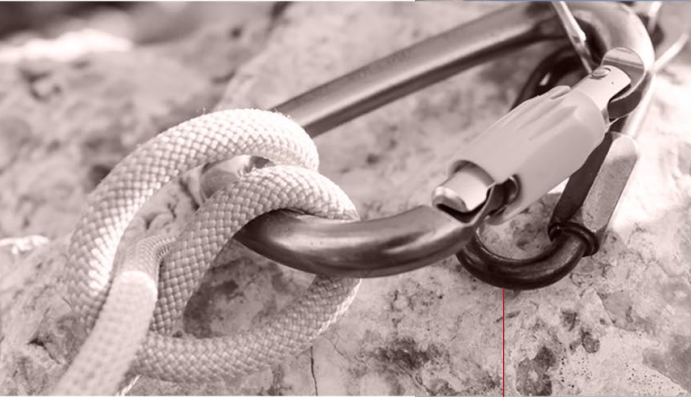


# THE ESSENCE

# OF FREEDOM



1. Macroéconomie et taux
2. Revenu fixe
3. Actions
4. Devises et matières premières

## Points clés

- Le S&P500 a débuté le mois de novembre dans le rouge, les acteurs du marché s'inquiétant de la réunion de la Fed. Toutefois, l'inflation plus faible que prévu et le ton plus accommodant de la Fed ont soutenu les actifs risqués, ainsi qu'une dépréciation du dollar américain.
- Le rapport d'octobre sur le recul de l'inflation américaine publié le 14 novembre a stimulé toutes les classes d'actifs, des actions aux obligations. L'inflation sous-jacente, à 6,3 % en glissement annuel, reste très élevée en valeur absolue. En raison du type de cycle d'inflation, il est bien trop tôt pour que les banques centrales assouplissent leur politique monétaire.
- La courbe américaine fortement inversée, avec les 2s10s à -80 pb, reflète une perception accrue du risque de récession. Alors que les indices PMI manufacturiers signalent une contraction, l'indice ISM des services a surpris à la hausse. Cela ne laisse guère penser que l'économie américaine ralentit autant que la Fed le souhaite.
- Les chiffres du marché du travail aux États-Unis ont indiqué une croissance de l'emploi supérieure aux attentes. Pour que la Fed change de ton, il faut que le marché du travail ralentisse et que les pressions inflationnistes structurelles s'atténuent, ce qui n'est pas encore le cas.
- Les obligations Investment Grade offrent un spread satisfaisant pour les échéances supérieures à 1 an. Nous continuons de recommander de prendre de nouvelles positions sur la partie courte de la courbe.
- Après un mois de novembre positif, l'indice Dow Jones Industrial Average est entré en phase haussière et a clôturé plus de 20 % au-dessus du plus bas atteint en septembre 2022. Techniquement, le marché actions semble suracheté. Nous pensons désormais que le couple rendement/risque à court terme des actions est moins attractif, et nous suggérons de mettre en place des solutions de couverture.
- L'euro a enregistré la plus forte appréciation mensuelle par rapport à l'USD (+5,3 %) depuis septembre 2010. Le yuan s'est apprécié face au dollar, après huit mois consécutifs de dépréciation, grâce aux perspectives d'assouplissement des restrictions liées à la Covid.
- En ce qui concerne les matières premières, l'UE et le G7 ont convenu d'un plafond de 60 dollars/baril sur les achats de pétrole brut russe, ce qui est ressorti inférieur au prix de 65 à 70 dollars initialement suggéré.

## Analyse : Le rebond se poursuit

Aux États-Unis, le S&P500 a démarré le mois de novembre dans le rouge, les acteurs du marché s'inquiétant de la réunion de la Fed, qui a une nouvelle fois relevé les taux d'intérêt de 75 pb, soit la quatrième hausse consécutive de 0,75 %, portant son taux directeur à 3,75 %. Deux jours plus tard, les chiffres de l'emploi non agricole ont confirmé la bonne santé du marché du travail américain, faisant craindre une politique monétaire restrictive plus longue que prévu. Nous avons dû attendre les chiffres d'inflation supérieurs aux attentes le 10 novembre (inflation globale +7,7 %/inflation sous-jacente +6,3 % en glissement annuel vs consensus +7,9 %/+6,5 %), pour que le marché change de cap et marque une nette progression.

