

FOCUS SUR LES ÉLECTIONS FRANÇAISES

AVRIL 2017

Pour l'instant, tous les sondages indiquent qu'Emmanuel Macron et Marine Le Pen s'affronteront au second tour de la présidentielle française. La victoire ne pourrait tenir qu'à un seul facteur : la participation. Si l'on prend le taux de participation historique (autour de 80%), Marine Le Pen a besoin pour l'emporter de 18m de voix. Les sondages lui accordent aujourd'hui autour de 12m de voix. Pourtant, le scénario d'une faible participation doit être envisagé, en particulier dans l'éventualité où M. Fillon serait présent au deuxième tour. L'aversion envers ce dernier est telle chez les électeurs de gauche, qu'ils pourraient être tentés de voter blanc ou ne pas aller voter.

Quelles conséquences pour quel scénario ?

Victoire de Macron ou Fillon : selon nous, ce scénario profiterait immédiatement aux actifs risqués car les investisseurs reviennent aux fondamentaux qui s'améliorent en France et dans le reste de la Zone Euro. Le secteur du bâtiment repart, le climat des affaires est supérieur à sa moyenne depuis 2007, la croissance du crédit est robuste et le chômage est enfin en train de baisser. Dans ce cas, les actions et les entreprises qui bénéficieraient d'une surprise positive au niveau de la croissance de la Zone Euro, à savoir les petites et moyennes capitalisations seraient à privilégier. Attention aux positions longues sur la duration des Bunds, car les rendements intègrent en grande partie la prime de risque liée aux élections.

Victoire de Le Pen : ce scénario est le plus inquiétant, car il déclencherait sûrement une vague immédiate d'aversion au risque. Cependant, soulignons que les conséquences de la politique de la candidate frontiste dépendent des législatives de juin, auxquelles Marine Le Pen n'a quasiment aucune chance d'obtenir la majorité. Parmi les possibles effets sur les marchés, nous observerions une dégradation des spreads souverains français et probablement un choc sur les banques du pays. Les investisseurs étrangers fuiraient (provisoirement ?) à la fois les actions et le crédit de la Zone Euro.

Que faire avant le vote ? Compte tenu de la bonne performance des actifs risqués, il apparaît sain de protéger les portefeuilles tout en conservant une exposition au marché. Par exemple, en achetant des contrats d'assurance (options à la baisse), afin de limiter la dégradation des performances en cas d'évènement extrême. C'est le bon moment pour le faire, la volatilité étant au plus bas, les primes décaissées sont peu chères. Il faut également diversifier ses investissements et acheter de l'or, conserver du dollar dans les portefeuilles et réduire ses expositions aux titres les plus volatils. Pour les investisseurs de long terme, les conditions macro et micro économiques ont rarement été aussi favorables en zone euro depuis 10 ans. Les actions offrent des potentiels de performance à moyen terme très attractifs avec des capacités bénéficiaires en pleine accélération. Sans oublier les fondamentaux, il est toujours temps de « hope for the best, prepare for the worst » (duel Mélenchon / Le Pen); néanmoins, nous recommandons vivement de garder un œil sur les fondamentaux s'agissant des placements à long terme.



Scénarios pour 2017

SCÉNARIO CENTRAL : CROISSANCE MONDIALE MODÉRÉE ET ACCÉLÉRATION EN EUROPE

EUROPE

- Accélération de la croissance sous l'effet de l'amélioration des conditions de crédit et de la baisse du chômage
- Événements politiques majeurs sans grand impact sur les marchés

US

- Économie à son rythme de croisière
- La crédibilité des « Trumponomics » est en jeu
- Normalisation de la politique monétaire américaine

65%

Actifs à surpondérer



- Actions US & Euro
- Crédit High Yield Europe

Actifs à sous-pondérer



- Obligations d'État
- Crédit Investment Grade

Stratégie



- Flexibilité
- Couverture (options, or, etc.)

SCÉNARIO ALTERNATIF : REBOND DE L'INFLATION SUPÉRIEUR AUX ATTENTES ET CROISSANCE MODESTE

- Accélération des salaires et/ou des cours pétroliers
- Nouvelle baisse des potentiels de croissance
- Hausse rapide des rendements souverains

20%

Actifs à surpondérer



- Obligations indexées sur l'inflation
- Stratégies alternatives
- Liquidités et monétaires

Actifs à sous-pondérer



- Actions
- Obligations d'État « Core »
- Crédit High Yield

SCÉNARIO ALTERNATIF : RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

- US : nouveau ralentissement de la consommation et de la formation brute de capital fixe
- Chine : risques du rééquilibrage économique
- Japon : échec du régime « Abenomics »
- Europe : croissance « à la japonaise »

15%

Actifs à surpondérer



- Marché monétaire en CHF et JPY
- Volatilité
- Obligations d'État « core »

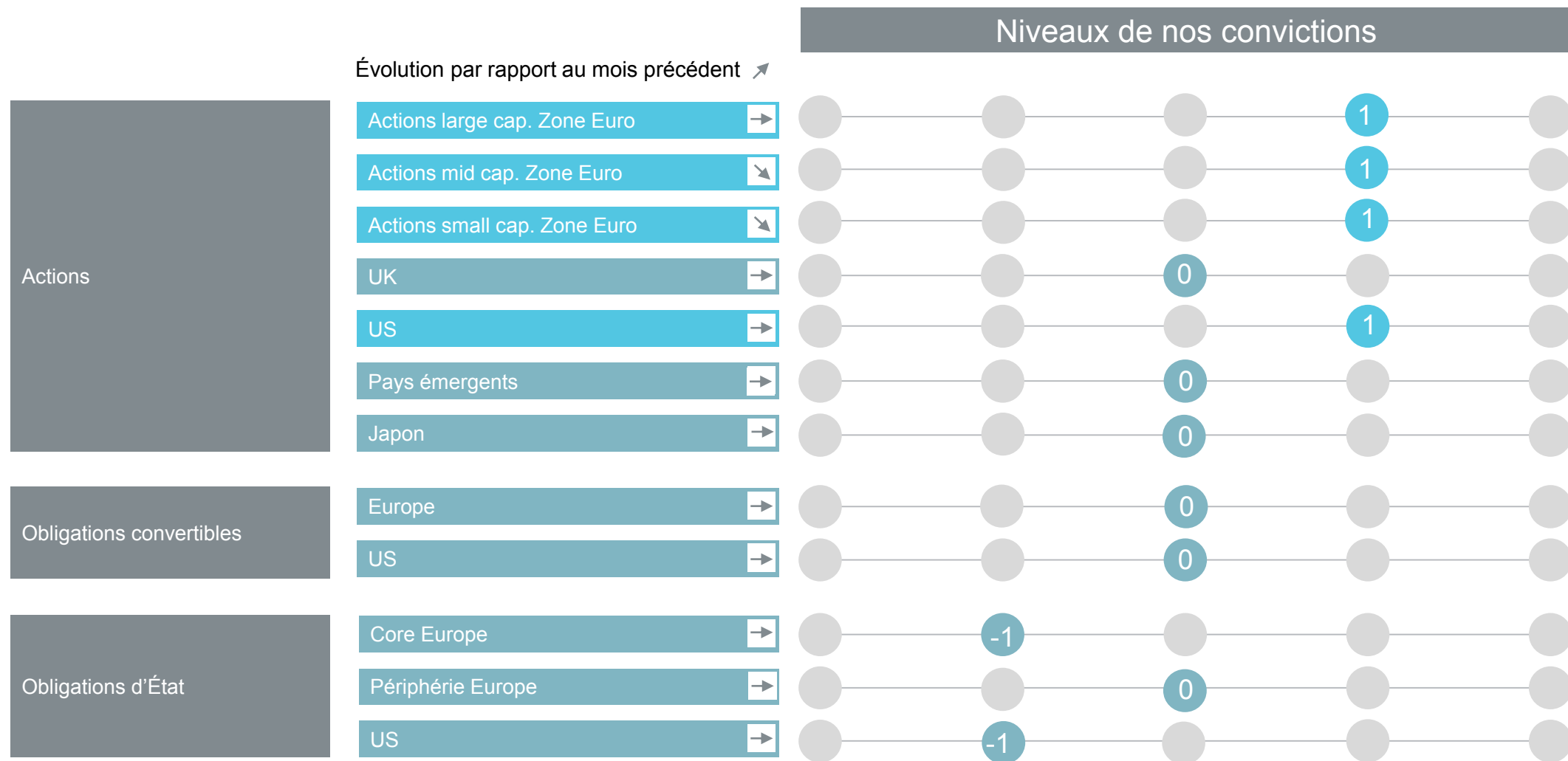
Actifs à sous-pondérer



- Actions
- Crédit High Yield

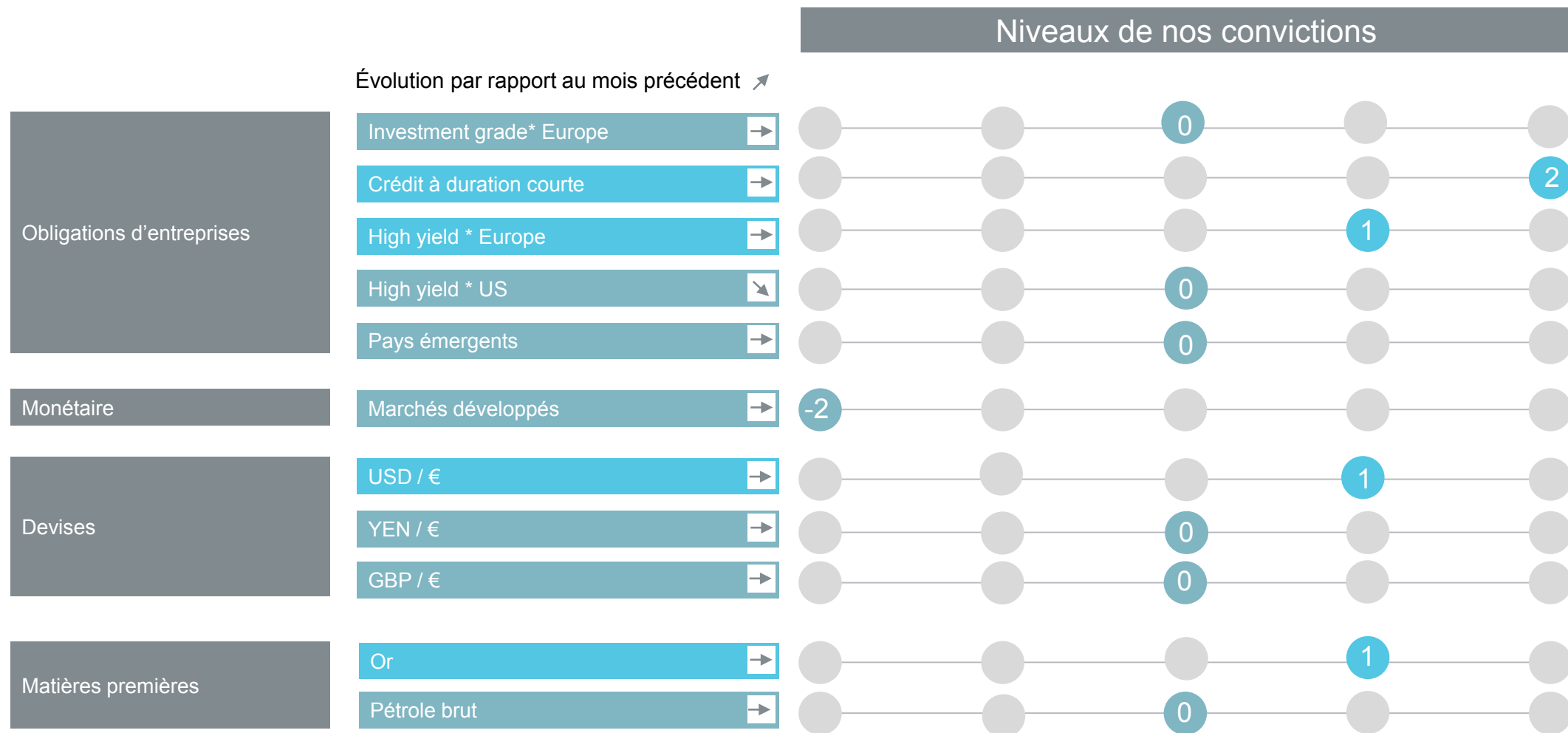
Les opinions émises dans ce document correspondent à nos anticipations de marché au moment de la publication du document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle

