif</i>	<i>Neutral</i>	<i>Positif</i>
Actions États-Unis			
Actions Europe			
Actions Emergents			
Bonds			
Or			
Pétrole			
Cryptomonnaies			
Immobilier	Immobilier Bureaux et résidentiel USA 		Immobilier Habitation 

**DISCLAIMER :**

**Cette Newsletter est dirigée à des investisseurs qualifiés, ne constitue en aucun cas une proposition commerciale ou une incitation à l'achat des produits ci mentionnées et elle est établie à l'intention exclusive de ses destinataires et elle est confidentiel. Les idées et opinions présentées dans ce message sont celles de son auteur JVRinvest SARL. L'objectif de la Newsletter est d'avoir un caractère d'information et d'aider aux investisseurs dans la prise de leurs décisions.**

**Toute publication, utilisation, distribution, impression ou copie non autorisée de cette Newsletter doit être autorisée préalablement par JVRinvest SARL.**

**JVRinvest SARL décline toute responsabilité au titre de cette Newsletter, dans l'hypothèse ou il aurait été modifiée.**