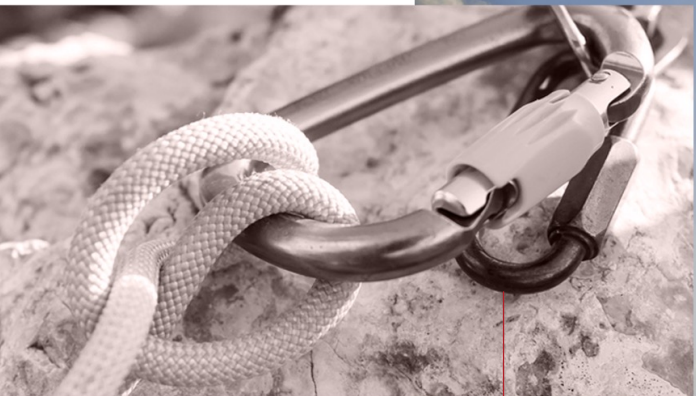


THE ESSENCE



OF FREEDOM



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

Principaux points à retenir

- Ce premier semestre a été le pire pour l'indice S&P500 depuis plus de 40 ans, seul le secteur de l'énergie affichant des performances positives. Le deuxième trimestre a été particulièrement difficile pour les actions américaines, l'Eurostoxx50 et le CSI 300 ayant surperformé le S&P500 de 6,75% et 23,40% respectivement.
- Alors que l'inflation continue de surprendre à la hausse, les banques centrales du monde entier sont également devenues encore plus belliqueuses que prévu. Après que la Fed a relevé ses taux de 75 points de base, le plus haut niveau depuis 1994, la Banque nationale suisse a également procédé à une hausse inattendue de 50 points de base.
- Dans ce contexte de hausse de l'inflation et de resserrement des conditions financières, le rendement du Trésor américain à 10 ans a clôturé le mois juste au-dessus de 3 % et le rendement du Bund a atteint 1,34 %. Afin d'apaiser les craintes de fragmentation de la zone euro, la BCE a discuté de la nécessité d'un outil permettant d'éviter le stress parmi les crédits souverains inférieurs.
- Les performances des actifs financiers ont été affectées par les craintes de récession, car les indicateurs macroéconomiques ont été inférieurs aux attentes des économistes, les indices PMI étant légèrement supérieurs à un niveau de contraction.
- Nous ne sommes pas encore certains de pouvoir parler d'un pic des rendements, mais il peut être approprié de dire que les rendements à revenu fixe ont atteint leur niveau le plus bas, car les revenus d'intérêts devraient maintenant compenser la dernière partie des pertes en capital dues à une hausse des rendements.
- Les valorisations de l'indice S&P500 sont désormais inférieures à leurs moyennes décennales, ce qui pourrait se traduire par des rendements moyens élevés à un chiffre à moyen/long terme. Néanmoins, les banques centrales continuant à retirer des liquidités du marché, nous pensons que la volatilité à court terme devrait rester élevée.
- Les inquiétudes concernant l'inflation et le ralentissement mondial ayant marqué le premier semestre de l'année, le dollar américain en a bénéficié, jouant son rôle de valeur refuge. Par rapport à l'euro, le dollar se négocie déjà à un niveau proche de son plus haut niveau depuis 20 ans. D'autre part, le JPY s'est fortement déprécié par rapport au dollar, l'inflation et les taux restant faibles au Japon. Enfin, la hausse surprise des taux en Suisse a poussé l'EUR/CHF à se négocier en dessous de la parité.

Revue de juin : La BNS a relevé ses taux contre toute attente.

Pour la première fois depuis septembre 2007, la Banque nationale suisse a relevé ses taux directeurs de 0,50 pdb, portant le taux à -0,25 %. Elle suit ainsi les traces de la Réserve fédérale américaine, qui a relevé ses taux de 0,75 pdb pour la troisième fois cette année. Le 30 juin aura mis fin à ce qui aura été l'un des pires premiers semestres depuis plus de 40 ans pour le S&P500. Les principaux indices boursiers développés ont perdu plus de 7% au cours du mois de juin, tandis que les indices chinois ont gagné entre 7,20% (HSCEI) et 12,15% (CSI 300).

Les indices américains ont tous affiché une performance négative de plus de -8%, à l'exception du Dow Jones qui a perdu -6,56%. Le Nasdaq a terminé le deuxième trimestre en baisse de -22,27%, suivi par le Russell 2000 à -17,21%, le S&P500 à -16,11% et le Dow Jones à -10,78%.

