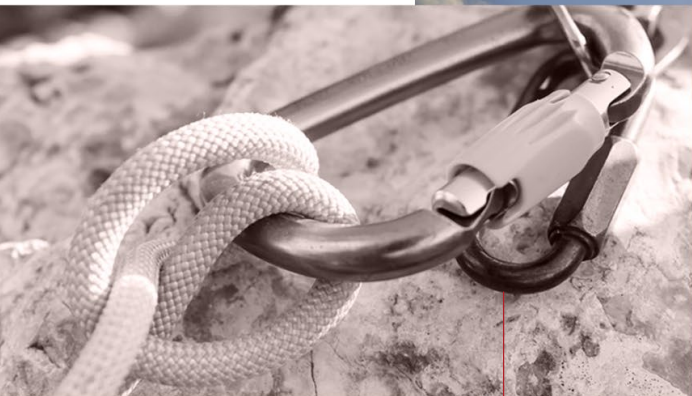


THE ESSENCE



OF FREEDOM



1. Macro et taux
2. Revenu fixe
3. Actions
4. FX et matières premières

Points essentiels

- Globalement, le mois d'avril a été particulièrement difficile pour les investisseurs. L'impact du conflit entre la Russie et l'Ukraine sur l'économie s'intensifie tandis que les fermetures successives en Chine bloquent ou ralentissent la chaîne d'approvisionnement.
- Pour la première fois depuis des années, le S&P 500 et le Nasdaq sont en baisse pour la cinquième semaine consécutive (respectivement 8,72% et -13,24%). L'indice du dollar a augmenté à 102,959, un niveau jamais atteint depuis 20 ans. Les matières premières continuent d'augmenter et la volatilité a augmenté de 12,84 points à 33,40.
- Les perspectives de croissance mondiale se sont détériorées avec l'accélération du cycle de relèvement de la Fed et la persistance de l'inflation. Le PIB américain a diminué au premier trimestre de manière inattendue pour la première fois depuis 2020. La croissance s'est contractée de -1,4% au lieu des +1% attendus.
- La Fed a relevé ses taux de 50 points de base le 4 mai et a annoncé le début du resserrement quantitatif pour le mois de juin. Le rythme initial de réduction est de 47,5 milliards de dollars par mois et sera porté à 95 milliards de dollars après 3 mois.
- Si l'inflation est sur le point de culminer et si la Fed retrouve sa crédibilité en contrôlant l'inflation sans étrangler l'économie, alors cela pourrait être un bon point d'entrée pour les obligations.
- La volatilité reste très élevée, puisqu'en moyenne, les variations intrajournalières des cours depuis le début de l'année sont proches de 2 %. Nous avons assisté à une correction significative de certaines méga-capitalisations (Netflix à -49%, Amazon à -24% et Alphabet à -18% en avril) mais la saison a été positive, 78% des sociétés du S&P 500 ayant déclaré des bénéfices supérieurs aux prévisions.
- Les actions européennes ont enregistré de meilleures performances que les actions américaines, mais nous nous attendons à ce que la BCE commence à relever ses taux dans les prochains mois. Le mouvement des prix devrait rester élevé.
- La hausse des taux d'intérêt américains devrait se poursuivre au cours des prochains mois, notamment par rapport à l'euro, tandis que la Banque du Japon a réaffirmé son engagement à maintenir des taux d'intérêt bas malgré la hausse de l'inflation.

Bilan : avril 2022

Attentes et anticipations.

Le mois d'avril a été particulièrement compliqué pour les investisseurs, avec des indices boursiers et obligataires négatifs, sur fond de guerre continue en Ukraine, de blocage en Chine et d'une Fed qui devrait resserrer fortement sa politique monétaire.

Sur ce dernier point, le marché table désormais sur trois hausses successives de 50 points de base.

Le conflit en Ukraine s'enlise et s'intensifie dans l'est et le sud du pays, et son impact se fait de plus en plus sentir sur l'économie, notamment en Europe, qui reste fortement dépendante du pétrole et du gaz russe.

