



VEILLER À LA PROSPÉRITÉ DE NOS CLIENTS
NOTRE MISSION



PERSPECTIVE DU MARCHÉ T1 2022

Karen Steinmann, MFin, CFA
Analyste en placements

Commentaire sur le marché de Mandeville - Hiver 2022

Chaque bataille est gagnée avant d'être livrée

-Sun Tzu

La sagesse ancestrale du stratège militaire chinois Sun Tzu s'applique à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Sur plusieurs fronts - politique, militaire et économique - cela ne va pas bien pour la Russie. Le Président Poutine semble avoir mal évalué la tolérance de la communauté internationale, avoir été déficient dans sa planification et avoir mal évalué le chaos que le peuple ukrainien allait déclencher. Les résultats rappellent utilement les principes d'investissement, à savoir que ce sont souvent les actions que nous entreprenons avant d'investir qui comptent le plus. En d'autres termes, quels sont vos principes et votre processus ?

À notre avis, les principes et le processus constituent précisément la différence Mandeville. À titre de rappel, les cinq lois de création de la richesse créées par Michael Lee-Chin sont les suivantes :

1. Posséder quelques entreprises de qualité ;
2. Comprendre à fond ces entreprises ;
3. S'assurer que ces entreprises sont domiciliées dans des secteurs à forte croissance à long terme ;
4. Utilisez l'argent des autres avec prudence ;
5. Conservez ces entreprises à long terme ;

CHEZ MANDEVILLE, NOUS SAVONS QUE LA COMPAGNIE QUE NOUS CONSERVONS COMPTE

Pourquoi ces principes sont-ils si importants ? Si l'on prend l'exemple du conflit ukrainien, les fréquentations que nous entretenons sont importantes. Dans le cas de la Russie, son alignement sur la Chine et son aliénation de l'Occident ont eu des conséquences négatives. En ce qui concerne les investissements, le fait d'aligner nos investissements sur des entreprises de qualité supérieure rapporte des dividendes, au sens propre comme au sens figuré. Outre les grandes entreprises, nous parcourons le monde à la recherche de gestionnaires institutionnels privés de qualité au service d'investisseurs sophistiqués à valeur nette élevée.

En donnant aux investisseurs de Mandeville la possibilité de participer à ces offres, ils alignent leur capital avec les investisseurs qui exigent les meilleures propositions de risque/rendement que le marché puisse offrir. En ce qui concerne la construction des portefeuilles, notre processus méticuleux et la "compagnie que nous gardons" nous permettent de déployer avec confiance des solutions de portefeuille qui peuvent atténuer la volatilité des prix et donner aux investisseurs le confort - le confort qu'ils n'ont pas à rester éveillés la nuit en s'inquiétant de ce qui se passe "sous le capot" de leurs investissements. Lorsque vous êtes en excellente compagnie, il est plus facile d'affronter les défis du monde avec confiance.

PLANIFICATION ET DISCIPLINE : LE TRAVAIL QUE NOUS FAISONS AVANT D'INVESTIR EST IMPORTANT

On ne manque pas de remarques sur l'état de préparation du conflit entre l'Ukraine et la Russie, qu'il s'agisse de la mauvaise logistique russe, de l'entraînement militaire ou de l'erreur de calcul politique vis-à-vis de la communauté internationale. D'un autre côté, les forces ukrainiennes, nettement moins nombreuses, ont remporté des victoires éclatantes. Le travail de fond effectué par le président ukrainien Zelensky a permis d'obtenir le soutien international, les ressources, les armes et la formation nécessaires au déploiement d'une force de combat efficace. Pris ensemble, ces éléments ont produit quelque chose d'encore plus important : une foi et une conviction absolues dans le résultat. Le fait est que ce niveau de conviction ne peut exister que si l'on fait du bon travail dès le début et que l'on reste discipliné à long terme.

En ce qui concerne l'investissement, il s'agit de bien comprendre les entreprises dans lesquelles on investit, de s'assurer qu'elles sont domiciliées dans des secteurs à forte croissance à long terme et d'être prudent dans le déploiement du capital - c'est le travail initial qui peut renforcer la confiance des investisseurs. Si ce travail est bien fait, l'expérience de l'investissement est beaucoup plus facile, car les investisseurs sont alors bien positionnés pour relever les défis à court terme et confiants dans le fait que le chemin vers leur destination à long terme est tracé, même s'ils tombent sur une bande d'Ukrainiens indisciplinés.