En Europe, le scénario a été identique, les indices perdant entre -3,07% (PSI 20) et -12,85% (FTSE MIB) en juin. Il convient de noter que le deuxième trimestre de cette année a été particulièrement difficile pour les États-Unis, l'Eurostoxx50 et le CSI 300 ayant surperformé le S&P500 de 6,75% et 23,40% respectivement.

Le secteur de l'énergie reste le seul secteur américain à être positif depuis le début de l'année, avec une hausse de 31,64 % sur 6 mois.

L'indice du dollar a encore augmenté de 2,88 % à 104,685, soit une hausse de 9,42 % depuis le début de l'année.

Le yen a affiché la plus forte perte sur 6 mois contre le billet vert, avec une chute vertigineuse de 17,94%, suivi par le câble, en baisse de 10%, l'EUR/USD -7,79% et l'USD/CHF +4,62%.

Le rendement du Trésor américain à 10 ans a clôturé le mois juste au-dessus de 3 %, soit une appréciation de 17 points de base. "Le rendement du Bund a augmenté de 21 points de base pour atteindre 1,34 %. Les indices obligataires ont repris leur correction, les indices Bloomberg Global High Yield et JPMorgan EMBI chutant respectivement de 7,53 % et 5,54 %, tandis que les indices Bloomberg Global Aggregate et Core Developed Govt perdaient 3,21 % et 1,22 %, soulignant une nouvelle fois le mouvement vers la qualité du crédit.

L'indice Bloomberg des matières premières s'est contracté de 10,88% à 117, entraîné par le gaz naturel qui a chuté de 33,41%.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,785	-0.86	-0.24	-8.26	-16.11	-19.97	15
Nasdaq	11,029	-1.33	-1.80	-8.65	-22.27	-29.22	20
Russell 2000	1,708	-0.66	-0.15	-8.23	-17.21	-23.45	16
Euro Stoxx 50	3,455	-1.69	0.54	-8.74	-9.35	-17.39	10
Stoxx 600 EUR	407	-1.50	1.21	-8.00	-9.08	-14.42	11
FTSE 100	7,169	-1.94	2.13	-5.53	-3.80	-1.01	10
SMI	10,741	-0.65	2.75	-7.49	-10.48	-14.31	14
NIKKEI 225	26,393	-1.54	0.97	-3.14	-5.02	-7.32	14
CSI 300 China	4,485	1.55	3.47	10.43	7.29	-8.30	12
MSCI EM Index	1,001	-1.20	0.78	-6.63	-11.40	-17.57	10

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,785	-0.86	-0.24	-8.26	-16.11	-19.97	15
UTILITIES	356	1.10	3.38	-4.98	-5.09	-0.56	19
ENERGY	546	-2.04	1.39	-16.91	-5.29	31.64	9
TELECOM	186	-1.56	-1.45	-7.69	-20.71	-30.16	13
CONS STAPLES	750	0.05	0.84	-2.50	-4.62	-5.58	19
REAL ESTATE	256	0.07	-0.21	-6.90	-14.72	-20.11	33
CONS DISCRET	1,078	-1.54	-3.03	-10.80	-26.16	-32.82	18
MATERIALS	463	-1.18	0.12	-13.84	-15.90	-17.90	13
HEALTH CARE	1,494	-0.31	0.83	-2.66	-5.91	-8.33	16
INFO TECH	2,223	-1.33	-1.30	-9.32	-20.24	-26.91	18
FINANCIALS	523	-0.87	0.88	-10.90	-17.50	-18.73	11
INDUSTRIALS	738	0.30	1.76	-7.40	-14.78	-16.79	15

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	104.685	-0.40	0.24	2.88	6.48	9.42
EUR-USD	1.0484	0.40	-0.37	-2.33	-5.27	-7.79
USD-JPY	135.72	-0.64	0.57	5.48	11.52	17.94
USD-CHF	0.9551	0.01	-0.60	-0.46	3.53	4.62
EUR-CHF	1.0011	0.41	-1.02	-2.77	-1.97	-3.51
GBP-USD	1.2178	0.45	-0.67	-3.36	-7.31	-10.01
EUR-GBP	0.8609	-0.07	0.31	1.07	2.20	2.33
JP EM FX Index	51.64	0.10	0.00	-2.16	-3.46	-1.75