En Europe, l'Eurostoxx50 a démarré le mois en fanfare, poursuivant le rebond entamé le mois précédent.

En Chine, les manifestations contre la politique « zéro covid » ont conduit le gouvernement à assouplir les restrictions. Le gouvernement a également mis en place un plan de sauvetage massif pour aider le secteur du logement. Cette nouvelle a rassuré les investisseurs qui ont commencé à reconsidérer la Chine comme « investissable ».

Les principaux indices actions ont enregistré un deuxième mois consécutif de hausse, en particulier l'indice Hang Seng China Enterprises (HSCEI), qui a clôturé le mois à +29,11 %.

Aux États-Unis, le Dow Jones a enregistré la plus forte progression avec une hausse de 6,04 %, suivi du S&P500 à +5,59 %, du Nasdaq à +4,51 % et enfin de l'indice Russell à +2,31 %.

L'Europe a de nouveau surperformé les États-Unis pour terminer à +9,73 %.

Côté obligataire, l'indice BBG Global Aggregate a clôturé le mois en hausse de 4,71 %, l'indice EMBI de 6,61 % et l'indice Global High Yield de 5,61 %.

Côté obligataire, l'indice BBG Global Aggregate a clôturé le mois en hausse de 4,71 %, l'indice EMBI de 6,61 % et l'indice Global High Yield de 5,61 %.

L'indice DXY s'est contracté de 5,28 % pour s'établir à 105,95.

Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a clôturé le mois en baisse de 44 pb, le Bund allemand de 21 pb et le Gilt britannique a également reculé de 36 pb.

L'indice Bloomberg Commodity a progressé de 2,38 % pour terminer le mois à 116,1.

L'indice VIX continue de décliner, terminant juste au-dessus de 20.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,080	3.12	1.35	5.59	8.56	-13.12	17
Nasdaq	11,468	4.42	1.63	4.51	4.38	-26.12	22
Russell 2000	1,887	2.74	1.28	2.31	11.10	-14.94	20
Euro Stoxx 50	3,965	0.77	0.48	9.73	15.36	-4.70	12
Stoxx 600 EUR	440	0.63	0.31	6.92	8.90	-6.80	12
FTSE 100	7,573	0.81	1.57	7.12	7.23	6.15	10
SMI	11,128	0.45	0.30	2.77	3.74	-11.11	16
NIKKEI 225	27,969	-0.21	-0.52	1.38	6.97	-0.86	15
CSI 300 China	3,853	0.12	2.11	9.83	-13.13	-20.34	11
MSCI EM Index	972	2.03	4.32	14.85	-1.43	-18.71	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,080	3.12	1.35	5.59	8.56	-13.12	17
UTILITIES	361	2.56	1.36	7.02	2.68	2.10	19
ENERGY	694	0.55	-1.18	1.26	29.27	70.17	9
TELECOM	173	4.92	2.23	6.85	-6.60	-34.77	14
CONS STAPLES	804	1.91	1.29	6.37	8.31	2.26	21
REAL ESTATE	246	2.35	1.84	6.90	-2.94	-22.47	34
CONS DISCRET	1,134	3.58	2.56	0.99	5.63	-29.04	21
MATERIALS	520	2.44	0.47	11.76	13.14	-7.11	17
HEALTH CARE	1,619	2.45	2.08	4.82	9.04	-0.04	18
INFO TECH	2,372	5.05	1.13	6.03	7.22	-21.63	20
FINANCIALS	602	1.68	0.97	7.04	16.16	-5.59	12
INDUSTRIALS	858	1.62	0.80	7.85	17.07	-2.59	18

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	105.95	-0.82	-0.12	-5.00	1.21	10.75
EUR-USD	1.0406	0.74	0.09	5.30	-0.74	-8.48
USD-JPY	138.07	-0.40	-1.10	-7.15	1.73	19.98
USD-CHF	0.9457	-0.84	0.32	-5.55	-0.98	3.59
EUR-CHF	0.9841	-0.12	0.44	-0.58	-1.70	-5.15
GBP-USD	1.2058	0.89	0.02	5.14	-0.99	-10.89
EUR-GBP	0.8630	-0.15	0.07	0.11	0.24	2.58
JP EM FX Index	50.28	0.44	0.83	3.00	-2.64	-4.35