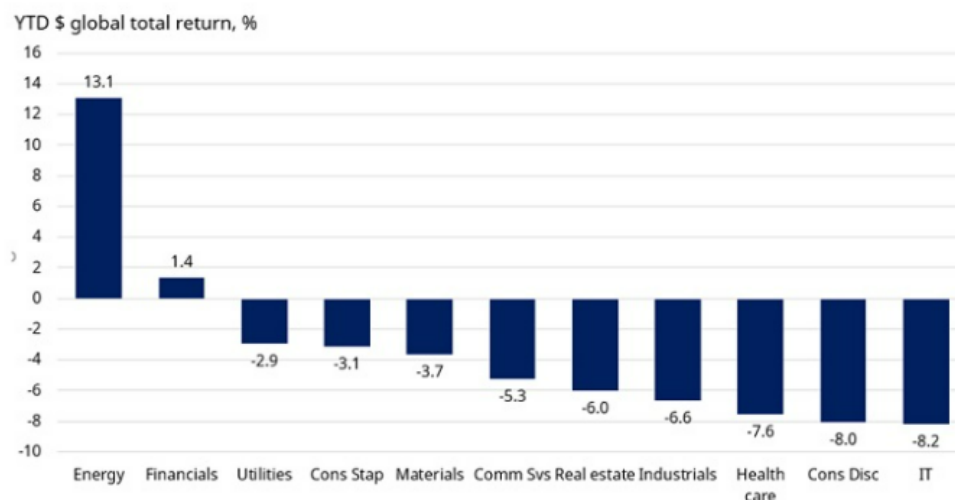
Nous sommes convaincus que ces principes font toute la différence, tant au niveau des résultats que de l'expérience d'investissement. À court terme, nous devrions pouvoir être confiants - "avoir la foi" - que nous sommes investis dans des actifs productifs dont la qualité est digne de confiance, quelles que soient les fluctuations du marché. À moyen terme, nous devrions être en mesure de voir la valeur de notre patrimoine augmenter. À long terme, nous devrions avoir la certitude que nous sommes sur la voie de la réalisation de nos objectifs d'investissement. Ces qualités sont précisément les objectifs que les cinq lois de création de la richesse de Michael Lee-Chin entendent servir. Elles représentent la pierre angulaire philosophique qui guide les conseillers de Mandeville et le cœur de ce que nous croyons être une offre de patrimoine prééminente au Canada.

CECI ÉTANT DIT, REGARDON CE QUI S'EST PASSÉ AU T1 2022

Le monde a connu des turbulences depuis mars 2020 et la nouvelle année semble avoir commencé en grande partie là où 2021 s'est arrêtée. Le sentiment des investisseurs pesant sur les hausses de taux d'intérêt, l'inflation croissante et les inquiétudes concernant l'aggravation de la situation entre la Russie et l'Ukraine, les marchés ont connu des turbulences considérables en janvier, tous les secteurs ayant reculé à l'exception des secteurs financiers et de l'énergie. Les secteurs de croissance, tels que les technologies de l'information et la consommation discrétionnaire, ont été les plus durement touchés.

Figure 1 : Les marchés boursiers mondiaux ont été turbulents en ce début d'année. Seuls les secteurs de la finance et de l'énergie ont produit des rendements positifs depuis le début de l'année.

Global sector returns year-to-date



Source: DataStream Refinitiv, MSCI and Schroders. Data to 31 January 2022 in US dollars.

<https://www.schroders.com/en/insights/economics/monthly-markets-review---january-2022/>

Les marchés ont poursuivi leur mouvement baissier en février, en raison notamment des craintes d'inflation et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les actions européennes ont été les moins performantes en février, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la dépendance du continent à l'égard des exportations russes. L'indice composite S&P/TSX a de nouveau reculé en février, tout comme le S&P 500. L'indice composite S&P/TSX a toutefois atteint des sommets historiques en mars, soutenu par la hausse des prix du pétrole et les gains du secteur financier, fortement pondéré, en raison des rumeurs de hausse des taux d'intérêt et des rendements obligataires. Les marchés américains étaient en hausse en mars. Bien qu'elle n'ait pas atteint les niveaux de la fin de l'année 2021, l'économie américaine en plein essor fait progresser le marché, les investisseurs se concentrant sur des fondamentaux économiques solides : faible taux de chômage, augmentation des salaires, demande de main-d'œuvre et croissance record attendue des bénéfices.