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	3.01	-8	-7	17	150	150
Germany	1.34	-18	-9	21	151	151
UK	2.23	-16	-9	13	126	126
SWITZERLAND	1.07	-17	-16	18	120	120
Japan	0.23	-0	-0	-1	16	16
US IG Spread	169	4	7	29	69	69
US High Yield spread	591	21	44	168	321	321
EUR High Yield spread	681	41	64	178	335	335

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	117.0	-4.28	-3.19	-10.88	-5.92	18.03
Gold Spot \$/OZ	1807.3	-0.58	-0.85	-1.64	-6.72	-1.20
Crude Oil WTI	105.8	-3.66	-0.34	-7.77	5.46	37.37

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	28.7	0.55	-0.34	2.52	39.64	11.49

Source: Bloomberg 06/30/2022

Macro et taux : **Risque de récession**

La guerre contre l'inflation est "inconditionnelle". Ce mois-ci, la traduction de cette phrase est claire. Inattendu ou non, les banques centrales agissent sans concession pour normaliser les taux de la politique monétaire, parfois de manière brutale.

"Tout ce qu'il faut" n'est pas favorable au marché. Les banques centrales occidentales sont à fond contre l'inflation. Aux États-Unis, la Fed a procédé à une hausse de 75 points de base en juin. Si cette décision n'était pas totalement inattendue, elle a entraîné un niveau de volatilité inattendu sur les marchés financiers. La Banque d'Angleterre (BoE) a également déclenché sa quatrième hausse de taux en 2022, portant son taux d'escompte officiel à 1,25 %. Même la Banque nationale suisse (BNS), habituellement très placide, a surpris le marché avec une hausse de 50 points de base et une déclaration martiale. La Banque centrale européenne (BCE), de son côté, a confirmé sa décision d'accélérer la remontée de ses taux et de discuter de la nécessité d'un outil pour éviter la "fragmentation" parmi les crédits souverains inférieurs en Europe. Seul le Japon, qui tente de générer de l'inflation depuis plusieurs décennies, tient bon et laisse sa politique monétaire inchangée.

Alors que les banques centrales concentrent leurs hausses de taux d'intérêt et accélèrent le rythme du resserrement monétaire, nous commençons à observer une faiblesse économique et une détérioration des données macroéconomiques. Si l'inflation reste la préoccupation immédiate, les mots "récession" et "atterrissage brutal" deviennent viraux.

Plusieurs indicateurs macroéconomiques ont été nettement inférieurs aux estimations du consensus. Les indices PMI du monde entier, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, ont considérablement ralenti en juin, flirtant avec le niveau 50, voire déjà en dessous dans certains pays. Aux États-Unis, les ventes au détail ont affiché leur première baisse en cinq mois lors de la dernière publication et la croissance des salaires a montré des signes de faiblesse, les ventes de maisons existantes ont diminué pour un quatrième mois consécutif en raison de la hausse des taux.

En Europe, l'inflation est liée à l'énergie, aussi le fait de voir la confiance des consommateurs approcher son plus bas niveau depuis 40 ans est une préoccupation sans effet secondaire positif. L'enquête ZEW de juin en Allemagne est restée négative, l'inflation espagnole a atteint un taux à deux chiffres à 10,2 % en glissement annuel. Au Royaume-Uni, le PIB s'est contracté de -0,3 % en avril et l'inflation a atteint en mai un nouveau record sur 40 ans, à 9,1 %.

Seule la Chine semble isolée. L'inflation reste relativement contenue avec un IPC de 2,2%. La production industrielle et les ventes au détail, toujours en demi-teinte, ont dépassé les attentes et surtout, les plus grandes villes de Chine enregistrent zéro cas de Covid. Après une lutte difficile contre le Covid, Shanghai et Pékin ont maintenant atteint zéro cas transmis localement, pour la première fois depuis la mi-février. Cela a conduit au premier assouplissement des restrictions sur les voyages internationaux depuis plus de deux ans.

L'impact de la forte normalisation des politiques n'est pas seulement visible dans l'activité économique. La perspective d'une récession est palpable dans le complexe des matières premières et les taux.