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	3.61	-14	-9	-44	210	210
Germany	1.93	1	0	-21	211	211
UK	3.16	6	15	-36	219	219
SWITZERLAND	1.11	5	11	-5	125	125
Japan	0.25	0	0	1	18	18
US IG Spread	145	0	4	-26	45	45
US High Yield spread	501	-2	8	-9	231	231
EUR High Yield spread	511	-4	-11	-86	165	165

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	116.1	0.75	-0.39	2.38	-0.85	17.02
Gold Spot \$/OZ	1768.5	1.07	1.08	8.26	-2.14	-3.32
Crude Oil WTI	80.6	3.01	3.48	-6.91	-23.84	4.62

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	20.6	-1.31	0.23	-5.30	-28.32	3.36

Source: Bloomberg 11/30/2022

## Macro & Taux : Une bonne nouvelle reste une bonne nouvelle, mais...

*Le mois de novembre a montré que l'environnement macroéconomique, et donc la politique monétaire, sont le seul moteur des marchés financiers à l'heure actuelle.*

Le rapport d'octobre sur l'inflation américaine publié le 14 novembre a redonné un coup d'épée à toutes les classes d'actifs, des actions aux obligations, ce qui s'est traduit par une nouvelle baisse du dollar américain.

Il est certain qu'il s'agissait d'une bonne nouvelle cette fois-ci et, plus important encore, que les marchés financiers y étaient préparés.

Et il ne fait aucun doute que les chiffres de l'inflation étaient positifs. En effet, les prix des biens essentiels ont connu leur plus forte baisse mensuelle depuis mars de cette année et ont donc confirmé que les effets du choc d'offre, qui était le point de départ de cette période d'inflation, s'atténuent. Cette évolution est clairement encourageante et constitue un premier pas dans la bonne direction.

Par conséquent, la Réserve fédérale est susceptible de ralentir le rythme des hausses de taux, ce qui a été salué par les marchés financiers.

Cela dit, on peut se demander si les marchés ne se sont pas un peu trop avancés et s'ils n'ont pas mal interprété le message de la Fed. Certes, un relèvement de taux de 50 pb en décembre représente une amélioration par rapport aux dernières réunions, qui ont abouti à des hausses de 75 pb. Mais il s'agit tout de même d'une augmentation significative d'un demi point de pourcentage, ce qui n'indique en rien la fin du cycle.

*L'inflation sous-jacente, à 6,3 % en glissement annuel, reste très élevée en termes absolus. Compte tenu de la nature de ce cycle d'inflation, nous pensons qu'il est beaucoup trop tôt pour que les banques centrales déclarent victoire et mission accomplie.*

Les banques centrales auront besoin d'autres preuves confirmant que les pressions inflationnistes se sont résorbées. L'effet retardé des hausses de taux agressives en début d'année est sur le point d'entraîner une baisse du taux d'inflation (désinflation). Mais nous pensons que la désinflation à venir sera probablement cyclique et que l'inflation ne peut qu'être structurellement plus ancrée et plus forte.

On observe beaucoup de facteurs qui vont dans cette direction : la démondialisation, les politiques climatiques qui induisent des investissements massifs dans l'économie verte, les mesures de relance gouvernementales pour éviter les troubles sociaux dus à la crise énergétique. Si l'on y ajoute le fait que les chaînes d'approvisionnement ont été relocalisées des pays à faible coût vers des pays moins hostiles, et l'idée que les États-Unis et l'Europe maintiendront des sanctions contre la Russie même après la fin de la guerre, on obtient un cocktail parfait pour les pressions inflationnistes structurelles.

*L'inversion de la courbe des taux américaine plaide en faveur d'une récession et les données macroéconomiques présentent un tableau mitigé pour le moment.*

La forme de la courbe américaine, fortement inversée avec les 2010s à -80 pb, reflète une perception accrue du risque de récession. Les indices PMI manufacturiers indiquent déjà une contraction de l'activité, avec des signes de faiblesse de la demande, l'inflation freinant le pouvoir d'achat. À l'inverse, l'indice ISM des services a surpris à la hausse avec un chiffre de 56,5 contre une prévision de 53,5, la composante de l'activité des entreprises passant de 55,7 à 64,7, le plus haut niveau de l'année. Cela ne laisse guère penser que l'économie américaine ralentit autant que la Fed le souhaite.