Quant aux fermetures successives en Chine pour lutter contre la résurgence du Covid, pèsent sur le marché chinois mais aussi sur l'économie mondiale, qui voit les chaînes d'approvisionnement ralenties ou arrêtées.

Les indices américains ont terminé le mois dans le rouge, avec le S&P500 en baisse de -8,72%, le Russell 2000 en baisse de -9,91% et le Nasdaq en baisse de -13,24%, ce qui porte sa performance depuis le début de l'année à -21%.

En Europe, les indices plus défensifs ont terminé dans le vert avec le FTSE 100 qui a clôturé en hausse de 0,69% et le SMI en hausse de 0,85%, tandis que l'EuroStoxx50 a chuté de -1,98%.

Dans le reste du monde, les principaux indices ont suivi la tendance américaine, le Nikkei clôturant à -3,5%, le CSI300 à -4,82 et le MSCI ACWI à -7,97%.

En termes de secteurs, l'énergie et les services publics ont continué à progresser aux États-Unis ainsi qu'en Europe.

L'indice du dollar a continué à se renforcer, atteignant 102,959, un niveau jamais vu depuis 20 ans.

L'EUR/USD s'est déprécié de -4,72% et le GBP/USD de -4,29%, l'USD/CHF a augmenté de +5,34% et l'USD/JPY de +6,57%.

Le rendement des obligations américaines à 10 ans a clôturé le mois à 2,93 %, en hausse de 60 points de base. Le rendement du bund a augmenté de 39 points de base, atteignant presque 1 %. Les indices obligataires ont continué de baisser, l'indice Bloomberg Global Aggregate et l'indice JPMorgan EMBI se contractant tous deux de 5,48 %, l'indice Bloomberg Global High Yield de 4,59 % et l'indice Bloomberg Core Developed Government de 2,99 %.

Les matières premières continuent d'augmenter, avec l'indice Bloomberg Commodity Index en hausse de +4,08%, portant son gain annuel à 30,57%. Le WTI a clôturé le mois d'avril à 104,7 \$.

La volatilité a augmenté de 12,84 points pour terminer le mois à 33,40.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,132	-3.62	-3.26	-8.72	-8.72	-12.92	17
Nasdaq	12,335	-4.17	-3.92	-13.24	-13.24	-21.00	21
Russell 2000	1,864	-2.81	-3.94	-9.91	-9.91	-16.70	16
Euro Stoxx 50	3,803	0.74	-0.65	-1.98	-1.98	-10.67	11
Stoxx 600 EUR	450	0.78	-0.43	-0.57	-0.57	-6.41	12
FTSE 100	7,545	0.47	0.40	0.69	0.69	3.60	10
SMI	12,129	0.50	-0.99	0.85	0.85	-3.46	15
NIKKEI 225	26,848		-0.95	-3.50	-3.50	-5.92	14
CSI 300 China	4,016	2.47	0.12	-4.82	-4.82	-18.64	10
MSCI EM Index	1,076	2.13	0.09	-5.55	-5.55	-12.13	10

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,132	-3.62	-3.26	-8.72	-8.72	-12.92	17
UTILITIES	362	0.80	-4.05	1.24	-4.25	0.32	19
ENERGY	572	2.91	-1.23	10.17	-1.54	36.85	11
TELECOM	198	-1.31	-4.09	1.06	-15.62	-25.68	14
CONS STAPLES	811	-0.04	-2.05	-1.34	2.56	1.53	21
REAL ESTATE	291	-1.02	-5.65	-3.78	-3.56	-9.66	38
CONS DISCRET	1,272	-1.31	-7.88	-3.37	-13.00	-20.85	20
MATERIALS	534	-1.37	-0.82	-0.56	-3.49	-5.79	15
HEALTH CARE	1,518	-0.30	-2.51	-0.45	-4.71	-7.16	16
INFO TECH	2,478	-0.79	-1.26	-0.67	-11.28	-18.70	20
FINANCIALS	574	-0.72	-4.53	0.57	-9.87	-11.21	12
INDUSTRIALS	805	-0.65	-3.31	0.35	-7.53	-9.71	16