Nos convictions actuelles par classes d'actifs – scénario central



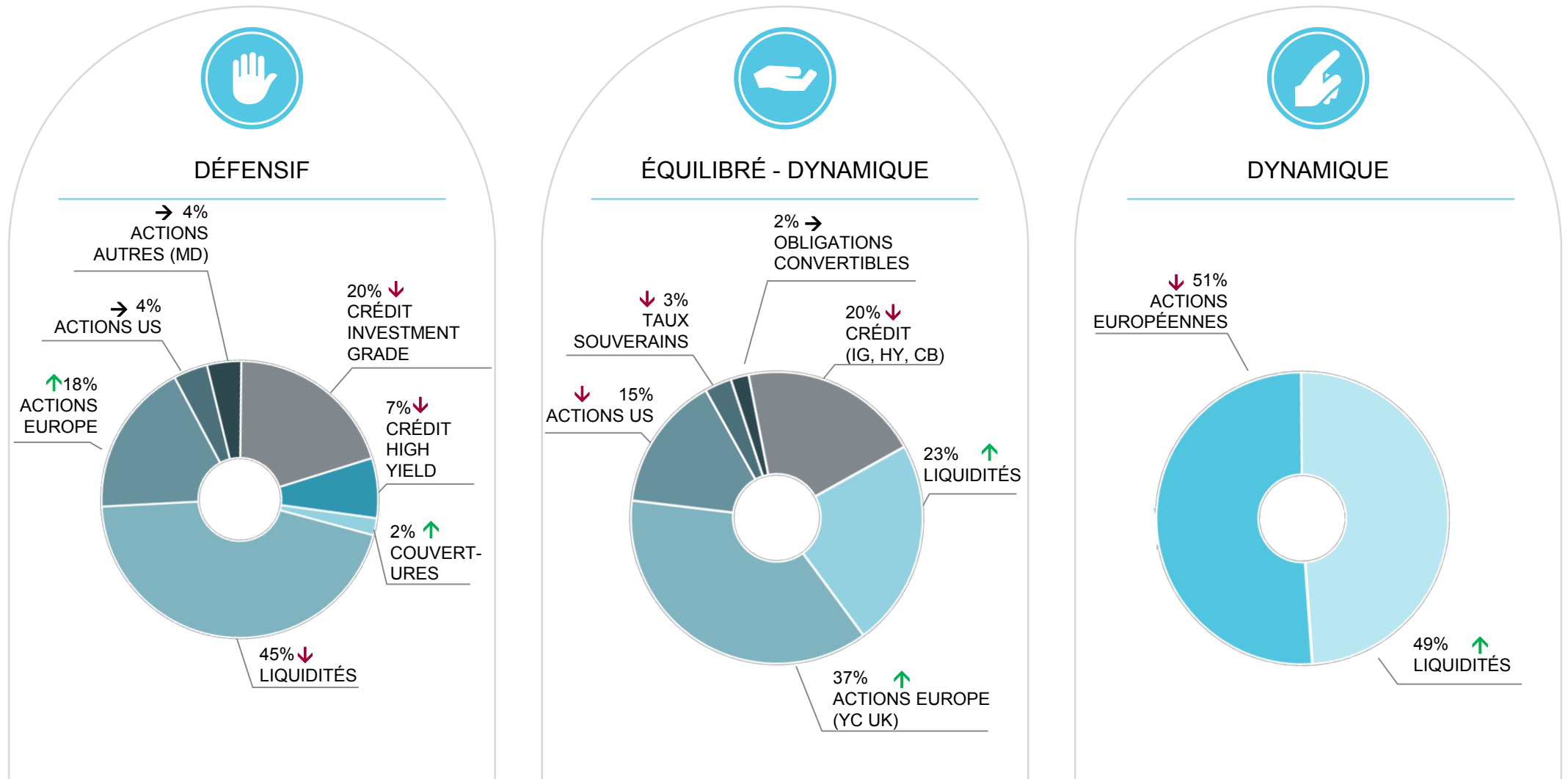
Source : Oddo Meriten AM SAS. | Données au 31/03/2017

Nos convictions actuelles par classes d'actifs – scénario central



*Voir Glossaire page 29 | Source: Oddo Meriten AM SAS | Données au 31/03/2017

Nos portefeuilles patrimoniaux



→ Évolution par rapport au mois précédent

Source : Odo Meriten AM SAS | Données au 31/03/2017

Positionnement de nos portefeuilles

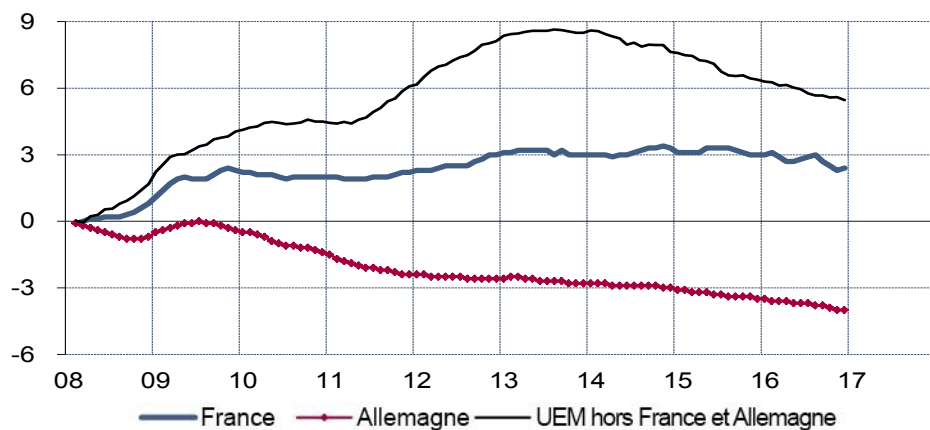
- L'exposition actions a été relevée courant du mois de mars. Léger renforcement de l'exposition zone Euro via des thématiques « value » (banques, matières premières), un investissement sur les actions des pays Nordiques et un renforcement de l'exposition sur le Royaume-Uni. Précisons cependant que le fonds reste à ce stade absent des pays émergents et du Japon.
- A l'inverse, aux vues du potentiel d'appréciation des devises des pays émergents et du spread attractif en terme de portage, nous avons vendu nos positions sur le High Yield américain et sur la dette émergente en dollar, au profit d'obligations en devises locales. Compte tenu des risques sur les prix du pétrole et sur l'accélération du resserrement monétaire américain, les spreads sur les obligations à haut rendement US nous apparaissent un peu trop serrés.
- Coté obligataire, la duration des portefeuilles a été réduite, à près de 0. Le contexte global de reflation ne nous semble pas remis en cause par la volatilité macroéconomique et politique actuelle. Nous continuons de penser qu'à moyen terme, les rendements souverains vont augmenter des deux côtés de l'Atlantique. Les discours des banques centrales sont également orientés dans cette direction.
- En ce qui concerne les devises, l'euro reste sous évalué et le USD surévalué. Nous avons conservé une exposition au dollar américain. Une fois les élections française et allemande passées, quelques projets de renforcements institutionnels de la zone euro dessinés, le sujet d'une taxe à l'importation américaine ou non discuté et voté, les mécanismes de valorisation fondamentale pourront reprendre leurs droits.

LES ÉLECTIONS FRANÇAISES



France (1) : le fossé avec l'Allemagne

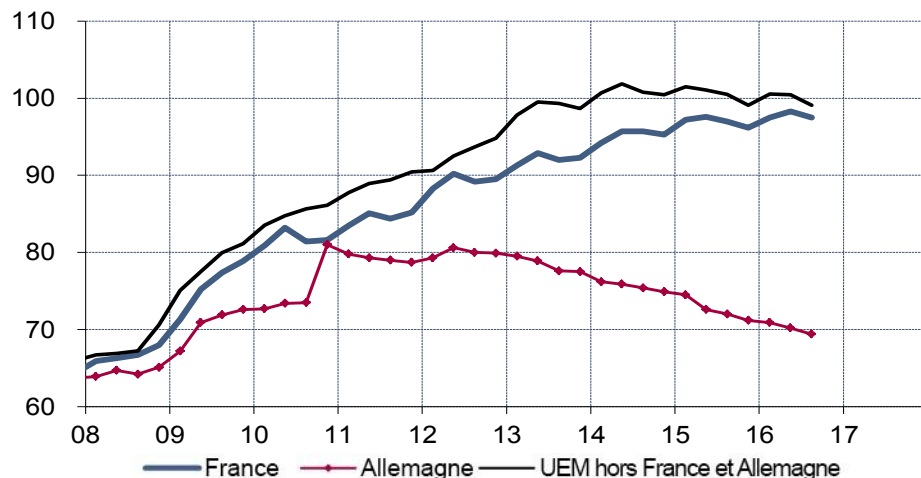
Taux de chômage (variation cumulée) (points de %)



Taux de chômage harmonisé et ratio de la dette publique (moyenne annuelle)

	1992 Maastricht	1999 Euro	2007 pré-crise	2016 Aujourd'hui
Taux de chômage (%)	Allemagne (a)	6,6	8,6	8,6
	France (b)	9,4	10,4	8,0
	(b)-(a)	2,9	1,9	-0,6
Dette publique (% du PIB)	Allemagne (a)	42	61	65
	France (b)	40	59	66
	(b)-(a)	-2	-2	1

Dette publique globale (% du PIB)



Allemagne + France

- 50 % du PIB de la Zone Euro, 44 % de la population
- Pilier de l'intégration européenne depuis 60 ans

Des niveaux hétérogènes au sein de la zone Euro

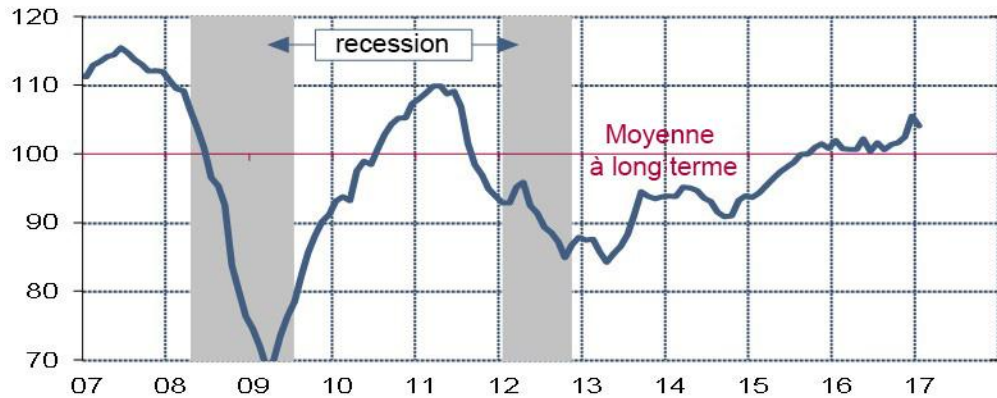
- L'écart de taux de chômage entre la France et l'Allemagne s'est accru de 6 points depuis 2008 et l'écart en termes de dette publique s'est creusé de 30 points de PIB.
- Ces divergences n'existent pas qu'entre la France et l'Allemagne, mais c'est un différentiel dangereux pour le fonctionnement de la zone Euro.