Pièce 2 : Les principaux indices américains étaient en baisse en février et en janvier.

INDEX	1-MONTH (%)	YTD (%)	3-MONTH (%)	1-YEAR (%)	3-YEAR (%)
S&P 500	-3.14	-8.23	-4.23	14.77	57.08
Dow Jones Industrial Average	-3.53	-6.73	-1.71	9.57	30.78
S&P MidCap 400	0.99	-6.35	-1.74	6.62	39.32
S&P SmallCap 600	1.30	-6.11	-2.01	2.94	35.16

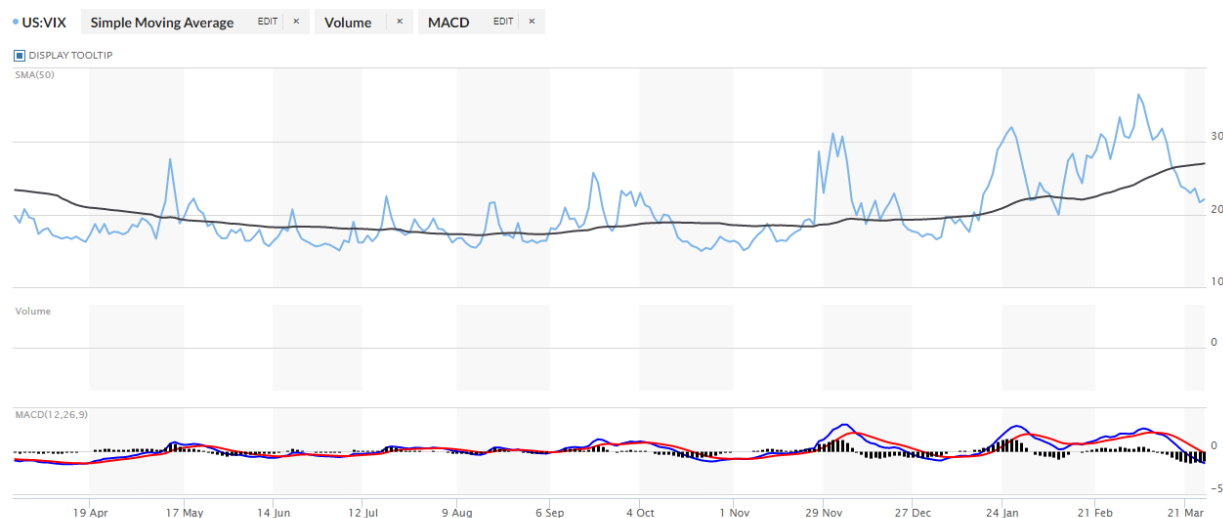
Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Feb. 28, 2022. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes. Returns shown are price returns.

<https://www.spglobal.com/spdji/en/commentary/article/us-equities-market-attributes>

LE VIX EN DIT LONG : LES INVESTISSEURS SONT FRILEUX

L'indice de volatilité CBOE, connu plus familièrement sous le nom de VIX, (ou plus dramatiquement sous le nom d'indice de peur,) représente les attentes du marché pour la force relative des changements de prix à court terme du S&P 500. Le VIX génère une projection à 30 jours de la volatilité en dérivant sa valeur des prix des options sur l'indice S&P 500 avec des dates d'expiration à court terme. Cette volatilité est utilisée comme un indicateur du sentiment du marché. Plus la valeur du VIX est élevée, plus la crainte de turbulences sur le marché est grande. Tout au long de l'année 2021, le VIX s'est situé à une moyenne oscillant autour de 20. Au quatrième trimestre 2021, la valeur moyenne du VIX était de 19,3, ce qui laisse penser que les investisseurs étaient plutôt confiants. Cependant, à l'approche de 2022, les craintes des investisseurs étaient élevées. Déjà, la moyenne est plus proche de 26, avec trente jours au premier trimestre clôturant à 25 ou plus. À titre de comparaison, le VIX n'a atteint ou dépassé 25 que pendant 21 jours en 2021.

Figure 3 : Le VIX présente une plus grande volatilité au cours des premiers mois de 2022 que pendant toute l'année 2021.