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	102.959	-0.64	1.72	4.73	4.73	7.62
EUR-USD	1.0545	0.44	-2.27	-4.72	-4.72	-7.26
USD-JPY	129.70	-0.88	0.93	6.57	6.57	12.70
USD-CHF	0.9718	-0.02	1.49	5.34	5.34	6.45
EUR-CHF	1.0262	0.54	-0.73	0.48	0.48	-1.10
GBP-USD	1.2574	0.94	-2.06	-4.29	-4.29	-7.08
EUR-GBP	0.8388	-0.48	-0.28	-0.43	-0.43	-0.30
JP EM FX Index	52.06	0.37	-0.81	-2.68	-2.68	-0.96

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	2.93	11	3	60	142	142
Germany	0.94	4	-3	39	112	112
UK	1.91	3	-6	30	93	93
SWITZERLAND	0.87	-2	-3	27	101	101
Japan	0.23	0	-2	1	16	16
US IG Spread	148	-1	3	23	48	48
US High Yield spread	405	1	21	43	135	135
EUR High Yield spread	483	5	51	65	137	137

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	129.5	0.24	0.35	4.08	4.08	30.57
Gold Spot \$/OZ	1896.9	0.13	-1.79	-2.09	-2.09	3.70
Crude Oil WTI	104.7	-0.64	1.57	4.40	4.40	35.98

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	33.4	3.41	5.19	12.84	62.45	16.18

Macro et taux : Perspectives macroéconomiques plus prudentes

Les perspectives macroéconomiques mondiales sont devenues plus prudentes, les indicateurs économiques laissant présager un régime de ralentissement de l'économie mondiale.

Les perspectives de croissance mondiale se sont détériorées au cours des dernières semaines. La prolongation du conflit en Ukraine, la situation en Chine avec des signes de nette détérioration due aux blocages de Covid et l'accélération du cycle de relèvement de la Fed (et globalement des banques centrales hawkish) parmi les pressions inflationnistes persistantes ont considérablement pesé sur le sentiment, les perspectives et la valeur des actifs en avril....

En conséquence, le FMI a sensiblement revu à la baisse ses prévisions de croissance pour 2022 et marginalement pour 2023. Alors que l'institution n'est pas connue pour être optimiste et généralement en retard sur les cycles économiques, cela a ajouté aux préoccupations mondiales.

Données macroéconomiques bruyantes et divergentes.

Les indices PMI dans le monde sont largement mitigés et divergents. Nous notons une certaine résilience en Europe tandis qu'aux États-Unis, l'ISM manufacturier a surpris à la baisse à 55,4 contre 57,6 attendus. La composante services reste globalement robuste, reflétant une croissance continue des services suite à la levée des restrictions Covid.

L'emploi est robuste tant aux États-Unis qu'en Europe et constitue jusqu'à présent la meilleure justification du ton hawkish de la banque centrale. Le taux de chômage dans la zone euro a atteint 6,8 % en mars, soit le niveau le plus bas depuis la création de la monnaie unique, tandis qu'il a atteint 3,6 % aux États-Unis, soit un plancher post-pandémique.

En même temps, l'inflation continue de progresser. L'indice américain des prix à la consommation (IPC) a atteint en mars son plus haut niveau depuis plusieurs décennies : 8,5 % en glissement annuel, l'indice des prix à la production (PPI) indiquant des pressions inflationnistes encore plus fortes, à 36,8 % en glissement annuel.

Dans le même temps, la refonte des taux américains a commencé à mordre sur la croissance. Le PIB américain a reculé de manière inattendue au premier trimestre pour la première fois depuis 2020. La croissance s'est contractée à un taux annualisé de -1,4 % contre +1 % prévu, le déficit commercial et la baisse des stocks étant les principaux facteurs défavorables. Les exportations nettes à elles seules ont entraîné une baisse impressionnante de -3,2 %, tandis que les stocks ont apporté une contribution négative de -0,8 %.