La France est en retard dans la reprise

- L'économie française surperforme pendant les récessions.
- Elle sous-performe pendant les phases de reprise (qui heureusement durent plus longtemps que les récessions).

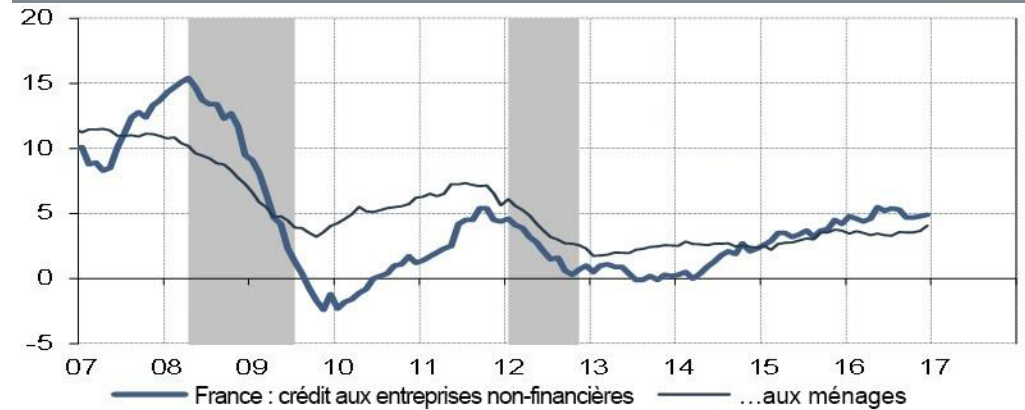
France (2) : rebond cyclique

Climat des affaires (tous secteurs)



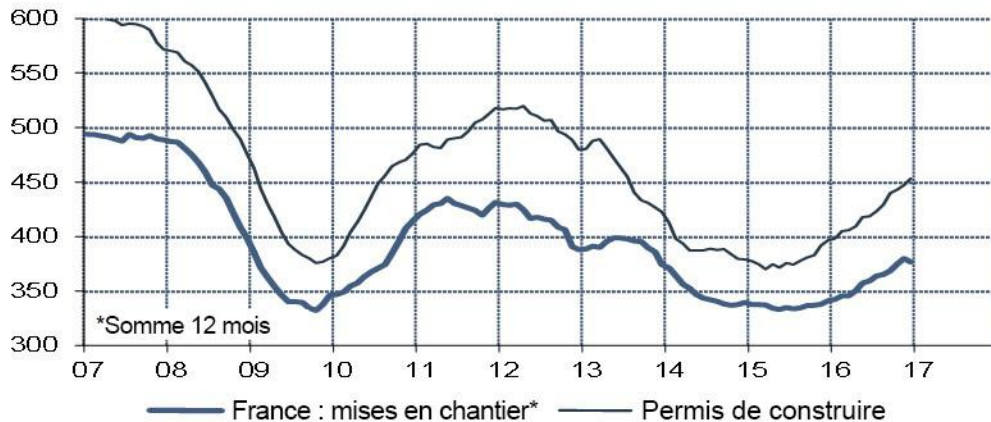
➔ Climat des affaires mieux orienté que la normale

Crédit aux entreprises non-financières et aux ménages (variation annuelle en %)



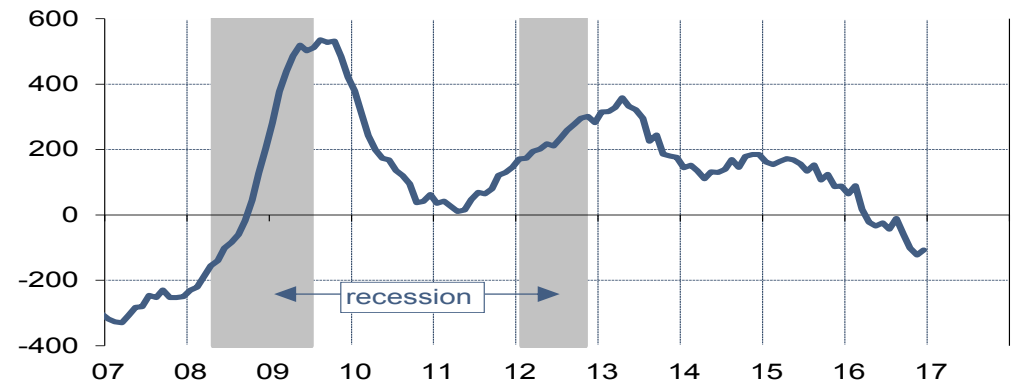
➔ Croissance vigoureuse du crédit

Mises en chantier et permis de construire (en milliers)



➔ Reprise de la construction

Variation annuelle du nombre de demandeurs d'emplois (de catégorie A) (en milliers)



➔ Baisse du chômage

Sources : Oddo Securities – Point de vue de Bruno Cavalier, Oddo Meriten AM S.A.S, Thomson Reuters.

France (3) : programmes économiques des principaux candidats

	MÉLENCHON (Front de Gauche)	HAMON (Parti Socialiste)	MACRON (En Marche)	FILLON (Les Républicains)	LE PEN (Front National)
Dépenses publiques	↑	↑	↓ - 45Md€ (nets)	↓ - 70Md€ (nets)	↑
Dépenses liées aux retraites	↑ (réduction de l'âge)	→	→	↓ (augmentation de l'âge)	↑ (réduction de l'âge)
Fiscalité des entreprises	↑	↑	↓ - 10Md€ (nets)	↓ - 35Md€ (nets)	↑
TVA	→	→	→	↑ + 15Md€ (nets)	→
Impôts sur le revenu / sur la fortune	↑	↑	↓ - 10Md€ (nets)	↓ - 17Md€ (nets)	↓
Impôt sur la fortune	Augmentation	Pas de modification	Uniquement sur les propriétés foncières	Suppression	Pas de modification
Autres impôts	Taxe d'ajustement aux frontières (TAF)	Taxe sur les robots et les banques	-	-	TAF et taxe sur les contrats des travailleurs étrangers
Semaine des 35 heures	Maintien (objectif 32 heures)	Maintien (objectif 32 heures)	Assouplissement	Suppression	Assouplissement
Réglementation du travail	↑	↑	↓	↓	→
Salaire minimal	Augmentation (et création salaire max)	Augmentation (et création revenu universel)	-	-	-
Nationalisations	Oui	Non	Non	Non	Probablement
Gouvernance budgétaire de l'UE	Abolition du PSC*	Assouplissement du PSC*	Création d'un budget de l'UEM	Conservation du PSC*	Abolition du PSC*
Frexit	Pour (plan B)	Contre	Contre	Contre	Pour (plan A)

*PSC : pacte de stabilité et de croissance

Sources : Programmes des candidats, Oddo Securities – Point de vue de Bruno Cavalier.

France (4) : 1er tour de l'élection présidentielle

Principaux candidats



JL Mélenchon

B. Hamon

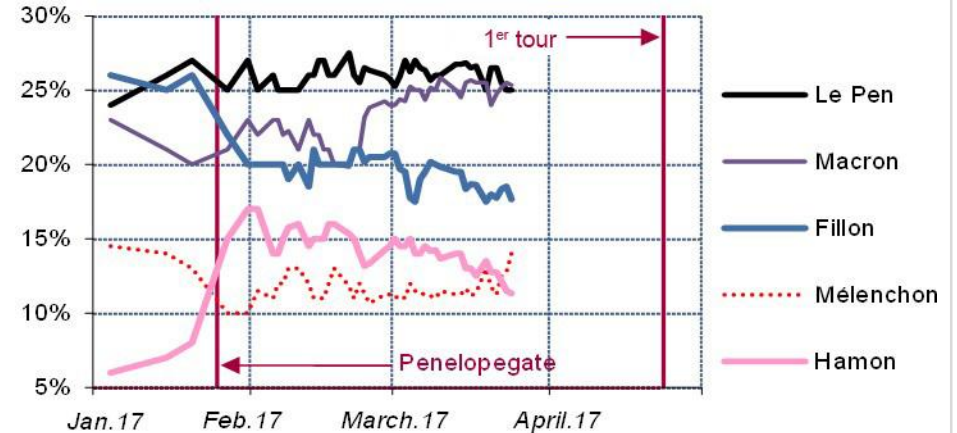
E. Macron

F. Fillon

M. Le Pen

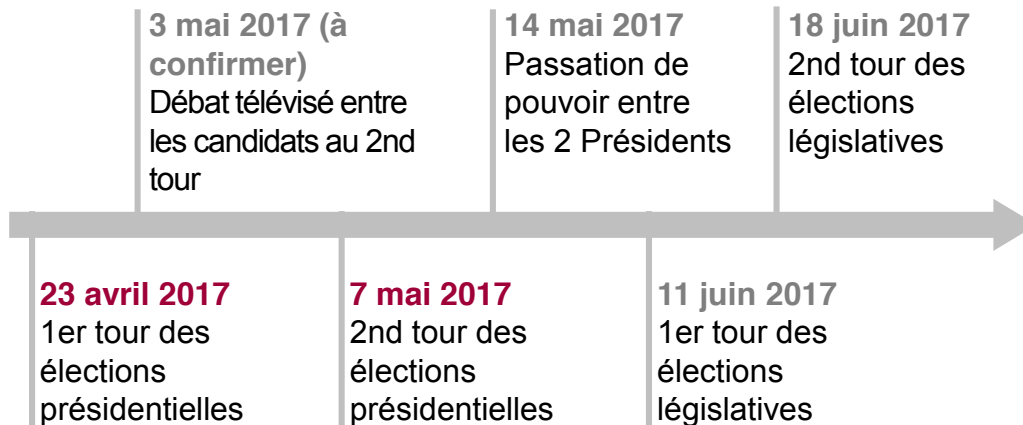
Les 5 principaux candidats rassemblent 95 % des intentions de vote

