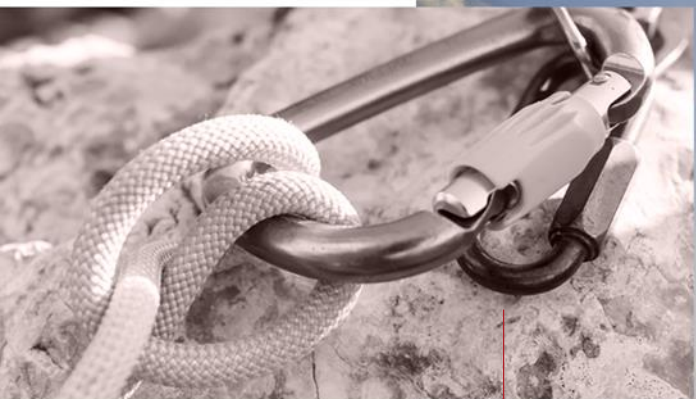


THE ESSENCE

OF FREEDOM



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

Points clés

- En février, la perspective d'un prolongement du cycle de hausse des taux de la Fed a eu un impact négatif sur l'ensemble des classes d'actifs, à l'exception du dollar américain, rappelant ainsi fortement l'année 2022.
- Les dernières statistiques, pas seulement aux États-Unis, semblent indiquer une réaccélération de l'économie. En ce qui concerne les États-Unis, la dernière série de données attestant d'une croissance solide et de pressions persistantes sur les prix a atteint des sommets, alors que l'indicateur de l'inflation préféré de la Fed, l'indice PCE sous-jacent des États-Unis, s'est établi à 4,7 %, soit un niveau nettement supérieur aux prévisions de 4,3 % et que la banque centrale est revenue sur sa récente stratégie d'assouplissement.
- Les spreads des titres « investment grade » et à haut rendement se sont creusés pour la première fois à l'entame du mois de février, mais ont évolué de façon stable durant la seconde quinzaine du mois. Bien que les spreads restent historiquement élevés, ils sont loin d'anticiper une récession. Par ailleurs, en dollars américains, les liquidités concurrencent désormais sérieusement les obligations « investment grade », puisqu'elles offrent des rendements comparables sans risque de duration.
- Du côté des actions, nous restons prudents vis-à-vis des valeurs de croissance qui devraient être davantage affectées par le ralentissement de la croissance des bénéficiaires, d'autant plus que leurs valorisations respectives restent élevées.
- Nous anticipons une baisse des résultats des entreprises au second semestre et dans l'environnement de marché actuel, nous recommandons de surpondérer les secteurs défensifs (santé, biens de consommation de base, services aux collectivités et services de communication), mais de sous-pondérer les secteurs cycliques pondérés. La qualité reste essentielle.
- En Europe, les perspectives se sont améliorées dans la mesure où la crise de l'énergie ne s'est pas matérialisée et que la Chine a rouvert ses frontières. Le point bas touché par les marchés en septembre 2022 semble appartenir au passé et l'Europe surperforme sur les marchés américains depuis quelques mois maintenant.
- Du côté des devises, les éléments qui avaient eu un impact positif sur le dollar américain tout au long de l'année 2022 ont fait leur retour en février. Le dollar s'est apprécié, bénéficiant notamment de la bonne tenue des statistiques économiques américaines, y compris de la résilience du marché de l'emploi.

Analyse

Cela prendra peut-être plus de temps que prévu

Les marchés d'actions et d'obligations se sont repliés en février après les fortes progressions enregistrées en janvier, à l'exception de l'Europe qui a poursuivi sur sa lancée. Les investisseurs ont dû revoir leur théorie d'une baisse rapide des taux d'intérêt compte tenu des bonnes données économiques et des hausses de taux de la Fed, de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque d'Angleterre.

Cela s'est traduit par une augmentation des rendements obligataires, les taux américains à 10 ans s'approchant de 4 % et le Bund atteignant des niveaux inédits depuis 10 ans.

Le S&P 500 s'est replié de 2,45 %, le Dow Jones de 3,94 % et le Russell 200 de 1,69 %. Seul le Nasdaq Composite s'est mieux comporté, clôturant le mois à -1 %.