Les chiffres du marché du travail récemment publiés aux États-Unis ont révélé une croissance de l'emploi supérieure aux attentes (263k créations de postes contre 200k attendues) et, plus important encore, une hausse des salaires nettement plus forte que prévu (0,6 % contre 0,3 % attendu). Le taux d'emploi s'est effondré à 62,1 %, soulignant le resserrement de l'offre de main-d'œuvre.

*Dans l'ensemble, les données récentes indiquent qu'un ralentissement de l'activité est en place, mais aussi que certains facteurs forts, à la fois au niveau de l'inflation et du marché de l'emploi américain, laissent penser que le travail de la Fed n'est pas encore terminé. Un changement de ton de la Fed nécessite à la fois un ralentissement du marché de l'emploi et un apaisement des pressions inflationnistes structurelles, lesquels n'ont pas encore eu lieu.*

Dans l'intervalle, les marchés continueront d'anticiper ce retournement de manière prématurée, passant de l'euphorie à la désillusion jusqu'à ce que la situation devienne claire. En conséquence, les marchés financiers devraient rester coincés dans des fourchettes bien établies dans les mois à venir, avec le sentiment que les actions flirtent avec le haut de la fourchette et que les rendements américains à 10 ans ont atteint des plus bas.

## Obligations : Tout est une question d'inflation

La Fed a deux objectifs d'inflation clés : d'une part, une inflation PCE inférieure à 2 % en moyenne au fil du temps et, d'autre part, des anticipations d'inflation à long terme bien ancrées autour de 2 %. Les anticipations d'inflation à long terme étant désormais très proches de 2 %, au moins une condition préalable à une pause de la Fed est en place.

*L'inflation glissante, bien qu'orientée à la baisse, n'est toutefois pas encore proche du niveau de 2 %. La dernière estimation de l'IPC s'est établie à 7,7 % en glissement annuel et l'indice PCE s'est établi à 6 % en glissement annuel. Par conséquent, la deuxième condition préalable à une pause de la Fed n'est pas en place, même si nous allons dans la bonne direction. Compte tenu de cette situation intermédiaire, la Fed devrait adopter un rythme plus lent et procéder à des hausses plus modestes dans les mois à venir.*

Les marchés obligataires ont déjà réagi et ont enregistré des performances positives en novembre : L'indice Bloomberg Global Aggregate Treasuries TR en USD a progressé de 4,9 %, le Bloomberg Global Aggregate Corporate TR en USD a gagné 5 % et le JPM EMBI Global Diversified Composite a bondi de 6,7 %.

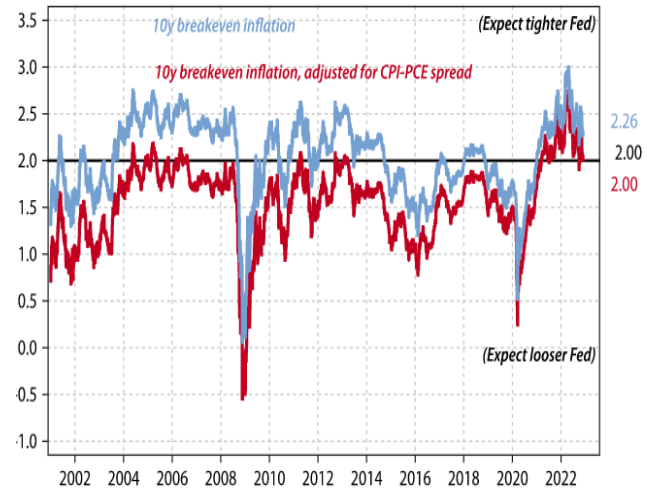
*La baisse inattendue de l'IPC en glissement annuel de 8,2 % à 7,7 % (contre 7,9 % attendu) publié le 10 novembre a entraîné une forte baisse des rendements des bons du Trésor. Ce jour-là, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a baissé de 28 pb. Depuis lors, la baisse des rendements « core » s'est poursuivie et le rendement à 10 ans est passé de son plus haut récent de 4,33 % à 3,5 % début décembre. L'inversion de la courbe américaine est aujourd'hui encore plus forte, le spread 3 mois-10 ans ayant atteint un plus bas à 85 pb. Les craintes d'une récession se font sentir, ce qui a soutenu les obligations. Le rendement le plus élevé de la courbe des bons du Trésor est désormais celui des titres à 1 an avec environ 4,75 %.*

Compte tenu de la vigueur persistante du marché du travail aux États-Unis, les actifs risqués se sont également bien comportés et les spreads des obligations d'entreprise américaines ont continué à se resserrer, mais uniquement pour le segment Investment Grade de meilleure qualité. Les spreads des obligations à haut rendement ont évolué latéralement aux États-Unis. En Europe, les spreads des titres Investment Grade et à haut rendement se sont resserrés, mais dans une moindre mesure.