Les matières premières ont enregistré leur premier mois de rendement négatif depuis novembre de l'année dernière. Le cuivre, particulièrement sensible aux conditions macroéconomiques, est tombé en territoire de marché baissier, et les prix du pétrole, malgré la guerre qui continue de faire rage en Ukraine, sont en baisse après un double sommet en juin. S'il est trop tôt pour crier victoire sur l'inflation, l'action déflationniste des prix des matières premières observée récemment est encourageante pour les mois à venir, comme le reflètent certains indices d'anticipation d'inflation.

Les taux d'intérêt tendent à s'accorder avec l'idée que l'inflation a peut-être atteint un pic ou devrait en être proche. Les acteurs du marché, stimulés par les craintes de récession et la baisse des attentes en matière d'inflation, optent pour une Fed beaucoup moins agressive qu'il y a quelques semaines. En effet, le pic du Fed fund est désormais évalué à 3,4 % d'ici février 2023, suivi d'une première baisse de taux dès mai 2023.

Les matières premières nous disent-elles quelque chose ? Pour sûr, oui : un fort ralentissement est en train de se produire, en supposant qu'une récession puisse être évitée. Dans ce contexte, une mauvaise nouvelle concernant la croissance ne pourrait être une bonne nouvelle pour les marchés que si elle implique une certaine détente de l'inflation. À ce stade, une pause dans la reprise des matières premières, combinée à un désengorgement des chaînes d'approvisionnement mondiales, serait encourageante pour atténuer les pressions sur les prix.

Revenu fixe : Le marché obligataire est-il au plus bas ?

"Nous comprenons mieux à quel point nous comprenons peu l'inflation". Jerome Powell n'aurait pas pu être plus transparent. Lors du forum de la BCE le 29 juin, le président de la Fed a remis en cause le modèle de la courbe de Philipps et sa capacité à produire de l'inflation par le fait que certaines données manquaient au modèle, notamment que le modèle ne prenait pas en compte l'effondrement récent de l'offre.

La publication du rapport sur l'inflation aux États-Unis, le 10 juin, a été un choc pour les marchés financiers. L'IPC global et l'IPC de base ont tous deux dépassé les attentes, le chiffre global atteignant un nouveau pic de 8,6 % en glissement annuel. Si le niveau de l'IPC global n'est pas un record, l'ampleur du choc inflationniste l'est. En d'autres mots, l'inflation est un problème et la Fed est en retard sur la courbe. C'était sans aucun doute la conclusion du FOMC, qui a livré ce qui avait été rejeté il y a six semaines : une hausse des taux de 75 points de base poussant le rendement à 10 ans des États-Unis à 3,5 %, le sommet de ce cycle jusqu'à présent, avant de tomber rapidement sous les 3 % en raison de données macroéconomiques médiocres.

Doit-on considérer qu'un pic de rendement a été atteint ?

Tout d'abord, il est important de reconnaître qu'un creux dans les rendements du marché obligataire n'est pas synonyme d'un sommet dans les rendements du marché obligataire.

Si l'on examine la durée des cycles de resserrement de la Fed, de la première à la dernière hausse, on constate qu'il est assez fréquent que le rendement du marché obligataire (défini comme l'indice Bloomberg Treasury Total Return) atteigne son point le plus bas peu après le début d'un cycle de resserrement, s'il ne l'a pas déjà fait avant la première hausse des taux.

Bien sûr, il n'est pas toujours évident de savoir quand la fin du cycle aura lieu. Les prix actuels du marché prévoient mars prochain, ce qui impliquerait un pic des rendements à 10 ans aux alentours du Nouvel An ou après. Toutefois, le scepticisme quant à la possibilité que le cycle de resserrement dure neuf mois de plus se fait jour. Les données macroéconomiques récentes suggèrent certainement le risque d'une fin abrupte du cycle de resserrement si la trajectoire actuelle persiste.

Ainsi, s'il est peut-être prématuré de parler d'un pic des rendements, il pourrait être approprié de dire que les rendements des titres à revenu fixe ont atteint leur niveau le plus bas, du moins en termes nominaux.

Trésor américain à 10 ans inférieur à 3



Source : Bloomberg

Longueur du cycle de l'alimentation

CYCLE START	CYCLE LENGTH (TRADING DAYS)	DAYS UNTIL TREASURY INDEX BOTTOM	DAY UNTIL 10Y HIGH
2/4/1994	259	66	196
3/25/1997	1	0	0
6/30/1999	230	29	146
6/30/2004	522	0	520
12/16/2015	1	0	0
12/14/2016	526	2	496
3/16/2022	72	64	64

Source : Bloomberg

Le rendement total du Trésor américain pourrait



Source : Bloomberg

Actions : S&P 500 avec le pire premier semestre depuis 1970.