Source : <https://www.marketwatch.com/investing/index/vix/charts>

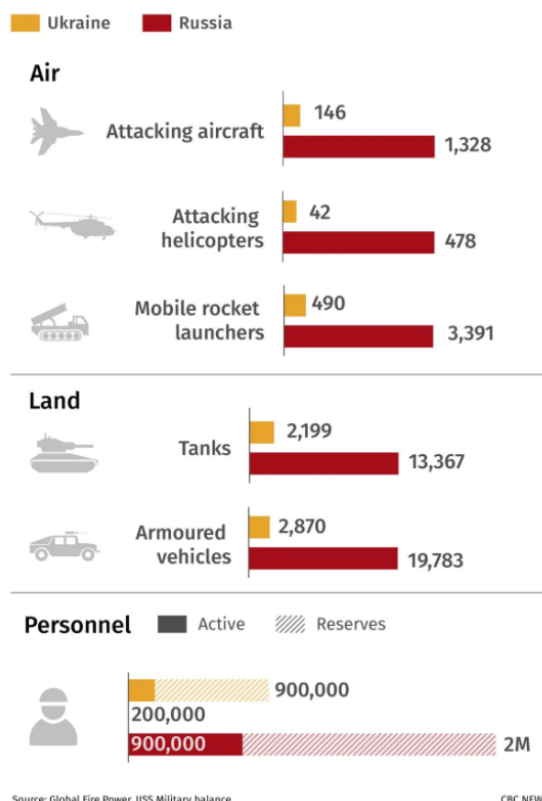
Il est facile de voir une telle volatilité et de ressentir le besoin de se mettre à l'abri. Cependant, c'est le temps passé sur le marché qui compte, et non pas le fait de chronométrer le marché. Parlez à votre conseiller Mandeville de tout changement dans vos besoins en matière d'investissement, sinon, restez fidèle à votre plan initial. La connaissance de votre stratégie et de vos objectifs de placement vous permettra d'investir de façon proactive et non réactive. N'oubliez pas que les marchés publics fluctueront à court terme et envisagez de vous protéger contre cette volatilité en vous exposant à des actifs non corrélés et privés dont la capacité d'augmenter le rendement du portefeuille a été prouvée.

LA RUSSIE ENVAHIT L'UKRAINE, L'UKRAINE MONTRE À LA RUSSIE LA FOLIE DE LA SOUS-ESTIMER

Le 24 février, la Russie a envahi le pays démocratique qu'est l'Ukraine. Avec une population plus de trois fois supérieure à celle de l'Ukraine, la Russie semblait être la victorieuse probable du conflit. Compte tenu des disparités militaires remarquables entre les deux pays, on ne pouvait s'étonner d'anticiper le pire pour l'Ukraine. Cependant, le président Zelensky s'est avéré être un leader unificateur ; l'ancien acteur et comédien de 44 ans est souvent vu sur les médias sociaux ces jours-ci dans une veste balistique, implorant l'Occident de mieux soutenir l'Ukraine, pressant l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN) d'appliquer une zone d'exclusion aérienne au-dessus de l'Ukraine et restant fermement à Kiev, bien qu'il soit la cible numéro un de Poutine. Sa bravoure et son leadership ont été très bien accueillis par le peuple ukrainien (et lui ont valu de nombreux partisans en Occident).

Pièce 4 : Un contraste frappant entre les forces armées de la Russie et de l'Ukraine.

How Ukraine's Military Compares to Russia's



<https://www.cbc.ca/news/world/ukraine-russia-military-comparison-1.6365115>

Pas moins de 3,4 millions d'Ukrainiens ont fui le pays pour se mettre en sécurité, beaucoup d'entre eux atterrissant dans la Pologne voisine. M. Zelensky a interdit aux hommes ukrainiens âgés de 18 à 60 ans de quitter le pays, mais le plus intéressant de tous les chiffres est peut-être que près de 80 000 Ukrainiens, principalement des hommes, ont fait le voyage de retour. Souvent originaires de pays voisins d'Europe de l'Est, ils rentrent en Ukraine pour rejoindre l'armée ou les forces de défense territoriale. Si les employeurs se montrent largement compréhensifs, le départ d'un si grand nombre d'Ukrainiens laissera des vides dans les secteurs où ils constituent une part importante de la main-d'œuvre, notamment dans les transports et la construction.