*Les obligations Investment Grade offrent un spread satisfaisant pour les échéances supérieures à 1 an : une obligation d'entreprise notée A en USD à 5 ans affiche environ 70 pb de plus que les bons du Trésor de même échéance, et une obligation d'entreprise à 10 ans offre environ 120 pb de plus que le taux sans risque.*

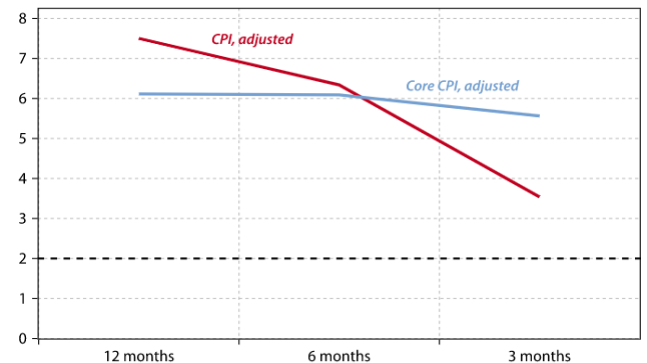
Nous continuons de recommander de prendre de nouvelles positions sur la partie courte de la courbe. Le marché primaire offre de nombreuses opportunités intéressantes. Miser davantage sur la durée dépend de votre vision du cycle économique en 2023. Si nous évitons une récession, les titres Investment Grade de moins bonne qualité et même les titres à haut rendement pourraient tirer leur épingle du jeu. En cas d'environnement plus difficile, mieux vaut s'en tenir aux bons du Trésor et aux obligations d'entreprise Investment Grade mieux notées. Les obligations des marchés émergents offrent également des opportunités, mais tout dépendra de l'orientation future du dollar.

### Point mort d'inflation à 10 ans ajusté par le spread IPC-PCE médian à 10 ans



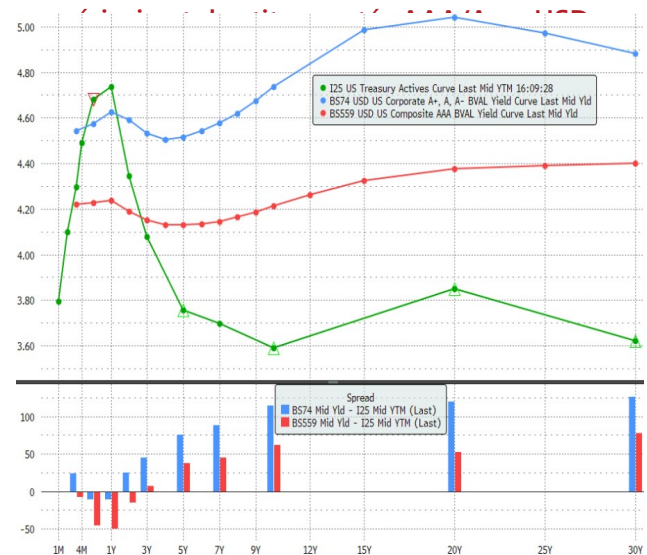
Source : Gavekal Research/Macrobond

### Inflation IPC glissante, ajustée du spread IPC-PCE



Source : Gavekal Research/Macrobond

### Courbe des taux des bons du Trésor



Source : Bloomberg

## Actions : Le rebond du marché amorcé en octobre s'est poursuivi en novembre

Après le rebond du mois dernier, le Dow Jones a progressé de plus de 20 % par rapport à son plus bas d'octobre et n'a reculé que d'environ 6 % par rapport à son plus haut historique.