L'Euro Stoxx 50 a terminé le mois à +1,94 %, le CAC 40 à +2,63 % et le Dax à +1,57 %. Seul le SMI a terminé dans le rouge à -1,66 %.

L'indice MCSI Emerging Markets a reculé de 6,48 %, pénalisé par la Chine (CSI 300 : -2,08 %), la Corée du Sud (-0,50 % en monnaie locale et -6,93 % en monnaie forte) et surtout par le Brésil (-7,49 %).

En ce qui concerne les secteurs américains, seule la technologie a terminé dans le vert, avec un gain modeste de 0,45 %.

Du côté obligataire, la hausse des taux souverains a entraîné une forte baisse des indices mondiaux, l'indice Bloomberg Global Aggregate ayant perdu 3,32 %, l'indice EMBI 2,20 % et le BBG Global High Yield 1,89 %. En Europe, l'indice BBG Euro Aggregate a continué à pâtir de la hausse des taux, avec une perte de 2,09 %.

L'indice DXY a compensé ses pertes du mois précédent, soit 2,72 %.

Comme mentionné ci-dessus, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a clôturé le mois en hausse de 41 pb, le Bund allemand a gagné 37 pb et le Gilt britannique 49 pb.

L'indice Bloomberg Commodity a poursuivi son repli amorcé en août 2022, clôturant le mois à 106,159.

Le VIX est resté relativement stable à 20,70 contre 19,40 en janvier.

Actions - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	YTD	PER EST
S&P 500	3 970	-0,29	-0,64	-2,45	3,68	3,68	16
Nasdaq	11 456	-0,10	-0,30	-1,00	9,61	9,61	21
Russel l 2000	1 897	0,06	0,51	-1,69	7,89	7,89	17
Euro Stoxx 50	4 238	-0,23	-0,28	1,94	12,07	12,07	12
Stoxx 600 EUR	461	-0,32	-0,51	1,89	8,78	8,78	12
FTSE 100	7 876	-0,74	-1,02	1,76	6,18	6,18	10
SMI	11 098	-1,08	-1,63	-1,66	3,44	3,44	15
NIKKEI 225	27 446	0,08	-0,04	0,49	5,25	5,25	15
CSI 300 China	4 069	0,63	-1,78	-2,08	5,14	5,14	12
Indice MSCI EM	964	-0,33	-3,11	-6,48	0,91	0,91	11

Actions - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	YTD	PER EST
S&P 500	3 970	-0,29	-0,64	-2,45	3,68	3,68	16
SERVICES AUX COLLECTIVITÉS	329	-1,72	-3,24	-5,90	-7,78	-7,78	16
ÉNERGIE	638	-1,43	-0,65	-7,12	-4,51	-4,51	11
TÉLÉCOMMUNICATIONS	174	0,25	-1,47	-4,66	9,16	9,16	13
CONS. DE BASE	752	-0,74	-1,97	-2,40	-3,27	-3,27	18
IMMOBILIER	240	-0,02	-1,70	-5,99	3,32	3,32	16
CONS. CYCLIQUE	1 130	-0,02	0,01	-2,16	12,54	12,54	20
MATÉRIAUX	515	0,49	2,35	-3,30	5,38	5,38	16
SANTÉ	1 480	-0,73	-2,34	-4,61	-6,39	-6,39	15
TECH. DE L'INFO	2 380	-0,19	0,03	0,45	9,81	9,81	20
VALEURS FINANCIÈRES	593	0,17	0,18	-2,30	4,41	4,41	11
INDUSTRIE	852	-0,23	0,28	-0,89	2,80	2,80	17

Devises - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	YTD
DXY	104,869	0,19	0,67	2,72	1,30	1,30
EUR-USD	1,0576	-0,31	-0,68	-2,64	-1,21	-1,21
USD-JPY	136,17	-0,01	0,86	4,67	3,85	3,85
USD-CHF	0,9422	0,68	1,55	2,84	1,91	1,91
EUR-CHF	0,9965	0,37	0,88	0,14	0,71	0,71
GBP-USD	1,2022	-0,35	-0,74	-2,42	-0,50	-0,50
EUR-GBP	0,8798	0,04	0,05	-0,21	-0,63	-0,63
Indice JP EM FX	50,22	0,12	-0,40	-1,98	0,64	0,64