Intentions de vote dans les sondages*

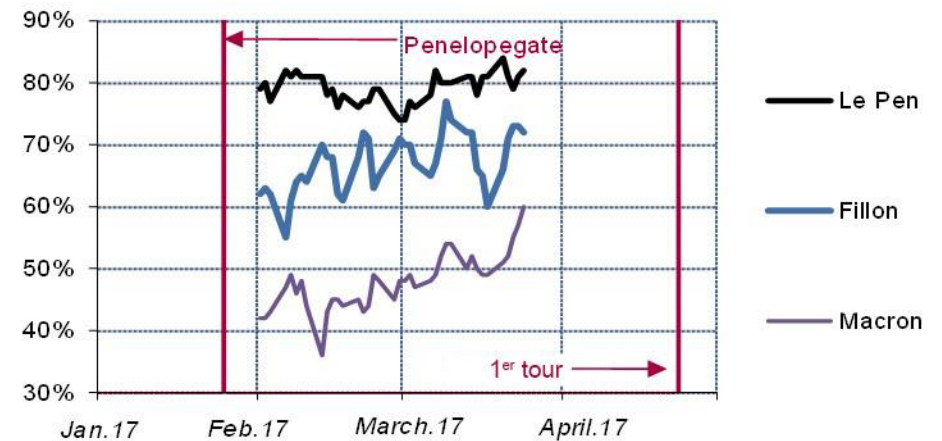


* Moyenne mobile de plusieurs instituts de sondage

Événements politiques à venir



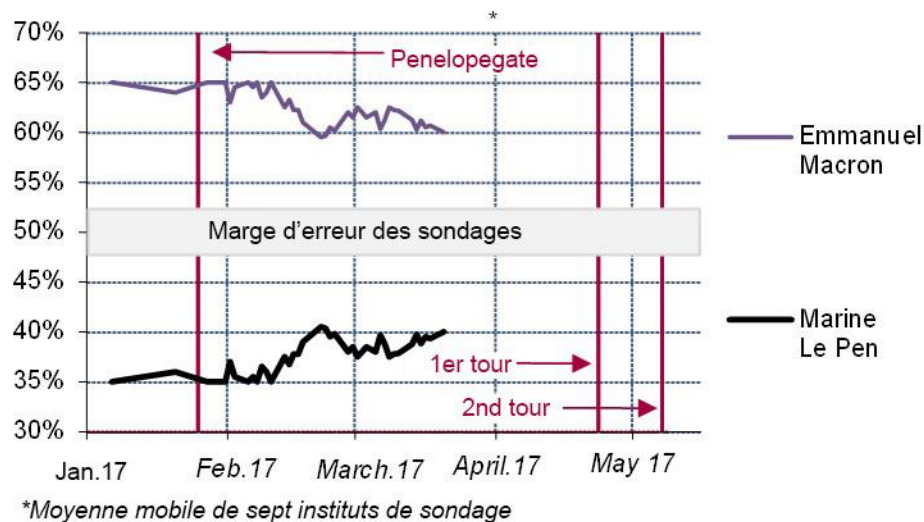
Êtes-vous certain(e) de votre vote ? (% de réponses positives)*



* Sondage quotidien Ifop

France (5) : 2nd tour de l'élection présidentielle

Intentions de vote – 2nd tour de l'élection présidentielle



Intentions de vote en cas de duel Macron / Le Pen et Fillon / Le Pen

Ceux qui au 1er tour ont voté pour...	voteront au 2nd tour pour...		
	Macron	Ne voteront pas	Le Pen
Mélenchon	55%	40%	5%
Hamon	67%	27%	6%
Macron	99%	0%	1%
Fillon	34%	44%	22%
Le Pen	4%	4%	92%

Ceux qui au 1er tour ont voté pour...	voteront au 2nd tour pour...		
	Fillon	Ne voteront pas	Le Pen
Mélenchon	24%	66%	10%
Hamon	26%	68%	6%
Macron	39%	49%	12%
Fillon	97%	2%	1%
Le Pen	4%	3%	93%

Élections présidentielles (2nd tour le 7 mai 2017)

- Les deux candidats seront ceux qui ont obtenu le plus de suffrages au 1er tour.
- Dans un système largement polarisé entre la gauche et la droite, la victoire dépend en grande partie de leur capacité de séduction des électeurs du centre. Ce système est extrêmement défavorable aux candidats des extrêmes (on l'a vu en 2002).
- Un duel entre l'extrême-droite et le centre-gauche (Macron), voire la gauche traditionnelle (Hamon) serait absolument inédit.

Arithmétique électorale

- Électeurs recensés ⇒ environ 47 millions
- Participation ⇒ historiquement très élevée (80 %)
- Majorité qualifiée ⇒ aux alentours de 18,5 millions de votes
- Tous les sondages prédisent un échec cuisant à Marine Le Pen contre n'importe lequel des autres favoris (Macron et Fillon). Aucun sondage n'a testé l'éventualité d'un duel Le Pen-Hamon, qui pourrait donner la victoire à la candidate du Front National.

France (6) : scénarios pour l'élection présidentielle

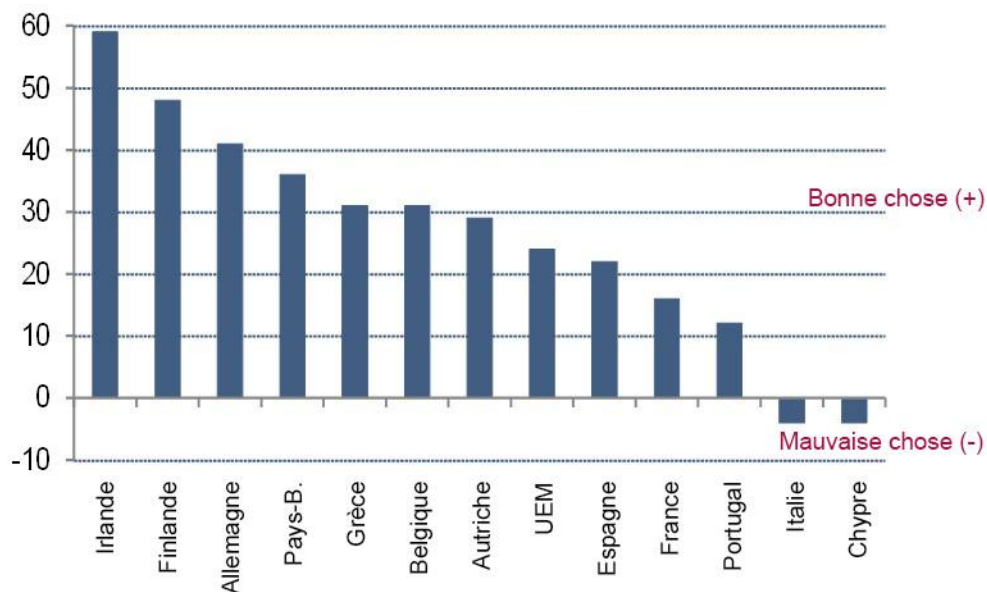
	Taux de référence de la BCE	Actions de l'UEM	Rendement à 10 ans du Bund allemand	Rendement à 10 ans de l'OAT française	EUR/USD
Victoire d'un candidat modéré (Macron ou Fillon) Scénario central Probabilité élevée	±0	+	±0	-	+
Victoire de Le Pen (avec cohabitation) Scénario alternatif 1 Probabilité faible (probabilité accrue si le 2nd tour oppose Le Pen à Mélenchon)	±0	- -	-	+ +	- -
Victoire de Le Pen (sans cohabitation) Scénario alternatif 2 Probabilité très faible (probabilité accrue si le 2nd tour oppose Le Pen à Mélenchon)	±0	- - -	+	+ + +	- - -

Changements éventuels dans un scénario théorique 3 à 6 mois après l'élection présidentielle ; seul l'impact direct de la politique du nouveau / de la nouvelle Président(e) est pris en compte

Sources : Oddo BHF, Oddo Meriten AM S.A.S.

France (7) : un référendum pour le Frexit ?

Pensez-vous que l'euro soit une bonne ou une mauvaise chose pour votre pays ? (% solde net : réponses « bonne chose » moins réponses « mauvaise chose »)

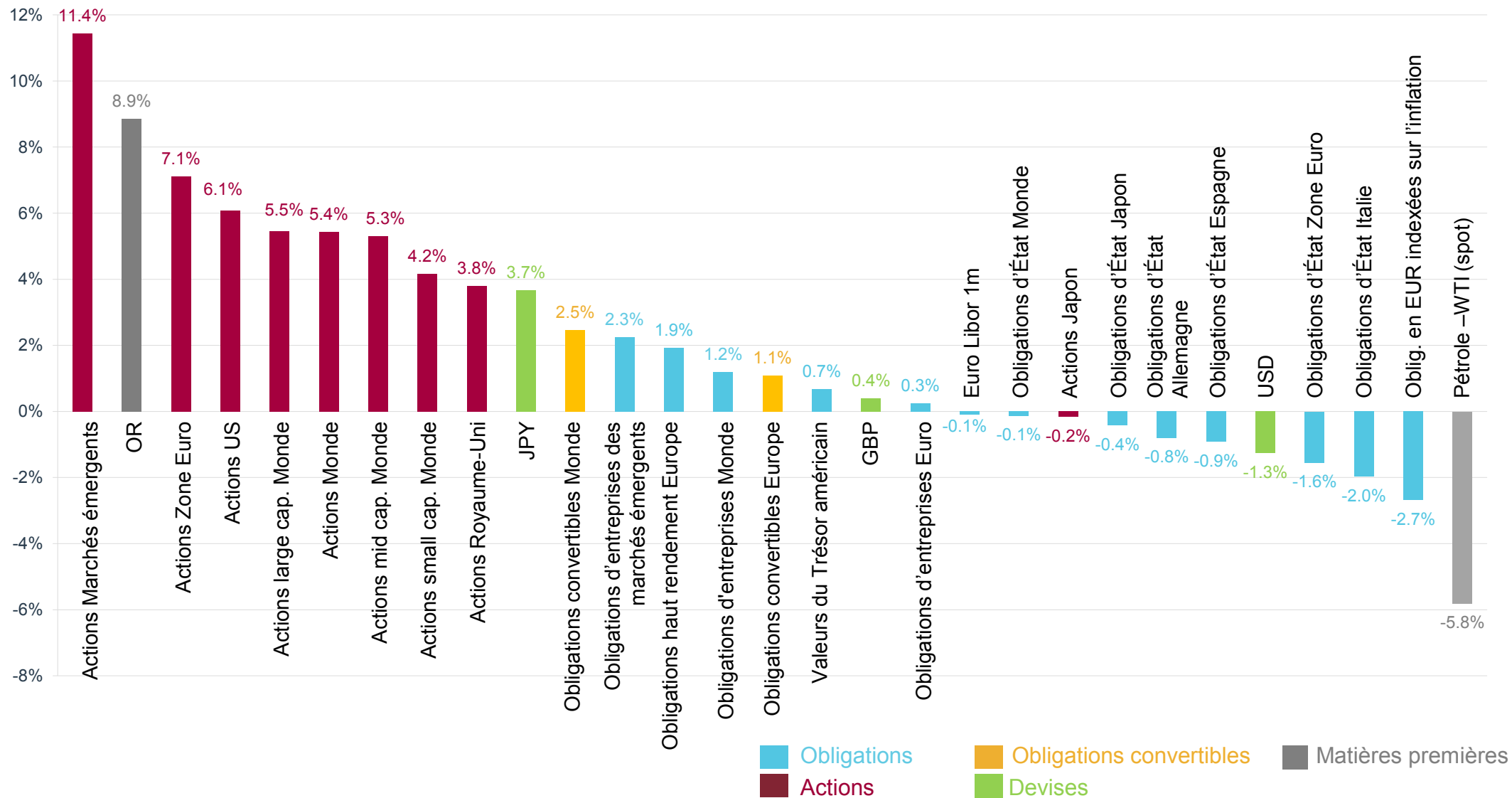


Pas de Frexit sans réforme constitutionnelle

- Toute réforme constitutionnelle obéit à des règles strictes (article 89).
- Le ou la Président(e) ne peut convoquer seul(e) un référendum sur la constitution. Il ou elle doit avoir le soutien du Premier ministre ou du gouvernement.
- Une majorité à l'Assemblée nationale est nécessaire pour former un gouvernement.
- Une majorité est requise à l'Assemblée nationale et au Sénat pour voter le projet de loi d'une réforme constitutionnelle.
- Une réforme constitutionnelle est ratifiée soit par un vote commun des deux chambres réunies en Congrès, nécessitant alors une super-majorité de 60 %, soit par un référendum.
- Il n'est pas certain du tout qu'une majorité de Français soit favorable au départ de l'UE et au retour à la monnaie nationale.
- Il existe une procédure de référendum simplifiée (article 11), mais il est très probable que le projet de loi doive obtenir l'aval de la Cour constitutionnelle. Sauf si une réforme constitutionnelle est passée avant. Un référendum sur le Frexit n'entre pas dans le périmètre de l'article 11.