À bien des égards, la Russie se bat sur deux fronts : le premier étant le front physique présenté par un ennemi ukrainien féroce ; le second étant la bataille pour le cœur et l'esprit des Russes eux-mêmes. Il semble que sur ce second front, l'arrogance militaire, les erreurs de calcul et le manque de préparation aient joué contre une victoire rapide. Les apparitions fréquentes de Zelensky sur toutes les formes de médias sociaux, dans les réunions parlementaires de Zoom et dans les mises à jour de Twitter - nous rappellent qu'il s'agisse véritablement d'une guerre du 21st siècle. L'histoire d'un drone russe moderne et élégant abattu par une femme ukrainienne âgée à l'aide de son bocal de cornichons est devenue virale, servant de belle (et amusante) métaphore de la résistance ukrainienne et de l'excès de confiance russe.

Si la saga du pot de cornichons contre le drone n'a peut-être pas de sources fiables, d'autres exemples de résilience ukrainienne existent, comme les habitants ukrainiens de Kherson occupée qui ont bloqué le passage d'un convoi militaire russe, le forçant à faire demi-tour. Ou encore les nombreux agriculteurs ukrainiens et leurs tracteurs qui servent désormais de dépanneuses pour les chars russes désaffectés ou abandonnés. Pour la Russie, sa stricte machine de propagande et les béni-oui-oui qui entourent Poutine ont largement joué contre elle. Peut-être parce que personne ne veut être celui qui dit des choses désobligeantes sur l'armée russe, Poutine a été pris au dépourvu à maintes reprises depuis l'invasion. Il a été amené à croire que l'Ukraine se replierait immédiatement, ce qui n'a clairement pas été le cas. Un tabloïd pro-Poutine a récemment publié le chiffre de 9 800 victimes russes. Toutefois, ces chiffres ont été rapidement retirés, car ils contredisaient le discours de Poutine sur le succès des opérations.

Le manque de transparence au sein de l'armée du Kremlin semble avoir provoqué des divisions internes et sapé le moral de l'armée russe. De nombreux soldats ont été surpris et consternés d'apprendre que leur exercice d'entraînement au Belarus était en fait une invasion de l'Ukraine. Dans toute l'Ukraine, on rapporte que des soldats russes s'éloignent tout simplement de leurs chars et véhicules blindés pour se rendre. Une vidéo d'un jeune soldat appelant sa mère, en larmes, alors que des Ukrainiens le nourrissaient, est devenue virale au début de l'invasion. Même avec une armée spécialisée, les informations selon lesquelles des chars tombent en panne de carburant et s'arrêtent dans des stations-service ordinaires pour faire le plein sont accueillies avec dérision. Tout comme les images de soldats russes pillant des magasins de proximité après avoir épuisé leurs rations militaires. Ces exemples, et bien d'autres, indiquent que la logistique et la planification de cette invasion étaient probablement inadéquates.

Pendant ce temps, les citoyens russes au pays et à l'étranger expriment leur opposition à l'invasion. Facebook et Instagram ont été interdits en Russie en tant qu'extrémistes et sont bloqués (curieusement, WhatsApp ne l'a pas été), mais les Russes trouvent toujours des moyens de dire la vérité et de protester. Plus de 15 000 personnes ont été détenues pour avoir manifesté contre la guerre.

SANCTIONS CONTRE LA RUSSIE ET EFFET D'ENTRAÎNEMENT PLUS LARGE

La plupart des pays développés ont réagi avec horreur à l'invasion de l'Ukraine par la Russie ; une grande partie de l'Occident a imposé des sanctions strictes à la Russie. Le rouble russe a connu une incroyable volatilité en 2022, atteignant à un moment donné un plancher record par rapport au dollar. Dans un environnement déjà inflationniste, les prix sont élevés et ne font qu'augmenter avec les sanctions. En Europe, la Russie est la plus grande source de gaz naturel et de pétrole. Bien que ces ressources ne puissent pas être supprimées du jour au lendemain pour la majeure partie de l'Europe, une législation a déjà été mise en place pour réduire la dépendance au pétrole et au gaz russes à un rythme accéléré. Les États-Unis ont carrément changé d'avis et n'importeront plus de pétrole russe. La Russie a riposté en forçant les nations "traîtres" qui dépendent encore de son pétrole à payer en roubles russes, dans le but de soutenir la monnaie. L'avenir nous dira si cette campagne est couronnée de succès.