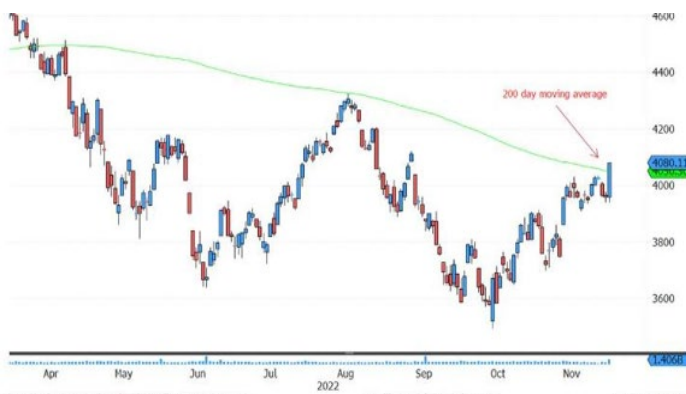
Après un mois de novembre positif, l'indice Dow Jones Industrial Average est entré en phase haussière et a clôturé plus de 20 % au-dessus du plus bas atteint en septembre 2022. Les principaux indices d'actions américains ont clôturé en hausse, les valeurs de croissance ayant surperformé les actions sous-évaluées. Les valeurs les moins performantes depuis le début de l'année ont été à l'origine du rebond du mois de novembre.

Les commentaires du président de la Fed, Jerome Powell, indiquant un ralentissement des relèvements de taux d'intérêt à l'avenir, les chiffres de l'emploi aux États-Unis ont fait état d'un fort taux d'emploi et d'une croissance des salaires favorable au marché actions mondial.

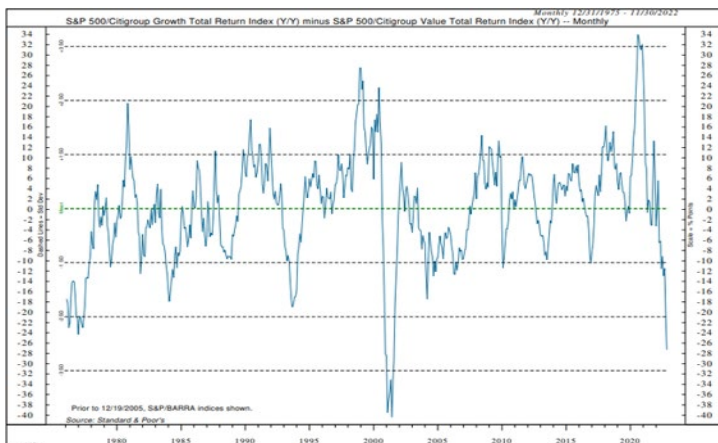
En Europe, les actions ont progressé pour la septième semaine consécutive. Nous n'avons pas vu cela depuis longtemps. La baisse de l'inflation a suscité l'espoir que les banques centrales ralentissent le rythme de resserrement de leur politique monétaire. Les actions chinoises ont également tiré les marchés mondiaux vers le haut en raison des espoirs de réouverture et des signes d'assouplissement des restrictions liées au coronavirus. Le principal indice de Hong Kong a progressé de 27 % en novembre, son niveau le plus élevé depuis 1998. Bien sûr, tout cela ne reflète pas la faiblesse des actions depuis le début de l'année.

Sur le plan sectoriel, les valeurs cycliques (hors énergie) ont surperformé les valeurs défensives et les valeurs moyennes du S&P 500 ont surperformé l'indice, pénalisé par les méga-capitalisations à la traîne.

*Le S&P a clôturé au-dessus de la moyenne mobile à 200 jours pour la première fois en 7 mois*



**The 12-month gap between Value and Growth performance is at its second-widest negative extreme going back to 1976.**



### Marchés techniquement surachetés.

Nous arrivons en fin d'année. Techniquement, le marché actions semble suracheté. L'appétit pour le risque des investisseurs est très faible. Le S&P 500 est en hausse par rapport à sa moyenne mobile à 200 jours et semble hésiter, se négociant dans une fourchette étroite depuis les deux dernières semaines. Apparemment, les nets rebonds d'octobre/novembre signifient une nouvelle baisse en décembre selon les statistiques historiques. Le rebond du marché baissier a été rapide et violent, comme c'est souvent le cas lorsque des extrêmes sont atteints en termes de sentiment et de positionnement.

### Est-il temps de se couvrir ?

Nous pensons désormais que le couple rendement/risque à court terme des actions est moins attractif et nous suggérons de mettre en place des solutions de couverture pour les clients. La volatilité s'est effondrée le mois dernier, ramenant l'indice VIX à sa moyenne historique, en baisse aux alentours de 20 par rapport au pic de 37 en mars. Nous devons profiter de cette faible volatilité pour acheter des options de protection pour les portefeuilles ou pour réduire les positions risquées. Il ne faut pas oublier que les risques de récession aux États-Unis restent élevés et que l'inflation n'a pas été vaincue.