Performance des classes d'actifs depuis le début de l'année

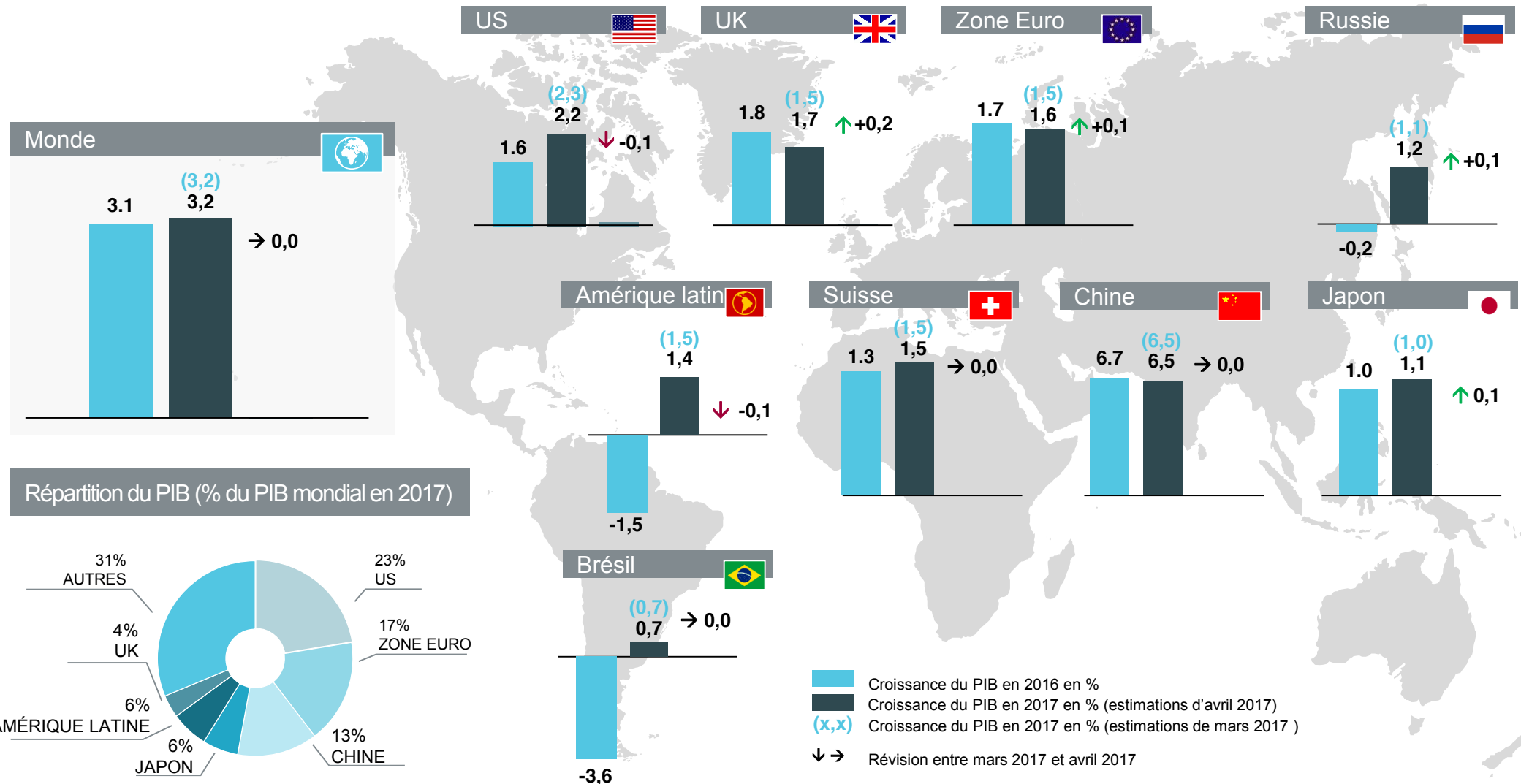
Les actions émergentes en tête malgré le « risque Trump »



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

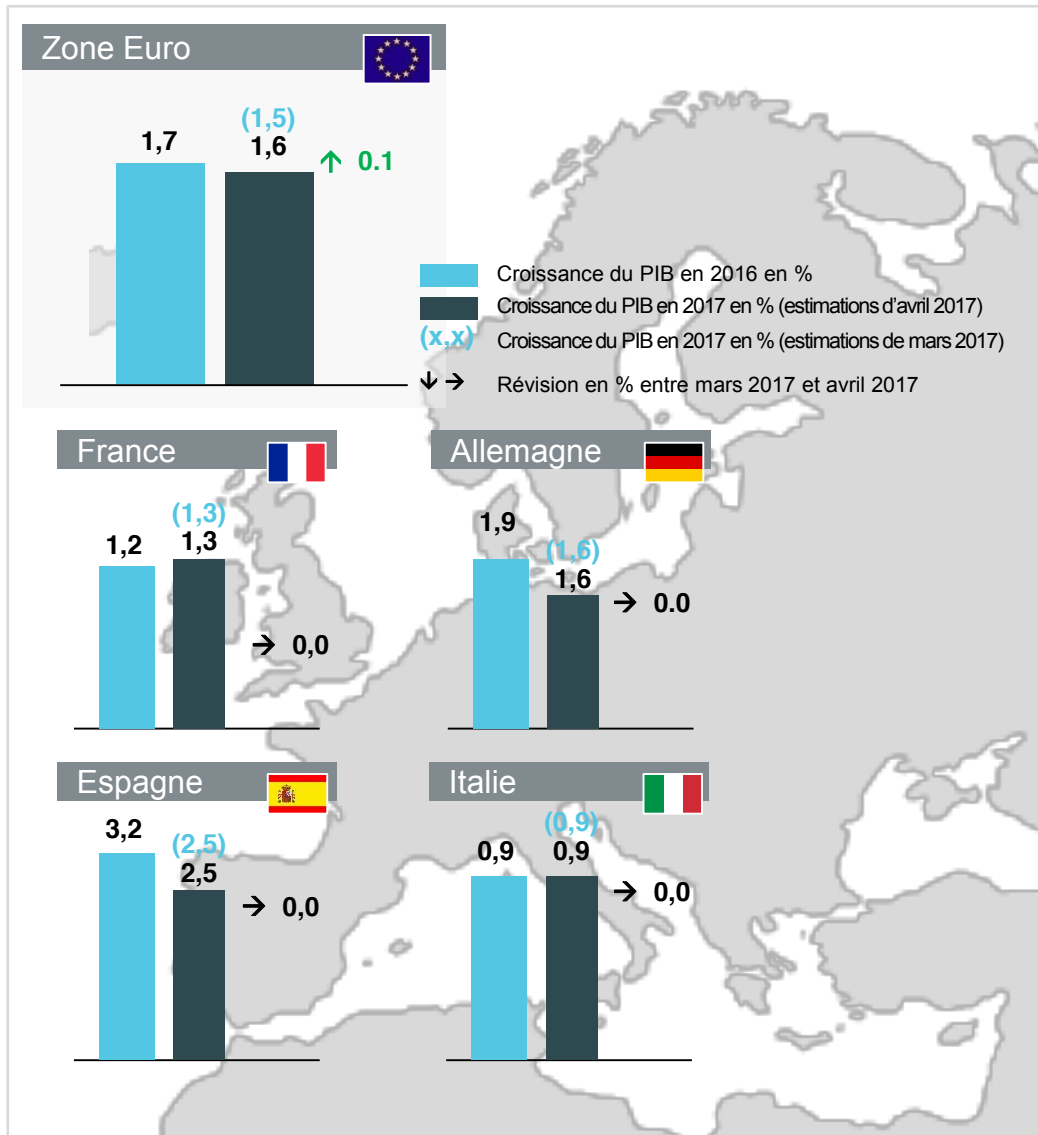
Source : Bloomberg et BoA ML au 31 mars 2017 ; performances exprimées en devise locale (EUR)

Prévision de croissance mondiale du PIB* - T1 2017 : ralentissement aux US, plus dynamique au Japon, peu de changement ailleurs

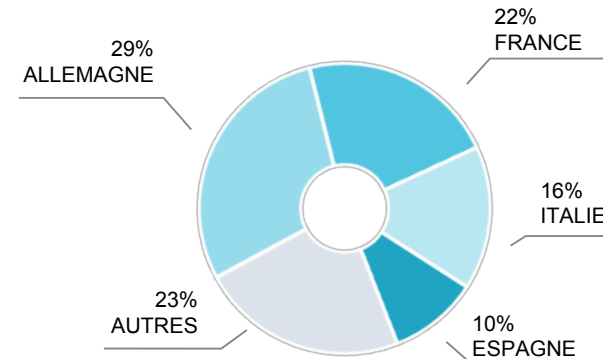


*PIB: Produit Intérieur Brut | source: Oddo Meriten AM SAS ; Bloomberg economist consensus forecast | Données au 03/04/2017

Zone Euro - fait rare : croissance proche ou supérieure au potentiel dans tous les grands pays