Le premier semestre s'est terminé par un mois difficile au cours duquel les investisseurs ont été confrontés à la décision de la Fed de relever les taux de 75 points de base au lieu des 50 points de base prévus précédemment (il s'agit de la plus forte hausse depuis 1994), alors que les pressions inflationnistes se sont intensifiées, l'IPC ayant connu une accélération inattendue en mai, passant de 8,3 à 8,6 %. *Cela a conduit les marchés à corriger sensiblement sur fond de nouveau resserrement des conditions monétaires, le S&P 500 ayant chuté de plus de 8 % en juin et perdu environ 20 % au cours du premier semestre de cette année.*

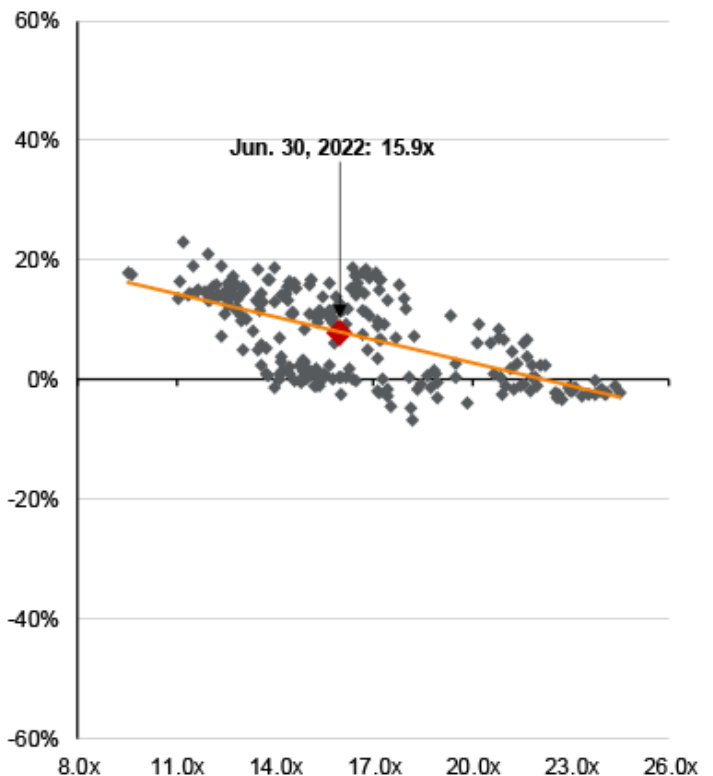
Pour la seconde moitié de l'année, un certain nombre de risques continueront à faire peser des incertitudes sur la performance des actions : des pressions inflationnistes (qui pourraient ne pas diminuer comme prévu par la banque centrale), des dépenses des ménages qui diminuent (en raison de la baisse du pouvoir d'achat), des embauches qui diminuent, et des investissements qui sont également réduits. La guerre qui se poursuit en Europe, sans fin en vue, continuera d'assombrir les actions européennes, notamment parce que le continent est confronté à sa dépendance à l'énergie russe qui pourrait entraîner des réductions de la production industrielle. Avec tous ces risques, la probabilité que les banques centrales soient incapables d'assurer un atterrissage en douceur augmente, et la probabilité d'une récession au cours des 12 prochains mois s'est accrue. D'un autre côté, en Asie, un assouplissement des restrictions de quarantaine serait positif pour les actions locales et pourrait être la clé pour débloquer la confiance mondiale, car la diminution des perturbations de la chaîne d'approvisionnement pourrait réduire l'inflation.