## Forex et matières premières : Le dollar se replie à mesure que les rendements baissent

L'euro a enregistré la plus forte appréciation mensuelle par rapport au dollar (+5,3 %) depuis septembre 2010, soutenu par la baisse des rendements en dollar à long terme, qui a réduit le portage relatif par rapport à l'euro. Les perspectives d'un rebond convaincant de la paire EUR/USD semblent irréalistes, car une pause de la Fed n'est pas un moteur suffisant. Au lieu de cela, un mouvement baissier est catalysé par l'urgence associée aux vulnérabilités énergétiques et le portage très négatif de la paire EUR/USD.

En ce qui concerne la paire GBP/USD, la livre sterling a subi le pire scénario de stagflation du G10 et est condamnée à faire face à de nouveaux défis cycliques. De l'impact du Brexit sur l'offre de main-d'œuvre aux conséquences de la crise budgétaire de cette année, la livre sterling est clairement devenue plus sensible à une évolution des actifs cycliques au fil du temps, ce qui est une conséquence partielle de la détérioration de ses soldes extérieurs.

En Asie, les achats d'obligations et les perspectives d'une BoJ plus flexible ont contribué à une dépréciation de quelques points de pourcentage de l'USD/JPY. Néanmoins, les chances d'une évolution significative du yen sont limitées par le déficit commercial record. Le yuan s'est finalement apprécié face au dollar, après huit mois consécutifs de dépréciation, les manifestations croissantes contre les restrictions liées à la Covid ayant renforcé les espoirs de réouverture.

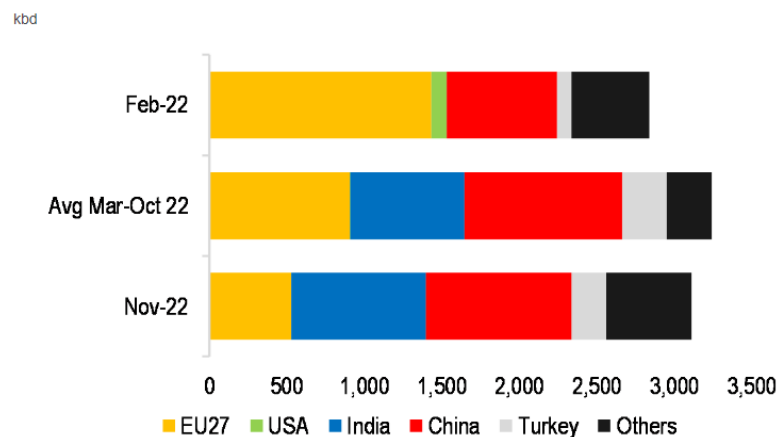
En ce qui concerne les matières premières, l'UE et le G7 ont convenu d'un plafond de 60 dollars/baril sur les achats de pétrole brut russe, ce qui est ressorti inférieur au prix de 65-70 dollars initialement suggéré. Néanmoins, le plafond est ressorti légèrement supérieur au prix auquel se négociaient le brut de l'Oural (environ 54 dollars), la catégorie phare de pétrole russe. Ce plafonnement des prix a un impact limité, la majorité des exportations de pétrole brut étant désormais passée de l'Europe à l'Inde et à la Chine (avec une augmentation significative des importations indiennes). L'OPEP a révisé à la baisse ses prévisions de croissance de la demande mondiale de pétrole pour 2022 pour la cinquième fois, conséquence des défis économiques croissants (notamment la politique « zéro covid » de la Chine, les incertitudes géopolitiques, les niveaux élevés d'inflation et le resserrement monétaire des principales banques centrales. Les métaux de base, tels que le minerai de fer, le nickel et le zinc, ont connu une belle reprise grâce à l'optimisme apparent entourant l'assouplissement des politiques de la Chine en matière de Covid, et l'engagement des plus grandes banques commerciales chinoises à prêter au moins 162 milliards de dollars aux promoteurs immobiliers, qui a redonné confiance dans le secteur immobilier. La performance de l'aluminium a été un peu plus modérée, le LME (London Metal Exchange) s'étant finalement prononcé contre le fait d'interdire de nouvelles livraisons de métaux d'origine russe.