Rendement 10 ans - Variation en pb	Prix	1 jour	5 jours	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	YTD
États-Unis	3,92	1	-3	41	5	5
Allemagne	2,65	7	12	37	8	8
R.-U.	3,83	2	21	49	15	15
SUISSE	1,47	-1	-3	18	-15	-15
Japon	0,51	-0	-0	1	8	8
Spread IG US	139	1	1	10	-4	-4
Spread haut rend. US	470	-2	-23	7	-39	-39
Spread haut rend. EUR	412	1	-1	-21	-89	-89

Mat. prem. - Variation en %	Prix	1 jour	5 jours	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	YTD
Indice BBG Commo	106,2	0,18	-0,83	-5,05	-5,89	-5,89
Or au comptant \$/OZ	1826,9	0,54	-0,45	-5,26	0,16	0,16
Pétrole brut WTI	77,1	1,81	1,17	-2,31	-4,00	-4,00

Volatilité	Prix	1 jour	5 jours	Depuis le début du mois	Depuis le début du trimestre	YTD
VIX	20,7	-0,25	-2,17	1,30	-4,48	-0,97

Macroéconomie et taux

Une désagréable impression de déjà vu

En février, la perspective d'un prolongement du cycle de hausse des taux de la Fed a eu un impact négatif sur l'ensemble des classes d'actifs, à l'exception du dollar américain, rappelant ainsi fortement l'année 2022.

Les dernières statistiques, pas seulement aux États-Unis, semblent indiquer une réaccélération de l'économie. En ce qui concerne les États-Unis, la dernière série de données attestant d'une croissance solide et de pressions persistantes sur les prix a atteint des sommets, alors que l'indicateur de l'inflation préféré de la Fed, l'indice PCE sous-jacent des États-Unis, s'est établi à 4,7 %, soit un niveau nettement supérieur aux prévisions de 4,3 % et que la banque centrale est revenue sur sa récente stratégie d'assouplissement. Même le marché immobilier semble avoir digéré le resserrement agressif de 2022, les prix de l'immobilier ayant progressé de 0,7 % en janvier.

Le processus de désinflation observé depuis près de deux trimestres a donné l'espoir aux investisseurs d'un changement de cap en juin de cette année, ces derniers ayant anticipé fin janvier des baisses de taux agressives de la part de la Fed dès septembre. À l'extrême, les investisseurs ont tablé sur le pic des taux des fonds fédéraux à 4,75 % pour le mois de juin suivi d'une baisse à 4,1 % d'ici décembre, en dessous du niveau observé en janvier de cette année.

Au début du mois de février, la situation macroéconomique est passée d'un atterrissage forcé à un atterrissage en douceur pour finir, peut-être, par aucun atterrissage du tout. Cela a naturellement entraîné un réajustement important des prévisions en matière de politique monétaire.

Les chiffres de l'emploi américain de janvier font preuve d'une vigueur considérable, avec la création de 517 000 emplois le mois dernier, soit bien plus que les 188 000 attendus par les économistes. Le taux de chômage est tombé à 3,4 %, son plus bas niveau depuis 1969. La consommation n'est pas en reste : les ventes de détail ont dépassé les attentes, en hausse de 3 % contre les 2 % attendus, tandis que l'enquête Empire a également excédé les prévisions, passant de -32,9 à -5,87.

La hausse des rendements survenue depuis la publication des chiffres de l'emploi américain le 3 février est évidente et il est clair que le marché a réajusté ses anticipations concernant la politique de la Fed au cours des prochains mois. Les investisseurs tablent désormais sur un taux final des fonds fédéraux à 5,5 % et, plus important encore, pendant une période bien plus longue, avec la fin de l'assouplissement net au cours de l'année 2023.

Le mois dernier, l'écart entre le premier contrat à terme sur fonds fédéraux (mars 2023) et celui à échéance d'un an (mars 2024) a varié de 135 pb, soit la plus importante évolution jamais enregistrée ! Cela traduit assez bien la violence du récent réajustement des politiques.