La Fed a établi une trajectoire claire à court terme, offrant une certaine visibilité.

Le 4 mai, la Fed a relevé ses taux de 50 points de base. Bien que cette décision ait été largement anticipée, la probabilité d'un mouvement de 75 pb pour cette réunion et celle de juin n'était clairement pas nulle. En écartant la perspective d'un mouvement de 75 pb au cours de l'été, Jerome Powell a donné un peu de visibilité à un marché qui n'était pas réticent à l'idée d'une hausse agressive des taux. Alors que le marché anticipe désormais des taux directeurs proches de 3 % d'ici la fin de l'année, la déclaration du FOMC confirme que la trajectoire de hausse des taux prévue est appropriée pour le moment.

La Fed a également annoncé le début du resserrement quantitatif pour le mois de juin. En d'autres termes, la Fed va réduire les obligations de la Trésorerie et les titres adossés à des créances hypothécaires qu'elle détient dans son bilan. Le rythme initial de réduction est fixé à 47,5 milliards de dollars par mois et sera porté à 95 milliards de dollars par mois après trois mois. Cette réduction du bilan est un peu plus importante que ce que le marché avait prévu, mais pourrait également suggérer une fin plus rapide du resserrement quantitatif.

L'environnement géopolitique et macroéconomique ne semble pas être favorable pour le moment du point de vue des investisseurs. La Fed a probablement réussi à ancrer les taux d'intérêt à l'avant pour le reste de l'année, mais la réduction plus importante du bilan va probablement exercer une pression supplémentaire sur la partie longue de la courbe. Le rendement des obligations américaines à 10 ans ne pourrait donc culminer qu'entre 3,2 et 3,5 %, avant de se stabiliser : une condition préalable à une hausse des marchés d'actions.

Revenu fixe : 1980, pire ou meilleur ?

Comme les actions, les titres à revenu fixe continuent de souffrir. L'indice Bloomberg US Aggregate Total Return est en baisse de 9,5 % depuis le début de l'année. C'est maintenant pire que 1980, l'année dont les investisseurs obligataires se sont souvenus pendant toute une génération.

Avec le retour de l'inflation après une longue absence, les investisseurs ont été pris dans un début d'année très difficile. Les deux principales classes d'actifs, les actions et les obligations, sont simultanément en forte baisse. Dans de nombreux cas, les indices des obligations de première qualité sont même inférieurs aux indices des actions de premier ordre : aux États-Unis, les obligations d'entreprises américaines étaient en baisse de 12 % depuis le début de l'année à la fin du mois d'avril, tandis que l'indice Dow Jones des valeurs industrielles n'était en baisse "que" de 9 %. Aux États-Unis, l'inflation a atteint 8,5 % dans sa dernière lecture, un niveau jamais vu depuis 1982.

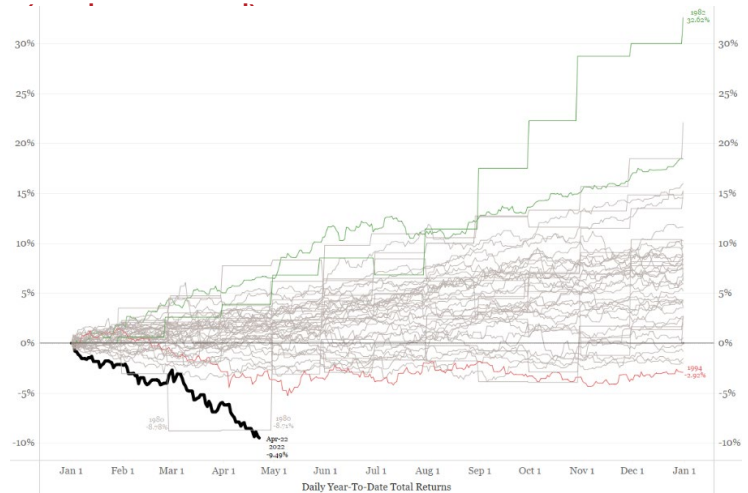
Bien que cela soit effrayant, les investisseurs doivent se concentrer sur le moyen terme et essayer de ne pas trop réagir aux tournures du marché à court terme. En 1980, l'indice Bloomberg US Aggregate Total Return a en effet chuté de 8,8 % au premier trimestre de l'année, pour rebondir ensuite et terminer l'année en hausse de 2,71 %.