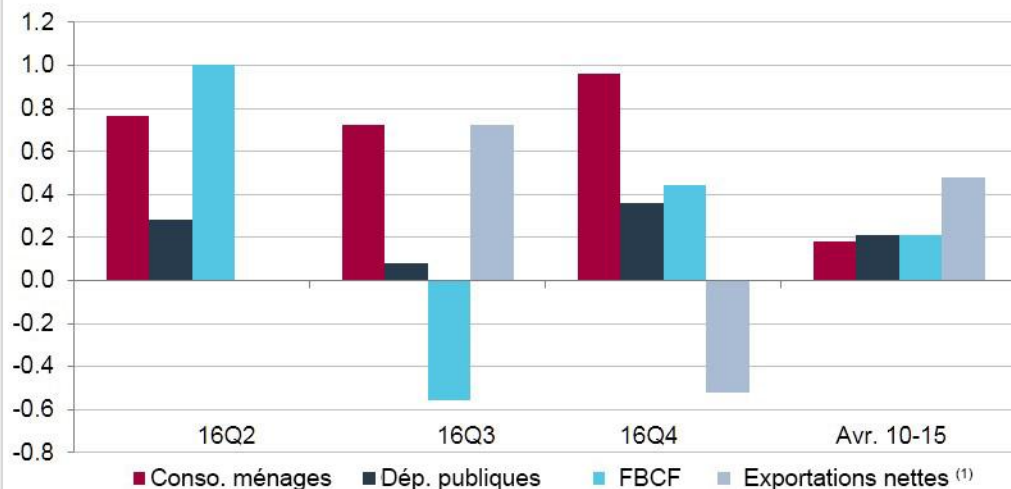
Répartition du PIB (% du PIB total de la Zone Euro en 2017)



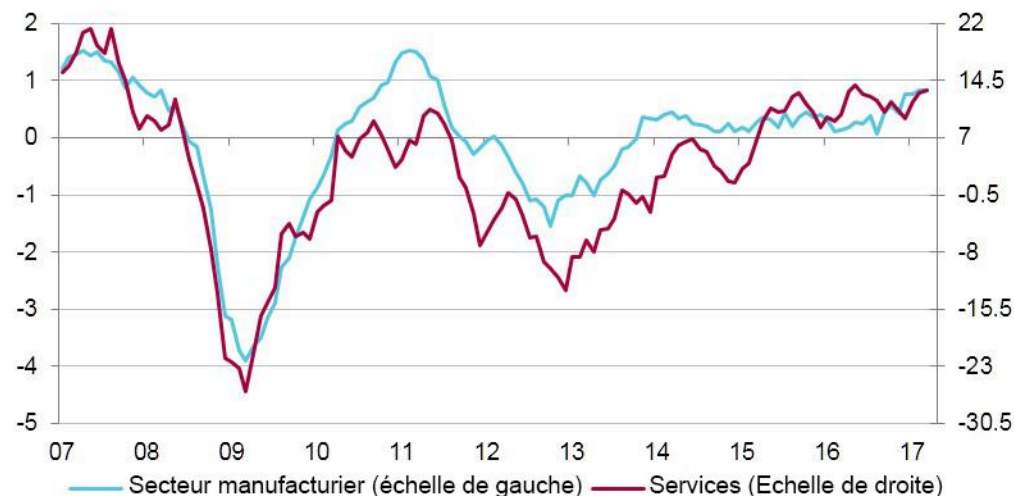
- Le consensus a révisé à la hausse sa prévision de croissance 2017 pour la Zone Euro à hauteur de 10 pb. Au regard des enquêtes et du positionnement de la région dans son cycle économique, il se peut même que les anticipations s'améliorent encore. Le FMI publiera ses prévisions actualisées en avril.
- En Allemagne, les anticipations de croissance restent inchangées par rapport au mois précédent, mais elles ont grimpé de 30 pb depuis novembre.
- La croissance attendue en France est également stable. Selon l'issue des élections (présidentielles et législatives) et l'agenda politique qui sera annoncé, d'importants changements sont peut-être à prévoir, en particulier en 2018.
- La prévision de croissance pour l'Italie a été relevée de 10 pb à +0,9 %, mais cela reste insuffisant pour faire baisser le volume des prêts non performants (un taux de 1,2 % serait nécessaire d'après le FMI)

Zone Euro - statistiques positives, mais des risques politiques se profilent avec les élections en France

Contributions au PIB (en glissement trimestriel, corrigé des variations saisonnières, % annualisé)



Enquêtes de conjoncture

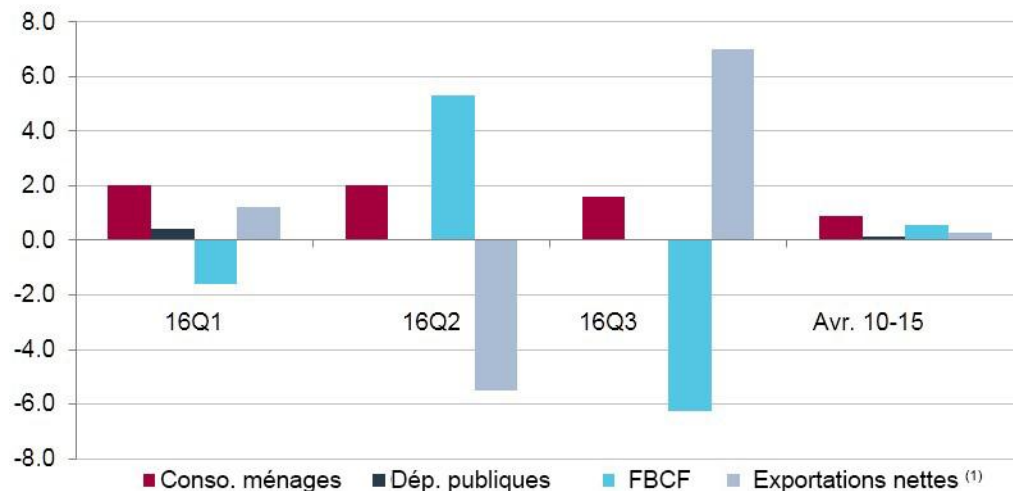


- Les statistiques du PIB du 4^e trimestre 2016 ont été confirmées. La contribution de la consommation a été largement supérieure à son niveau moyen entre 2010 et 2015, et la formation brute de capital fixe a nettement progressé.
- Les risques sont orientés à la hausse, car les enquêtes sur le front de l'offre et la confiance des ménages augurent une nouvelle accélération de la croissance. L'activité de crédit bancaire est restée vigoureuse en février et a continué de s'accroître. En revanche, sa dérivée seconde, le « credit impulse », est en train de ralentir.
- Le tassement de l'inflation au mois de mars a été relativement net et supérieur aux attentes, d'après les estimations avancées. Une tendance due en grande partie à l'Allemagne, qui devrait à nouveau connaître une accélération de son inflation le mois prochain. En définitive, ces fluctuations confortent la BCE dans sa stratégie du *statu quo* pour l'instant.
- Une fois passées les élections françaises (présidentielles et législatives), les incertitudes et les craintes entourant l'avenir institutionnel de la Zone Euro devraient se dissiper.

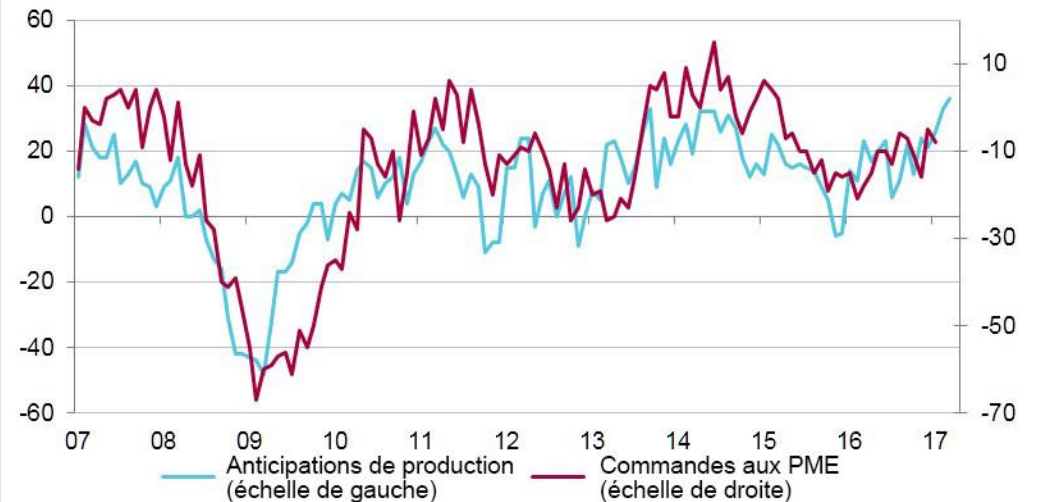
(1) Conso. ménages : consommation des ménages / Dép. publiques : dépenses publiques / FBCF : formation brute de capital fixe Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, Oddo Meriten AM SAS. Données au 31/03/2017

UK – l'heure du Brexit a sonné

Contributions au PIB (en glissement trimestriel, corrigé des variations saisonnières, % annualisé)



Enquêtes de conjoncture



- La Première ministre a officiellement activé l'Article 50 du traité de Lisbonne et déclenché les négociations devant aboutir à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne
- Les enquêtes de conjoncture continuent d'annoncer une croissance robuste : les PMI du mois de mars ont encore accéléré par rapport à février, et l'enquête CBI du secteur manufacturier présage d'une production record. D'un autre côté, les services donnent des signes de faiblesse depuis maintenant deux mois.
- La hausse de l'inflation va peser sur les dépenses réelles de consommation. Mais contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, et c'est un fait plus inquiétant, la hausse de l'IPC est due en grande partie à la dépréciation de la livre sterling et la tendance baissière de la devise risque de perdurer.
- De fait, le déficit des finances publiques et des comptes externes continue de se creuser et peut encore continuer sur cette voie.