À l'échelle mondiale, la Russie est l'un des trois premiers exportateurs de blé. L'Ukraine, dont près des deux tiers des terres arables sont actuellement engagées dans la bataille, a toujours été l'un des dix premiers exportateurs de blé dans le monde. M. Zelensky encourage les agriculteurs à participer à la guerre en plantant et en récoltant chaque surface de leurs terres, mais il n'en reste pas moins que la

récolte de blé de cette année sera bien inférieure à celle de 2021. Les économistes prévoient que les prix du blé vont tripler. Alors que les prix des denrées alimentaires augmentent déjà en raison de l'inflation et des problèmes d'expédition à l'échelle mondiale, la pénurie d'un aliment de base aussi important deviendra bientôt un autre facteur contribuant à leur trajectoire ascendante.

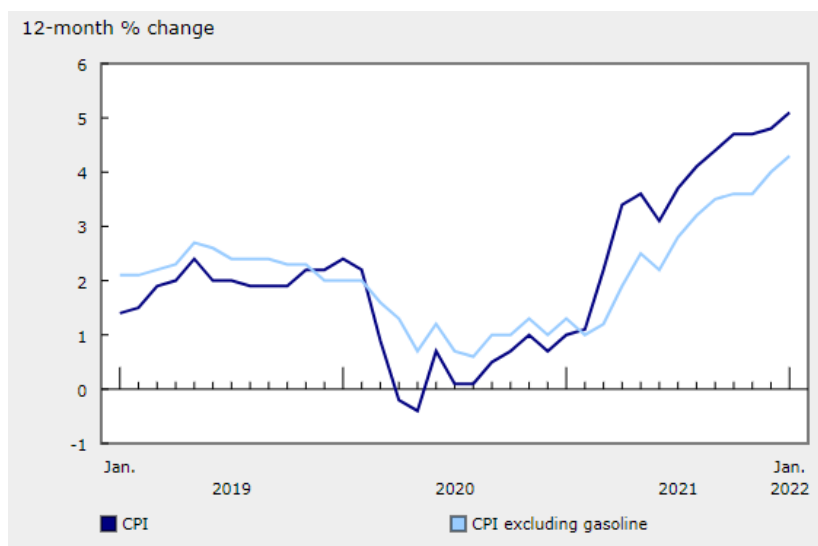
La Russie est également le premier exportateur mondial d'engrais à base d'ammoniac et de potasse. Avant la guerre, les prix des engrais étaient 6 à 7 fois plus élevés qu'un an auparavant. Maintenant, avec l'arrêt de l'approvisionnement russe, les prix vont monter en flèche. Alors qu'ils se réunissaient à Bruxelles, le président américain Biden a averti le G7 de la possibilité très réelle de pénuries alimentaires. Pour les pays qui connaissent déjà une grave pénurie alimentaire tels le Yémen, le risque de famine est pratiquement garanti.

Toutefois, le pétrole, le gaz naturel et le blé ne sont pas les seules matières premières dont la Russie est un grand exportateur. La Russie est également un important fournisseur mondial de métaux tel le platine, qui sont utilisés dans la plupart des appareils électroniques haut de gamme et dans tous les convertisseurs catalytiques. Selon le matériau, la Russie est soit le plus grand, soit le deuxième, soit le troisième plus grand exportateur de la planète. Les problèmes de chaîne d'approvisionnement mondial et les pénuries de puces électroniques devraient s'aggraver.

INFLATION, INFLATION, INFLATION

L'inflation est un sujet d'actualité depuis de nombreux mois. Elle est ressentie dans le monde entier ; aux États-Unis, l'inflation a augmenté à son rythme le plus élevé depuis 1982. L'IPC global américain a augmenté à 7,5 % en janvier. Le Canada n'a fait que légèrement mieux, avec une augmentation à 5,1 %. Pour le Canada, il s'agit de la plus forte augmentation depuis 1991. La Banque du Canada vise un taux d'inflation de 1 à 3 %. Cette inflation se fait sentir dans tout le pays.

Pièce 5 : Taux d'inflation au Canada, mesuré par l'indice des prix à la consommation, au cours des trois dernières années.