En 1980, l'économie mondiale souffre du deuxième choc pétrolier déclenché par la révolution iranienne. En mars 1980, l'IPC américain a atteint 14,8 %. Dans les mois qui suivent, le chômage américain commence à augmenter rapidement et atteint 10,6 % en 1982.

Si la situation actuelle peut sembler similaire à celle de 1980 à première vue, de nombreux éléments sont très différents. Par exemple, la dette par rapport au PIB ne représentait qu'une fraction des 74 % actuels aux États-Unis. Si la Fed s'est trompée dans son évaluation de l'inflation en 2021, nous devons lui accorder le bénéfice du doute et espérer qu'elle sera en mesure de conduire à un "atterrissage en douceur" de l'économie américaine, sans l'hyperactivité angoissante de la Fed de Volcker en 1980. L'inflation est due à une forte reprise post-pandémique, suivie d'une flambée des prix des produits de base en raison de la géopolitique, ainsi que de nouveaux blocages de Covid en Chine, qui ont un impact sur les chaînes d'approvisionnement.

Si l'inflation est sur le point de culminer et si la Fed retrouve sa crédibilité en contrôlant l'inflation sans étrangler l'économie, alors ça pourrait être un assez bon point d'entrée pour les obligations. Après tout, l'économie américaine, comme la plupart des autres économies, connaît une croissance modérée et le taux de chômage est faible. La situation n'est pas aussi dramatique que l'évolution de certains indices de crédit pourrait le suggérer.

Indice Bloomberg US Aggregate Total Return



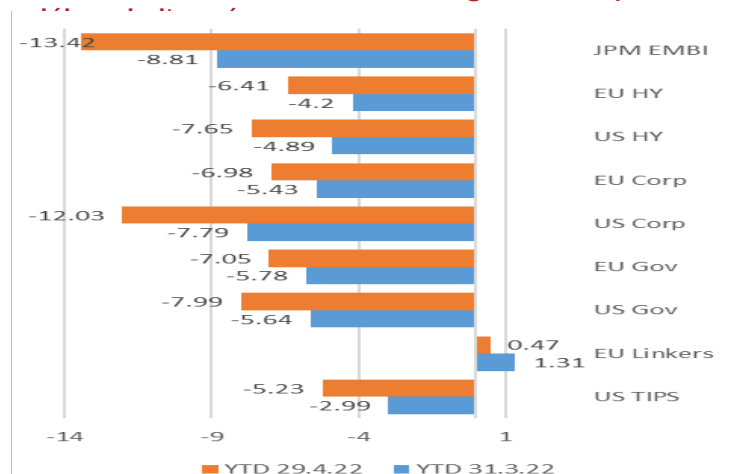
Source : Bianco Research LLC

Inflation, croissance du PIB et taux de chômage

	CPI YoY	GDP real YoY	Unempl. R.
Turkey	61.1	9.1	12.9
Brazil	11.3	1.6	11.1
US	8.5	3.6	3.6
Eurozone	7.5	5.0	6.8
Germany	7.4	3.7	2.9
UK	7.0	6.6	3.8
Canada	6.7	4.5	5.3
Australia	5.1	4.2	4.0
Switzerland	2.4	3.9	2.2
China	1.5	4.8	4.0
Japan	1.2	0.4	2.6

Source : Bloomberg

Rendement total des indices obligataires depuis le



Source : Bloomberg

Actions : les marchés mondiaux sont proches de leurs plus bas niveaux depuis le début de l'année.

La volatilité reste présente sur le marché et nous nous attendons à ce qu'elle se poursuive, car les banques centrales qui tentent de lutter contre l'inflation continuent de retirer des liquidités du marché.