Le risque d'un « dépassement » de la part de la Fed est élevé et nous considérons désormais le risque d'une hausse des taux des fonds fédéraux anticipés ou réalisés à 5,75 %, voire 6 %. Si cette menace se concrétisait, la probabilité d'une récession en un an augmenterait sensiblement par rapport au niveau actuel.

Pour l'heure, le crédit et les actions n'intègrent pas pleinement la récession, étant donné que la perte maximale du S&P 500 s'élève actuellement à seulement 17 % (contre 25 à 30 % en période de récession) et que la courbe de crédit (écart entre le haut rendement et les titres « investment grade ») affiche une variation d'environ 339 pb seulement contre au moins 600 pb en période de récession.

Toutefois, nous considérons que nous sommes proches de pouvoir accroître/détenir de la durée de qualité en toute confiance. Le *pass-through* des taux à 2 ans aux taux à 10 ans se réduit considérablement durant la phase de fin de cycle en raison de la montée des craintes de récession. La diminution du *pass-through* se traduit par l'inversion de la courbe et explique pourquoi le marché monétaire peut fixer un taux terminal plus élevé (5,75 %), tandis que les taux à 10 ans ne dépassent guère 4 %. Objectif de 4,25 %.

Si un scénario de récession se concrétise, il conviendra certainement d'apporter d'autres ajustements à la structure des taux du marché, au marché des changes et plus largement au prix de tous les éléments dont la valeur actuelle nette dépend des taux d'actualisation.

Revenu fixe

Les performances retombent à zéro

Le début d'année exceptionnel a été suivi d'un brusque revirement : les performances des obligations depuis le début de l'année ont baissé et, dans le cas des emprunts d'État, sont devenues négatives. Le haut rendement a mieux résisté grâce à un « coussin de spread » et au fait que le risque de récession n'est pas pris en compte, du moins pour l'instant.

Le point d'inflexion coïncide avec la décision de la Fed sur les taux début février. Toutefois, ce n'est pas tant le relèvement attendu de 25 pb qui a perturbé le marché. Une série de données macroéconomiques aux États-Unis a pesé sur les obligations (USD) : la création de 517 000 emplois non agricoles contre 189 000 attendus, des chiffres de l'IPC et de l'IPP toujours élevés en glissement annuel et en glissement mensuel, ainsi que les ventes de détail supérieures aux attentes, pour ne citer qu'elles.

Cela s'est traduit par un aplatissement de la courbe des bons du Trésor. En particulier, le « ventre » de la courbe et la partie longue ont progressé. Les rendements du segment 3-7 ans ont augmenté de plus de 80 pb. C'est ce qui explique en majeure partie la performance négative des indices USD. La partie courte est restée relativement bien ancrée et la détention de titres à court terme, comme nous l'avions préconisé précédemment, a permis d'éviter les performances les plus négatives du portefeuille.

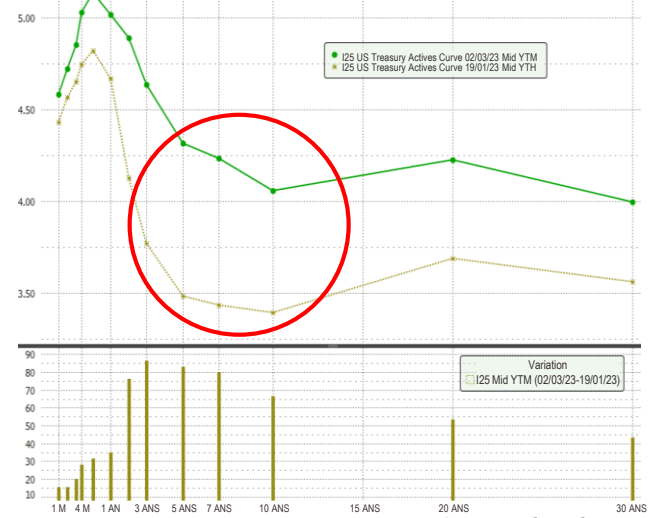
Les spreads des titres « investment grade » et à haut rendement se sont creusés pour la première fois à l'entame du mois de février, mais ont évolué de façon stable durant la seconde quinzaine du mois. Bien que les spreads restent historiquement élevés, ils sont loin d'anticiper une récession. Par ailleurs, en dollars américains, les liquidités concurrentent désormais sérieusement les obligations « investment grade », puisqu'elles offrent des rendements comparables sans risque de duration.