Alors que nous approchons du début de la saison des résultats du deuxième trimestre, le pouvoir de fixation des prix des entreprises sera déterminant, car les investisseurs comprennent mieux si et dans quelle mesure les entreprises sont en mesure de répercuter l'augmentation des coûts sur le consommateur. On s'attend à ce que la marge bénéficiaire nette s'établisse à 12,4 %, en ligne avec celle observée au quatrième trimestre 2021 et légèrement supérieure aux 12,3 % du premier trimestre de cette année. Pour le T2, selon Factset, les bénéfices devraient augmenter de 4,1 % (en dessous des 5,9 % attendus le 31^{er} de mars). Malgré cette baisse, *pour l'ensemble de l'année civile, les bénéfices du S&P500 devraient encore croître de 10,2 %, les revenus augmentant de 10,7 %.*

Aux niveaux actuels, les valorisations commencent à être attrayantes dans un contexte à plus long terme, le ratio C/B à terme se négociant autour de 16x, soit un niveau inférieur à sa moyenne sur 10 ans. Compte tenu de la relation historique entre les ratios C/B et les rendements futurs, il commence à être raisonnable de s'attendre à ce que les actions américaines produisent des rendements annuels proches de 10 % au cours de la prochaine décennie.

Pour le moyen/long terme, les perspectives sont désormais plus favorables. Néanmoins, les vents contraires à court terme persistent et il reste donc important d'avoir une exposition équilibrée aux actions, avec à la fois de la valeur et de la croissance dans le portefeuille, ainsi que des valeurs cycliques et défensives. Les marchés d'actions mondiaux n'ont peut-être pas encore atteint leur niveau le plus bas, car les indicateurs techniques indiquent toujours la possibilité d'un nouveau repli de 10 %, et nous sommes également encore à 10 % du repli moyen d'un marché baissier. Néanmoins, comme le bruit qui entoure la question de savoir si une récession se produira ou non et quelle sera sa force, il est important de garder à l'esprit que les rendements des actions ont tendance à atteindre leur niveau le plus bas pendant ou avant les récessions (car les marchés sont tournés vers l'avenir).

Forward P/E and subsequent 5-yr. annualized returns
S&P 500 Total Return Index



Source : J.P Morgan

Forex et matières premières : L'USD règne, l'EUR/CHF est en dessous de la parité, le JPY se retourne ?

Les inquiétudes persistantes concernant l'inflation, le marché baissier et le ralentissement mondial ont rendu le premier semestre de l'année très mauvais pour les actifs financiers, à l'exception du dollar américain.

Cette "classe d'actifs" devient essentielle pour les investisseurs non américains qui cherchent à réduire leur exposition aux actifs risqués et à se couvrir contre la stagflation. Le flux d'investisseurs mondiaux qui se jettent sur le dollar n'est pas passé loin de nouveaux records en juin. Compte tenu de la politique actuelle (la Fed réagit vigoureusement à une inflation élevée), l'indice du dollar pourrait continuer sur la même tendance et atteindre un nouveau sommet du XXI^e siècle d'ici la fin juillet. Techniquement, un glissement de l'EUR/USD en dessous de 1,04 pourrait conduire la paire de devises vers le plus bas niveau de juin à 1,0359. La rupture de ce support exposera l'actif à plus de baisse avec un nouveau bas possible à 1,02. Un scénario baissier sur le dollar est possible si les investisseurs commencent à percevoir une combinaison de taux d'intérêt américains ayant atteint un sommet et de données stabilisées dans la zone euro. Un tel scénario impliquerait une migration des investisseurs du dollar vers l'euro.

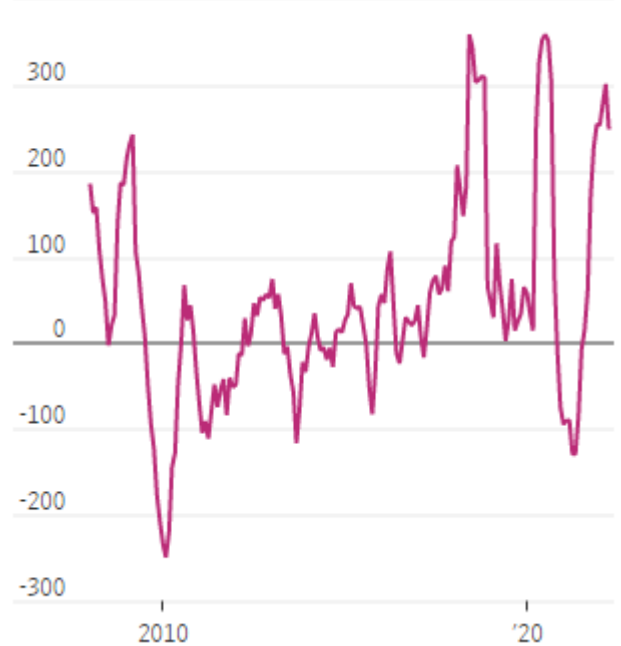
Le yen japonais, historiquement considéré comme un investissement sûr, présente aujourd'hui une situation différente de celle de l'USD.