La taille des mouvements a été agressive, non seulement d'un jour à l'autre, mais aussi en intraday, et les investisseurs doivent s'attendre à davantage de mouvements de ce type dans cet environnement. En moyenne, les mouvements de prix intrajournaliers depuis le début de l'année ont été proches de 2 %, soit près du double de la moyenne sur 10 ans, ce qui souligne cette période de plus grande volatilité. À titre d'exemple, le 29 avril, en début de séance, le S&P 500 a atteint un sommet de 4'270 et, vers la fin de la séance, un creux de 4'124, ce qui représente un mouvement intrajournalier de plus de 3 %. Pour l'instant, le S&P 500 est resté au-dessus du niveau de soutien de 4'060 points qui a tenu pendant la dernière année.

D'un point de vue ascendant, la saison des résultats a été positive, 78 % des entreprises du S&P 500 ayant déclaré des bénéfices supérieurs aux prévisions. La croissance est inférieure à celle observée au cours des trimestres précédents, à +7,8 % en glissement annuel, car les effets de base sont plus durs et l'activité plus faible. Toutefois, il est important de souligner que nous parlons toujours d'une croissance supérieure aux prévisions, ce qui a renforcé les attentes pour l'ensemble de l'année. Selon l'IBES et JP Morgan, en 2022, la croissance des bénéfices par action de l'indice S&P devrait être de 10,5 %, contre une prévision de 8,7 % en janvier 2022. Malgré une saison des résultats globalement positive, certains résultats ont été manqués, notamment dans certaines des mégacapitalisations qui ont subi des corrections importantes. C'est le cas de Netflix (-49 % en avril), Amazon (-24 % en avril) et Alphabet (-18 % au cours du mois).

En avril, les actions européennes ont surperformé les marchés d'actions américains, ce qui a grandement justifié la composition plus large de l'indice en termes de valeur. Cela signifie que les indices européens ont été moins affectés par la hausse des taux d'intérêt. Néanmoins, comme l'Europe a également du mal à faire baisser l'inflation, nous nous attendons à ce que la BCE commence à augmenter les taux plus tôt que prévu, ce qui pourrait avoir un impact négatif sur les actions de cette région. Depuis le début de l'année, les actions de valeur des marchés développés ont élargi leur surperformance par rapport à la croissance à 15 % (fin avril) et nous pensons que cela peut encore se poursuivre, car les rendements continuent d'augmenter dans le monde entier.

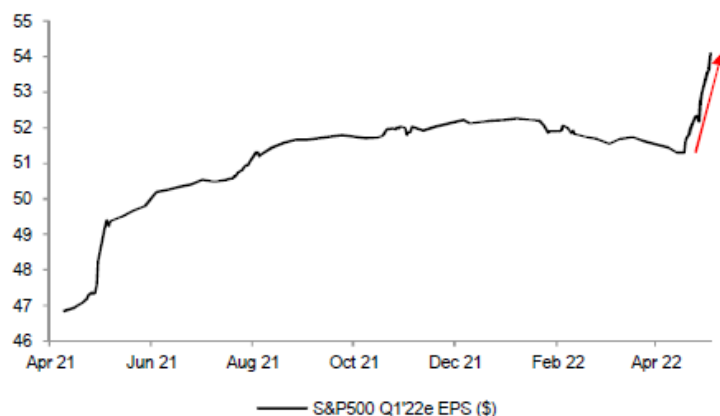
Comme les mouvements de prix devraient rester élevés à court terme, il est important de rester investi dans les actions malgré les défis à venir. Les cours des actions ont rapidement subi des pressions, mais ils peuvent tout aussi bien s'apprécier rapidement et manquer une reprise compromettant les rendements. L'inflation et la hausse des taux d'intérêt devraient commencer à avoir un impact négatif sur l'économie, et à l'approche du second semestre, les indicateurs macroéconomiques devraient commencer à le montrer. La présentation de ces données plus faibles pourrait en fait être un facteur positif pour les actions, car elle pourrait empêcher les banques centrales de resserrer excessivement les conditions monétaires, ce qui pourrait entraîner l'économie dans une récession.