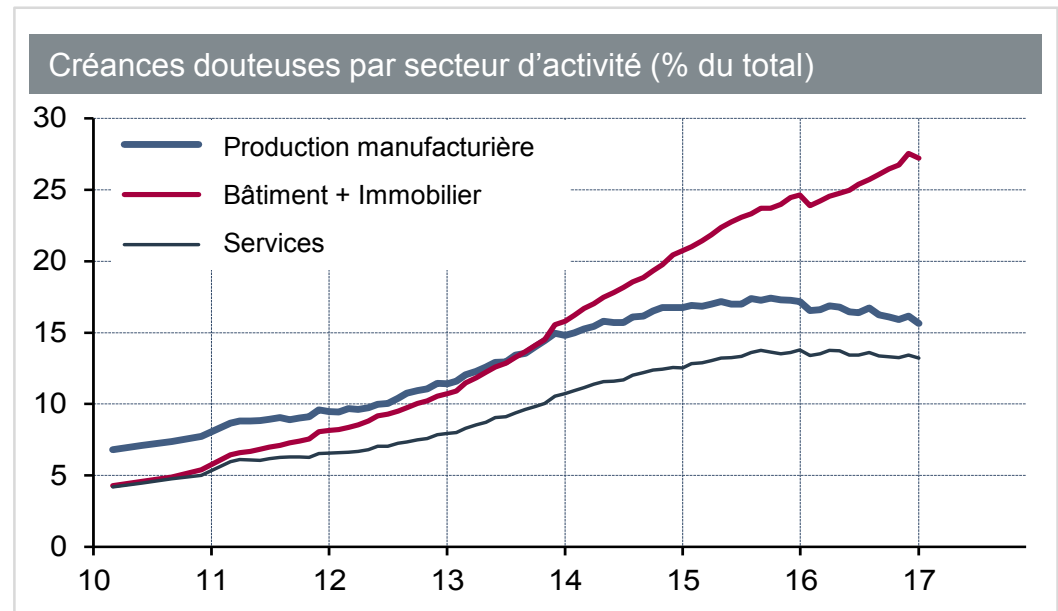
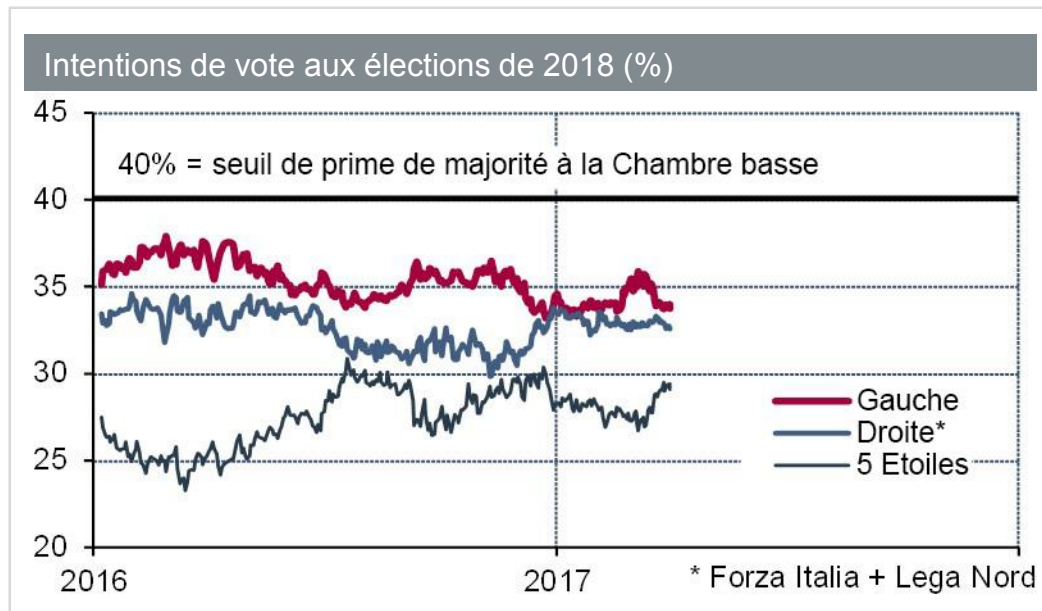
Risques d'échec du Brexit :

- Le délai de 2 ans paraît trop court pour aborder toutes les questions légales et institutionnelles
- La facture du Brexit demeure le plus gros point de discordance entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE
- Contexte politique : interférences des États-Unis, mais aussi nouvelles tensions avec l'Irlande ou l'Écosse
- Coût estimé du divorce : entre 25 et 75 milliards GBP selon les estimations

(1) Conso. ménages : consommation des ménages / Dép. publiques : dépenses publiques / FBCF : formation brute de capital fixe Exportations nettes

Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, Oddo Meriten AM SAS. Données au 31/03/2017

Italie - maillon faible de la zone Euro, mais pas d'élections avant 2018



Situation politique actuelle

Gouvernement de gauche (Partico Democratico) – Premier ministre : Paolo Gentiloni

Situation économique

- Économie la moins performante de la Zone Euro (Grèce mise à part)
- Croissance anémique (1 % en 2016)
- Secteur bancaire très diminué
- Dette publique colossale (~135 % du PIB)

Risques

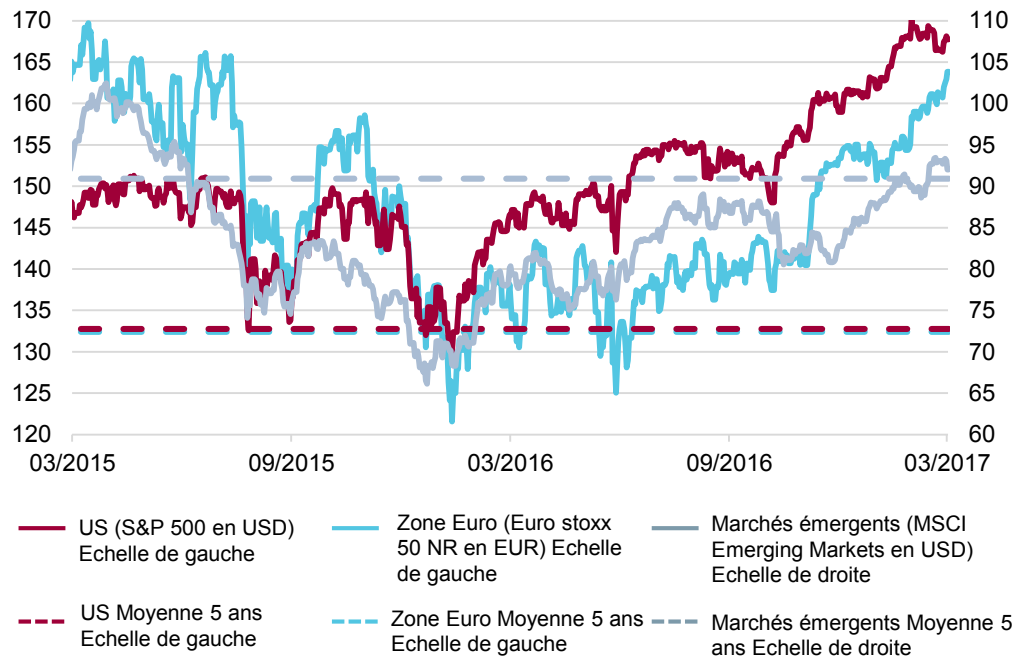
Risque d'élections anticipées : suite à l'échec du référendum constitutionnel et à l'abrogation partielle de la loi électorale, il se peut que les élections soient convoquées en avance (à l'automne 2017), mais nous ne pensons pas que ce sera le cas

Partis populistes / eurosceptiques :

- L'Italie est le seul pays de la Zone Euro où le sentiment eurosceptique est prédominant
- Le Mouvement 5 Étoiles de Beppe Grillo (favori dans les sondages d'opinion) est partisan d'un retrait de la Zone Euro
- La tenue d'un référendum sur l'avenir de l'Italie dans la Zone Euro nécessite un changement dans la constitution et l'approbation du parlement et du sénat (système bicaméral intégral).

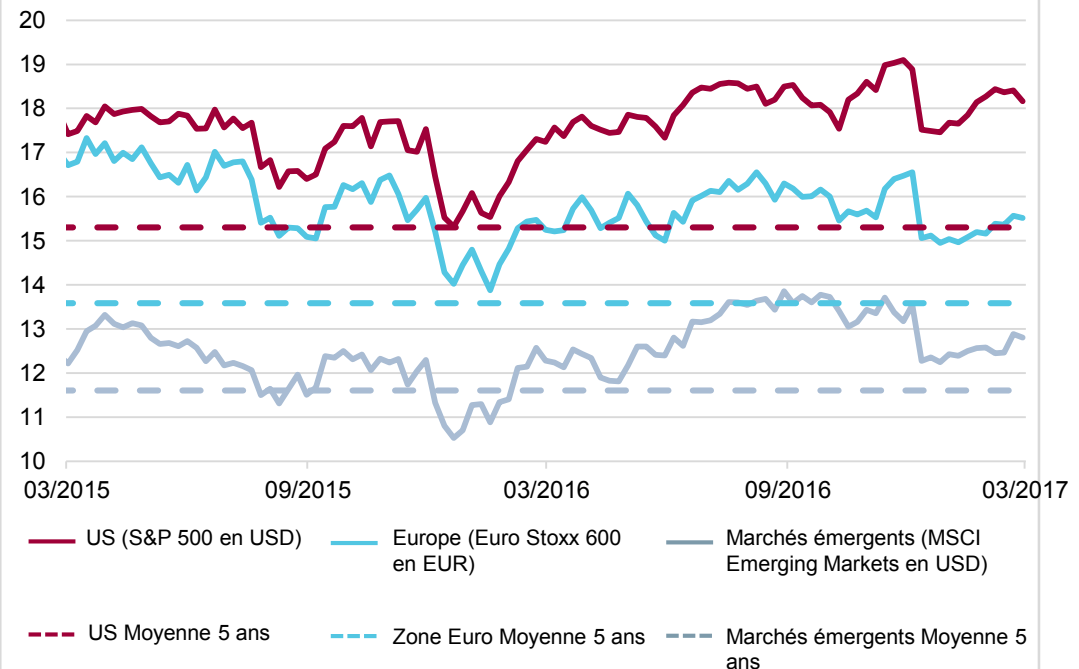
Actions – vue globale: performances mondiales robustes depuis 12 mois

Évolution du niveau des marchés actions¹ sur 2 ans



- Les actions européennes ont renoué avec leurs derniers plus hauts malgré les événements imprévus de 2016 (Brexit et élection de Donald Trump), sous l'effet des anticipations d'accélération de la croissance des bénéfices
- La performance des marchés émergents a été tirée par les niveaux de valorisation faibles et par la hausse des prix des matières premières (pétrole, métaux)

Évolution des PE* sur 2 ans



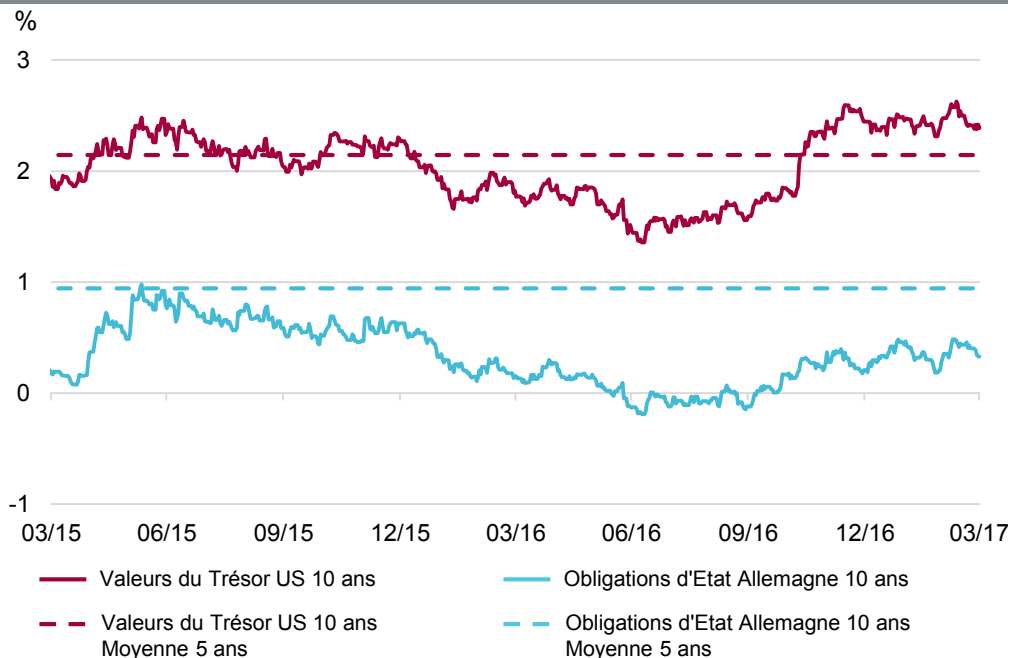
- Bien que les multiples en Europe soient supérieurs à leur moyenne 5 ans (mais en ligne avec la moyenne sur 2 ans), ils demeurent raisonnables si l'on considère i) l'environnement de taux d'intérêt toujours très faibles et 2) les prévisions d'accélération de la croissance des bénéfices