Le yen, martelé par la politique de la banque centrale du Japon consistant à maintenir les taux autour de zéro, a altéré le statut de valeur refuge de la monnaie. La BoJ a réaffirmé fin juin que la hausse des taux d'intérêt pourrait nuire à l'économie japonaise, qui doit faire face à un faible niveau d'inflation. La paire USD/JPY pourrait tester le sommet d'octobre 1998 à 136,89. Cependant, le maintien de cette politique à long terme n'est pas viable pour la BoJ. Selon des prévisions récentes, l'inflation au Japon s'accroît, l'IPC devant augmenter de 1,9 % en mars 2023. Cette accélération est due à la hausse des coûts des carburants et des matières premières (le Japon étant un importateur net de produits). Par conséquent, la BoJ pourrait être obligée d'ajuster sa politique ultra-allégée d'ici un an.

Quant au franc suisse, le récent et surprenant relèvement des taux d'intérêt par la BNS le 16 juin a fait grimper le franc suisse en flèche.

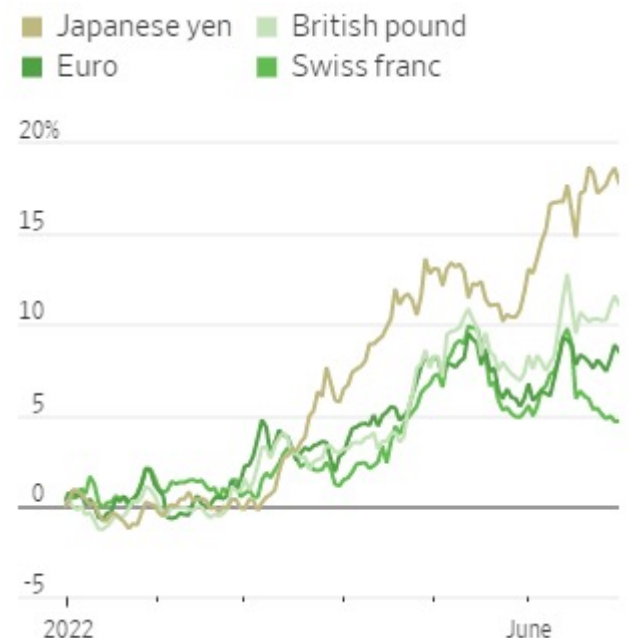
L'EUR/CHF se négocie désormais en dessous de la parité et le dollar est tombé jusqu'à 0,95. La dernière déclaration de la BNS a confirmé la nécessité de continuer à resserrer la politique monétaire pour freiner la hausse de l'inflation, mais le moment où cela se produira est encore imprévisible. De plus, de nouveaux flux d'investisseurs vers le CHF devraient arriver suite aux inquiétudes croissantes concernant la résurgence de la crise de la dette dans la zone euro. Le franc suisse devrait donc rester fort.

Variation de l'afflux de capitaux américains à court terme
\$400 billion



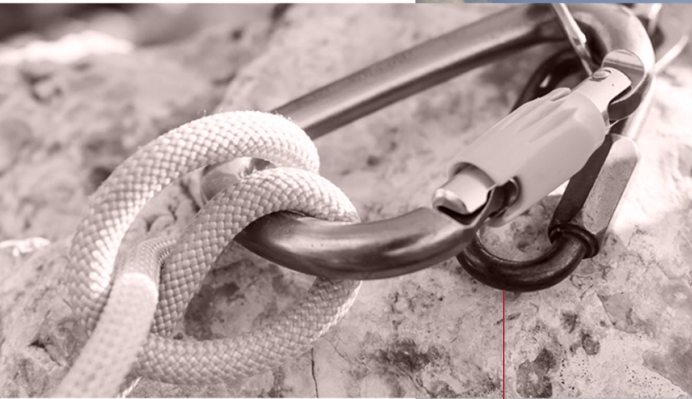
Source : WSJ

Les gains des États-Unis en % par rapport à certaines devises



Source : WSJ

THE ESSENCE



OF FREEDOM



En choisissant Cité Gestion, vous bénéficierez 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.