'22e and '23e consensus EPS growth expectations

	2022e EPS Growth, %		2023e EPS Growth, %	
	Current	Jan '22	Current	Jan '22
MSCI World	10.3%	7.1%	7.9%	8.6%
S&P 500	10.5%	8.7%	9.7%	10.1%
Stoxx 600	11.9%	7.1%	5.7%	6.8%
Euro Stoxx	8.7%	8.2%	7.7%	8.7%
FTSE 100	14.4%	4.2%	2.0%	3.1%
Topix*	7.0%	8.2%	6.2%	7.2%
EM	10.7%	5.4%	9.4%	9.9%

Source: IBES, * for Year Ending March 2023 and March 2024

S&P500 blended Q1 '22e EPS



Forex et matières premières : Le dollar rendrait-il une partie de ses gains ?

Le dollar américain a poursuivi son ascension à la fin du mois d'avril, se positionnant désormais à proximité d'un sommet de 20 ans par rapport à l'euro, à la livre et au yen.

Le billet vert est resté l'un des rares bénéficiaires depuis le début de l'année. Cela n'est pas seulement dû à son statut de valeur refuge attrayante dans un marché caractérisé par la peur géopolitique, mais aussi à la résilience de l'économie américaine et aux mesures prises par la banque centrale pour lutter contre l'inflation. Le régime de taux d'intérêt plus élevés soutient le dollar en rendant les actifs américains plus attrayants pour les investisseurs à la recherche de rendement.

Le report d'un taux américain plus élevé devrait se poursuivre au cours des prochains mois, notamment par rapport à l'euro.

La BCE s'inquiète actuellement de la façon dont une hausse immédiate des taux d'intérêt dans la zone euro mettrait en péril sa croissance économique déjà affectée par la guerre en Ukraine. La prochaine réunion de la BCE, qui se tiendra le 9 juin, pourrait fournir des indices sur sa première hausse de taux depuis plus de dix ans, mais à ce stade, aucune décision sur les taux n'est considérée comme certaine. Quelle que soit la décision, il est probable que la BCE devrait continuer à être à la traîne de la Fed en matière de resserrement de la politique monétaire au cours du prochain trimestre. Par conséquent, un euro faible par rapport au dollar devrait être maintenu à des niveaux similaires à ceux observés en avril.

Par ailleurs, la Banque du Japon a réaffirmé son engagement à maintenir des taux d'intérêt bas malgré la hausse de l'inflation (en continuant à acheter des obligations d'État japonaises), ce qui a poussé le yen à dépasser les 130 pour un dollar pour la première fois depuis avril 2002. Sans changement de politique, le yen pourrait atteindre une nouvelle résistance au niveau de 140.

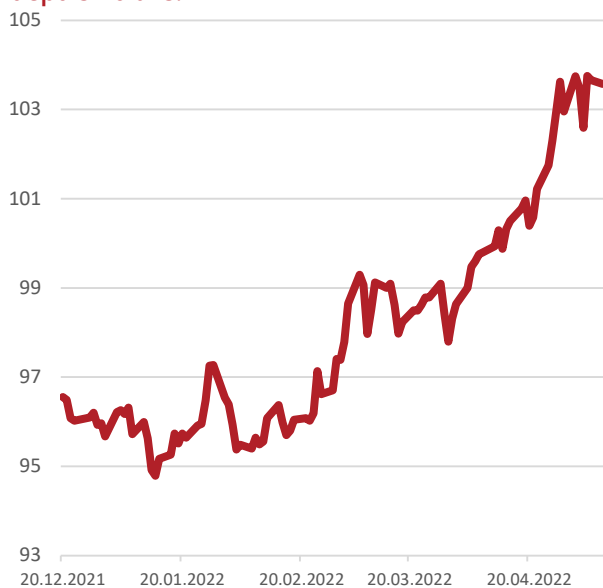
Dans ce climat de persistance d'un dollar élevé, les investisseurs étrangers devraient éviter les devises des marchés émergents.