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

*Voir glossaire page 29 | sources: Bloomberg, Oddo Meriten AM SAS | Données au 31/03/2017

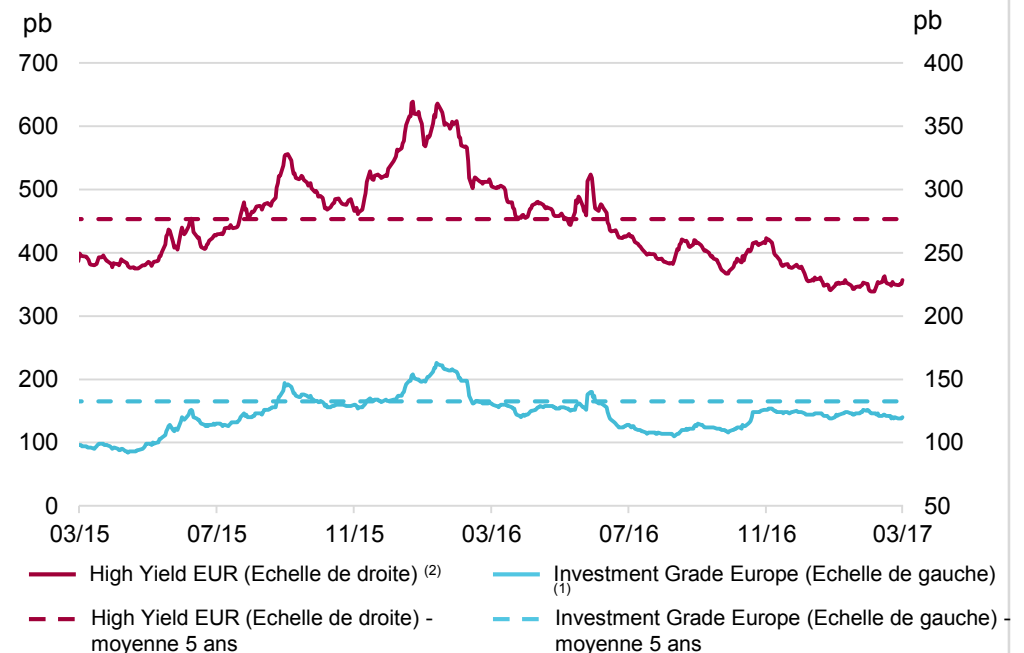
Taux et Crédit - taux et Spreads de crédit: les taux vont-ils finir par monter ?

Taux souverains à 10 ans de l'Allemagne et des États-Unis (sur 2 ans)



- Le processus de normalisation des taux s'est de nouveau interrompu malgré l'embellie des fondamentaux économiques dans la Zone Euro
- Le pic de l'inflation globale, les élections françaises et le ton accommodant de la BCE limitent les perspectives de hausse des taux
- Toutefois, la dynamique actuelle de l'économie, le thème du *tapering* abordé par la BCE et la hausse lente de l'inflation sous-jacente devraient ramener les taux sur la voie de la normalisation si les investisseurs restent confiants

Évolution des spreads de crédit* IG & HY (sur 2 ans)



(1) BoA Merrill Lynch Euro Corporate Index (ER00)

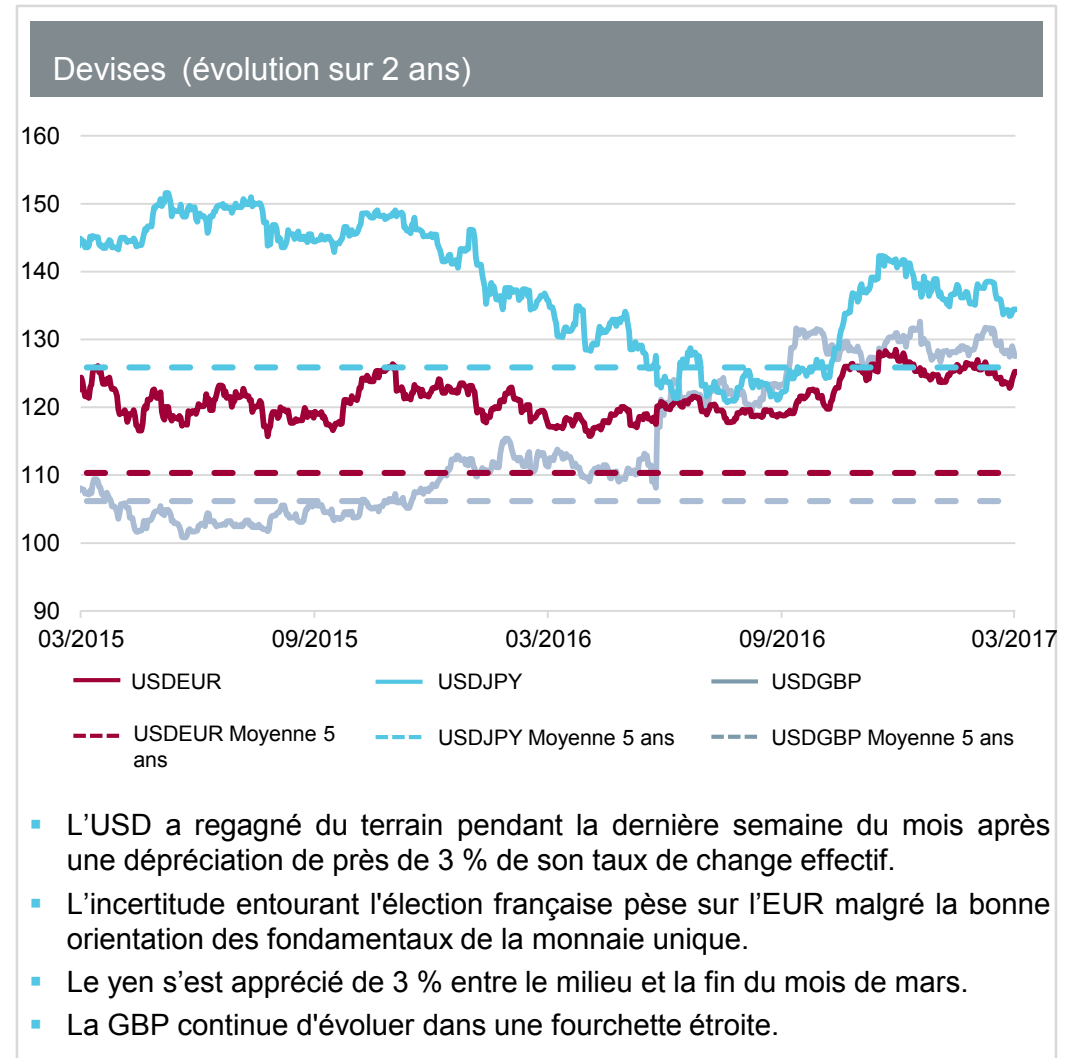
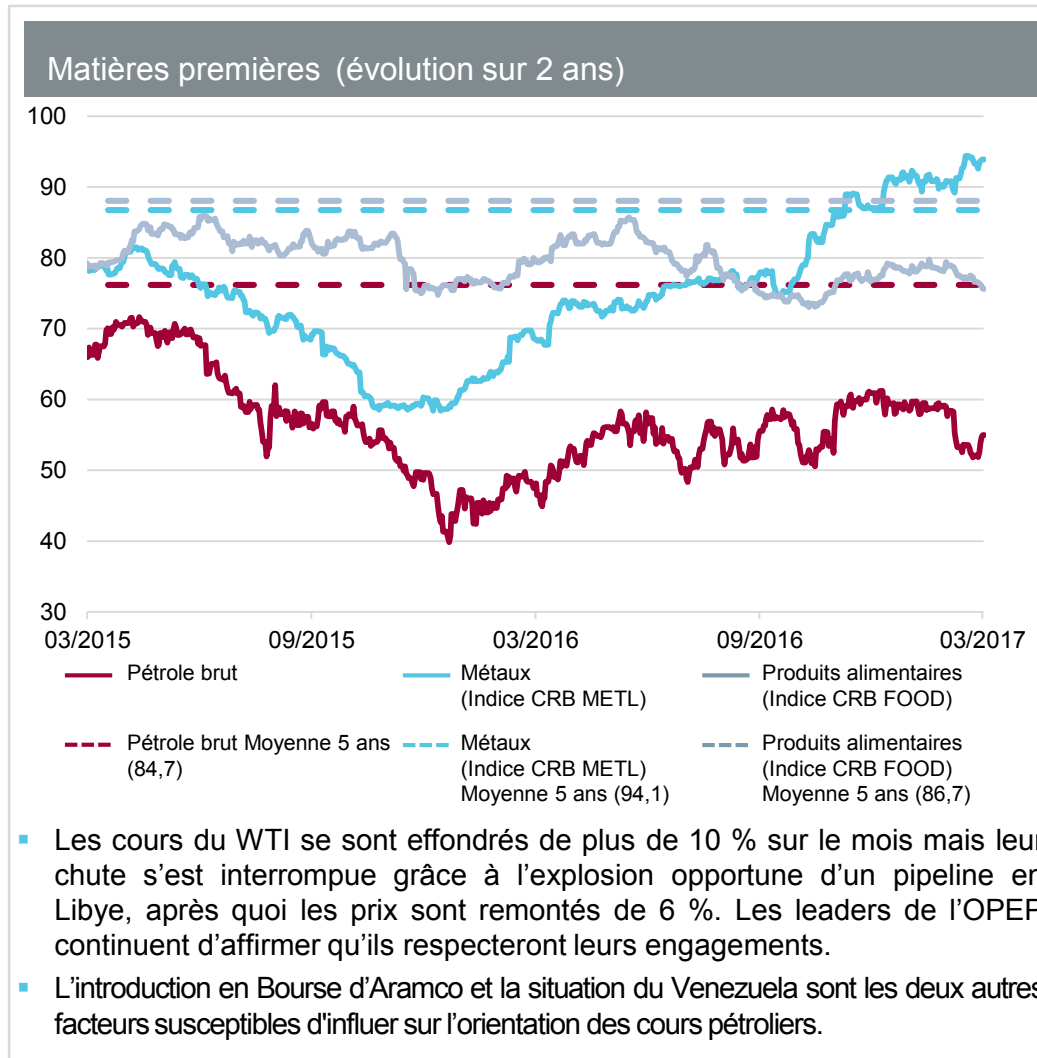
(2) BoA Merrill Lynch European Currency High Yield Index (HP00)

- Le marché va rester soutenu par les mesures de la BCE et la solidité des fondamentaux du crédit
- Les perspectives de rendement sont peut-être un peu faibles au regard du niveau déjà compressé des spreads
- Nous privilégions le High Yield en raison d'anticipations de défaut modestes, de la faiblesse de l'offre et du portage offert par la classe d'actifs

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

* Voir glossaire page 29 | sources: Oddo Meriten AM SAS | Données au 31/03/2017

Devises & matières premières - en quête d'une tendance claire



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Source : Bloomberg, Oddo Meriten AM SAS | Données au 31/03/2017 |