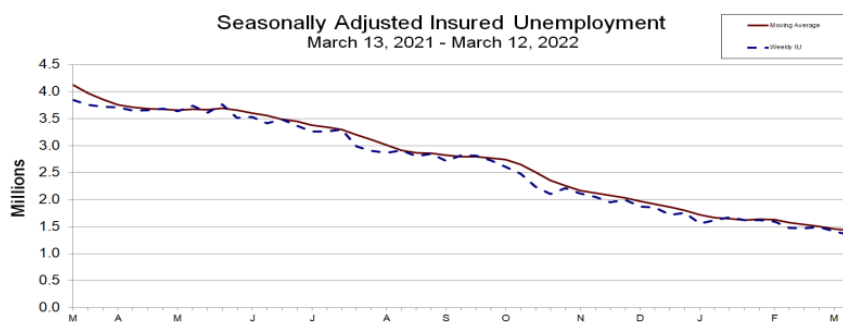
Source : <https://www150.statcan.gc.ca/n1/daily-quotidien/220216/cg-a001-eng.htm>

La hausse des factures d'épicerie est due à de multiples facteurs : prix des intrants, frais d'expédition et perturbations continues de la chaîne d'approvisionnement. Le seul endroit où les augmentations de prix sont ressenties plus fortement est peut-être à la pompe. Au Canada, le prix de l'essence a augmenté de 31,7 % par rapport à l'année précédente. Le prix du pétrole brut West Texas Intermediate a augmenté de 49 % depuis le début de l'année, et les sommets de l'indice composite S&P/TSX atteints en mars de cette année sont dus en grande partie aux gains réalisés dans le secteur du pétrole et du gaz.

LES TAUX D'INTÉRÊT DEVIENNENT INTÉRESSANTS

Pire que les baisses de marché, le chômage ou même une récession, la chose que les banques centrales détestent le plus est l'inflation et ses effets potentiellement déstabilisants sur les prix. Alors qu'une grande partie du monde se débarrasse lentement des effets de la pandémie, le marché du travail est en pleine effervescence. Le taux de chômage au Canada est tombé à 5,5 % en février 2022, ce qui est bien inférieur aux attentes du marché (6,2 %). Il s'agissait du taux de chômage le plus bas depuis janvier 2020, atteignant non seulement les niveaux d'avant la pandémie, mais aussi à peine 0,1 point de pourcentage d'un minimum historique de 5,4 % atteint en mai 2019. Des tendances similaires en matière de chômage peuvent être observées de l'autre côté de la frontière, où les États-Unis ont atteint leur plus bas niveau de chômage assuré depuis 1970. Comme il s'agit d'un marché du travail pour les employés, des augmentations de salaire sont demandées et les pénuries de main-d'œuvre se font sentir avec des primes à la signature qui apparaissent pour des emplois auparavant considérés comme peu qualifiés. Malgré tout, les prix au Canada dépassent la croissance des salaires.

Illustration 6 : Les taux de chômage assurés américains, corrigés des variations saisonnières, sont en baisse constante depuis un an.



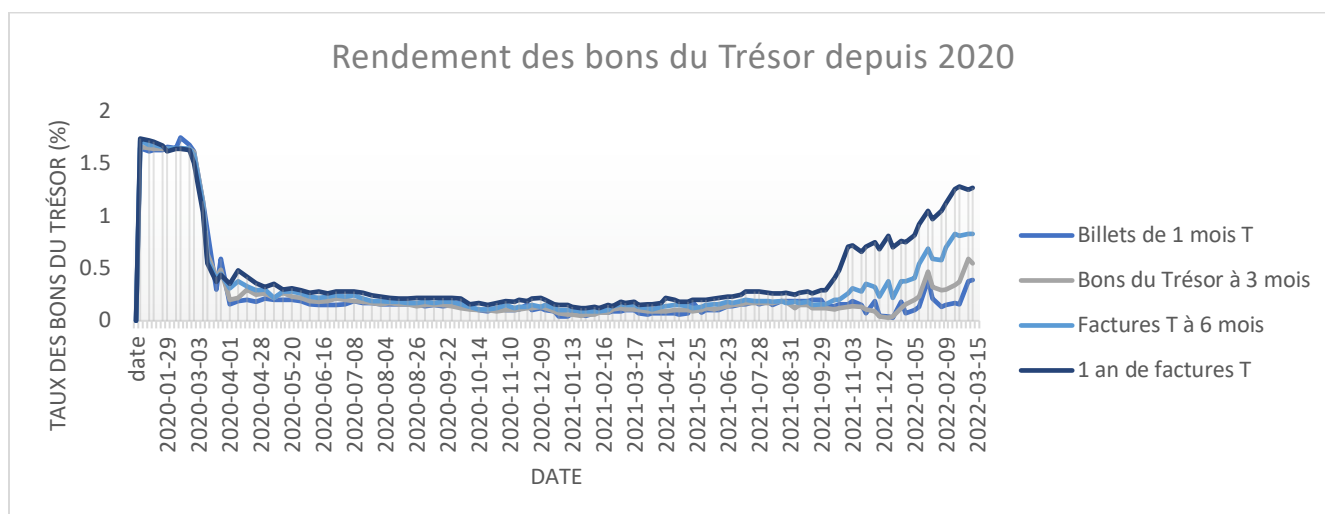
<https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/OPA/newsreleases/ui-claims/20220537.pdf>