Le renforcement du dollar a tendance à peser lourdement sur les marchés émergents, car la plupart des dettes des pays émergents sont libellées en dollars, ce qui les rend plus coûteuses à rembourser.

Les sanctions de l'Union Européenne contre le pétrole russe ont fait naître la perspective d'un resserrement de l'offre.

Les nouvelles sanctions imposées par l'Europe pour se servir du pétrole, du gaz naturel et du charbon russes d'ici six mois et des produits raffinés d'ici la fin de 2022, ne feront qu'alimenter les prix à l'Ouest au cours des prochains mois. La Russie tente désormais de réorienter ses exportations de produits de base vers l'Asie et l'Inde, mais on ne sait pas non plus quelle quantité de produits de base russes la Chine et les autres gros acheteurs asiatiques seraient disposés à acheter, car la plupart d'entre eux ont déjà diversifié leurs fournisseurs. La plupart des investisseurs devraient avoir les yeux tournés vers les États-Unis à l'automne prochain, car ils ont déjà dévoilé leur projet d'acheter 60 millions de barils brut pour constituer des stocks d'urgence. En attendant, la concurrence pour obtenir davantage d'approvisionnements non russes continuera de soutenir les prix.

L'indice du dollar américain a continué à grimper pour atteindre son plus haut niveau depuis 20 ans.



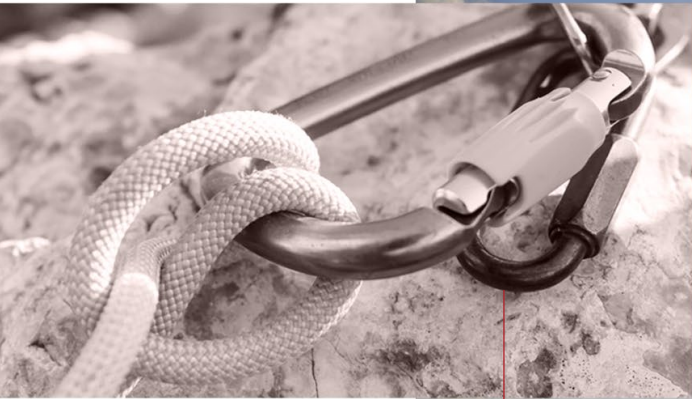
Source : Bloomberg

Le MSCI Emerging Market Currencies se consolide au plus bas en raison d'un dollar fort



Source : Bloomberg

THE ESSENCE



OF FREEDOM



En choisissant Cité Gestion, vous bénéficiez de notre modèle économique unique qui nous distingue de la plupart des gestionnaires de patrimoine traditionnels. Pour en savoir plus, consultez notre site internet : www.cité-gestion.com



Et suivez-nous sur [LinkedIn](#) pour rester connecté à toutes les nouvelles et perspectives du marché.

Disclaimer and important information

This document has been published in Switzerland by Cité Gestion SA, Geneva, a custodian and securities dealer subject to regulation and supervision by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). It is not intended for distribution, publication or use in any jurisdiction where such distribution, publication or use would be prohibited, and is not directed to persons or entities to whom it would be unlawful to send such a document. All information provided in this document, in particular opinions and analyses, is for information purposes only and should not be construed as an offer, advice or recommendation to buy or sell any particular security or to enter into any transaction. Nor does this publication constitute - and should not be construed as - an advertisement for a particular financial instrument. The risks associated with some investments are not suitable for all investors and a precise assessment of the risk profile must be made. Nor should this document be construed as legal, accounting or tax advice. Although Cité Gestion SA makes every reasonable effort to use reliable and complete information, Cité Gestion SA makes no representation or warranty of any kind that the information contained in this document is accurate, complete or up to date. Any decision based on this information must be made at the investor's risk and Cité Gestion SA declines all responsibility for any loss or damage that may result directly or indirectly from the use of this information. United States: Neither this document nor any copies thereof may be sent, taken or distributed in the United States or given to a US-Person. This document may not be reproduced (in whole or in part), transmitted, modified or used for public or commercial purposes without the prior written consent of Cité Gestion SA.