### EUR/USD depuis le début de l'année



Source : Bloomberg

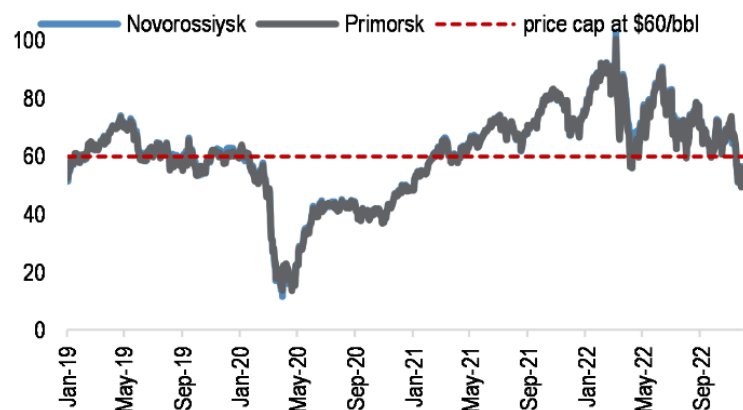
### Exportations de pétrole brut de la Russie par pays/régions



Source : JP Morgan, Kpler

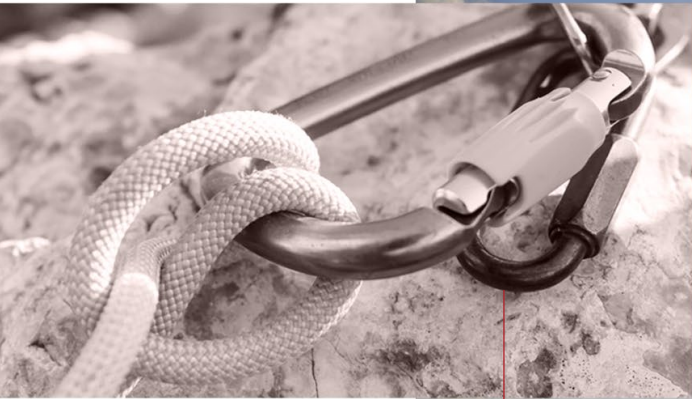
### Prix FOB du pétrole brut de l'Oural publiés par Platts

\$/bbl; FOB price does not include shipping and insurance costs that are covered by the buyer.



Source : JP Morgan, Bloomberg

# THE ESSENCE



# OF FREEDOM



En choisissant Cité Gestion, vous bénéficiez de notre modèle économique unique qui nous différencie de la plupart des gérants de fortune traditionnels. Pour en savoir plus, rendez-vous sur notre site : [www.cité-gestion.com](http://www.cité-gestion.com)



[Suivez-nous sur LinkedIn](#) pour rester à jour de toutes les actualités et perspectives du marché.

## Avertissement et informations importantes

Ce document a été publié en Suisse par Cité Gestion SA, Genève, dépositaire et négociant en valeurs mobilières soumis à la réglementation et à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et n'est pas destiné à des personnes ou entités auxquelles il serait illégal d'envoyer un tel document. Toutes les informations fournies dans ce document, en particulier les opinions et analyses, sont fournies à titre d'information uniquement et ne sauraient être interprétées comme une offre, un conseil ou une recommandation en vue d'acheter ou de vendre un titre particulier ou de conclure une quelconque transaction. Cette publication ne constitue pas non plus — et ne doit pas être interprétée comme — une publicité pour un instrument financier particulier. Les risques associés à certains investissements ne conviennent pas à tous les investisseurs et une évaluation précise du profil de risque doit être effectuée. Ce document ne doit pas non plus être interprété comme un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que Cité Gestion SA déploie tous les efforts raisonnables pour utiliser des informations fiables et complètes, Cité Gestion SA ne déclare ni ne garantit d'aucune manière que les informations contenues dans ce document sont exactes, complètes ou à jour. Toute décision fondée sur ces informations doit être prise aux risques de l'investisseur et Cité Gestion SA décline toute responsabilité pour toute perte ou tout dommage pouvant résulter directement ou indirectement de l'utilisation de ces informations. États-Unis : ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être envoyé, pris ou distribué aux États-Unis ou remis à une personne américaine. Ce document ne peut être reproduit (en tout ou partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'accord écrit préalable de Cité Gestion SA.