Les politiques monétaires et fiscales ultra laxistes qui ont accompagné l'arrêt de l'économie mondiale pendant la pandémie ont maintenant produit des distorsions de l'offre et de la demande qui entraînent une inflation excessive. Pour les Canadiens, les conditions de croissance défavorables en 2021 ont également entraîné une hausse des prix des produits frais. Avec la réouverture du monde, les distorsions économiques créées par le COVID-19 devraient s'atténuer, mais l'invasion de l'Ukraine par la Russie

encouragera probablement la persistance de l'inflation à mesure que l'effet des sanctions et des perturbations des exportations se fera sentir.

Au Canada, Tiff Macklem a pris la tête de la Banque du Canada au début de la pandémie (juin 2020). Depuis lors, il a dû naviguer entre plusieurs vagues de Covid et de chômage. La Banque du Canada a tenu sa deuxième réunion de l'année plus tôt en mars. Les taux d'intérêt à un jour ont été augmentés de 25 points de base pour atteindre 0,50 %, et on s'attend généralement à ce qu'ils soient relevés de 75 points de base supplémentaires d'ici la fin de l'année, ce qui portera le taux directeur à 1,25 %. La prochaine annonce des taux d'intérêt aura lieu le 13 avril.

Pièce 7 : Les rendements des bons du Trésor canadien ont tous connu un mouvement important par rapport à la même époque l'année dernière.



Source : bankofcanada.ca

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a agi de la même manière dans le but de freiner l'inflation. Pour la première fois depuis 2018, la Fed a relevé ses taux de 25 points de base, et a signalé aux Américains qu'ils devaient s'attendre à six autres hausses, les taux devant atteindre 1,9 % d'ici la fin de l'année.

Bien sûr, les hausses des taux d'intérêt gouvernementaux ne se produisent pas dans le vide. Les détenteurs de titres à revenu fixe subissent un double choc : l'inflation et la hausse des rendements. C'est là que l'exposition à certains fonds immobiliers privés et fonds de dette privée peut s'avérer payante. Historiquement, ces classes d'actifs ont bien conservé leur valeur en période de hausse des taux d'intérêt et d'inflation. Sachant que ces avantages ne peuvent être tirés que de fonds privés de qualité, une recherche rigoureuse est nécessaire pour comprendre chaque produit avant d'investir. Votre conseiller Mandeville peut vous aider à cet égard, en vous aidant à déterminer à la fois la qualité et le degré d'exposition qui peuvent convenir aux objectifs d'investissement à long terme.

Alors comment les investisseurs doivent-ils envisager tous ces défis ? La hausse des taux ? L'inflation ? La guerre en Ukraine ? Il est important de prendre du recul et de rester concentré sur la discipline d'investissement. Au milieu d'événements transformateurs, les bonnes entreprises et les bonnes équipes de gestion ne restent pas inactives - elles s'adaptent. Lorsque le monde change, elles se réorientent, évoluent et s'efforcent d'agir efficacement. À court terme, elles peuvent être confrontées à des défis, mais à plus long terme, elles gagnent de la valeur. En tant qu'investisseurs, récolter cette valeur peut demander du temps et de la patience, mais le maintien d'une discipline d'investissement favorise l'investisseur à long terme. Et certainement en ce qui concerne l'inflation, rester investi dans des actifs productifs peut être d'une importance capitale. L'inflation érode la valeur des liquidités. Alors qu'un dollar sur un compte bancaire peut sembler être le même dollar nominalement, l'inflation blesse sa valeur réelle de sorte qu'il acquiert moins. Dans cet environnement, être exposé à des actifs productifs offre la possibilité de préserver le pouvoir d'achat et d'accroître la richesse réelle à long terme. En bref, un comportement d'investissement lent et régulier gagne la course. En revanche, un comportement erratique, incohérent et imprévisible, tel que Vladimir Poutine est en train de le découvrir, cette voie peut être pleine d'embûches inattendues.