Performances obligataires 19.01.23 et 02.03.23



Source : Bloomberg

Courbe des bons du Trésor américain 02.02.23 et 02.03.23



Source : Bloomberg

Opportunités liées aux obligations d'entreprise américaines

CODE ISIN	COUPON	ÉMETTEUR	DATE D'ÉCHÉANCE	PRIX IND.	RENDEMENT IND.	NOTATION
US742718FY05	4,1	Procter & Gamble	26.01.2026	98,35	4,72	AA-
US458140CD04	4,875	Intel	10.02.2026	98,84	5,34	A
USD459200KW06	4,5	IBM Corp	06.02.2026	98,08	5,22	A3
US713448FQ60	4,55	PepsiCo Inc	13.02.2026	99,43	4,76	A+
US031162DN74	5,507	Amgen Inc	02.03.2026	99,93	5,53	BBB+
US24422EWR60	4,75	John Deere Cap	20.01.2028	99,57	4,85	A
US04636NAF06	4,875	AstraZeneca	03.03.2028	99,3	5,04	A
USU74078CT83	4,25	Nestlé Holdings	01.10.2029	97,18	4,75	AA-

Actions

Les analyses techniques et fondamentales indiquent un rebond des titres de faible qualité

Les marchés sont techniquement bien orientés aux États-Unis et en Europe, mais les valeurs fondamentales nous incitent à rester prudents.

Les principaux indices boursiers américains ont clôturé le mois de février en baisse. Le S&P 500 a testé sa moyenne mobile sur 200 jours avant de repartir à la hausse. Le Nasdaq a évolué de la même manière et se maintient au-dessus de sa moyenne mobile sur 200 jours. Techniquement, les marchés sont bien orientés, mais les derniers chiffres économiques nous laissent penser que la hausse des taux est loin d'être terminée et qu'elle pourrait avoir des répercussions sur les marchés actions.

En février, l'indice ISM manufacturier a progressé pour la première fois depuis mai 2022 (bien qu'il reste en contraction à 47,7), tandis que l'indice PMI des services a légèrement reculé, mais moins que les attentes du consensus, et indique toujours une expansion modérée (55.1)

L'économie américaine s'est comportée de manière assez inattendue depuis le début de l'année avec des créations d'emplois en hausse et un chômage faible. Le S&P 500 affiche un PER à 12 mois légèrement inférieur à 18.

Nous restons prudents vis-à-vis des valeurs de croissance qui devraient être davantage affectées par le ralentissement de la croissance des bénéficiaires, d'autant plus que leurs valorisations respectives restent élevées.

Nous anticipons une baisse des résultats des entreprises au second semestre et dans l'environnement de marché actuel, nous recommandons de surpondérer les secteurs défensifs (santé, biens de consommation de base, services aux collectivités et services de communication), mais de sous-pondérer les secteurs cycliques pondérés. La qualité reste essentielle.

Test de grande ampleur

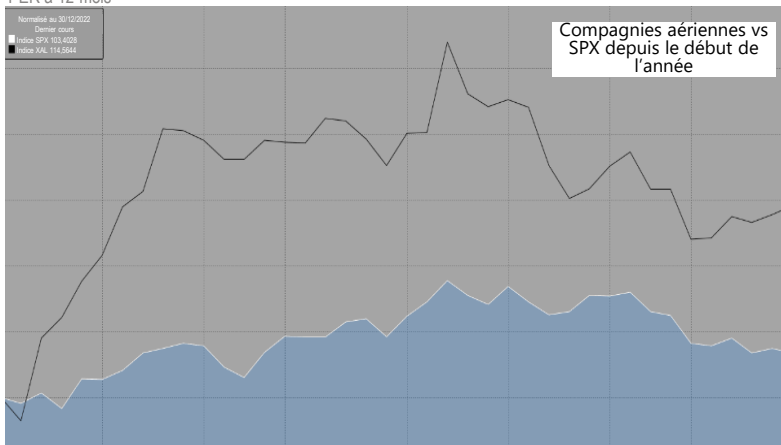
Le S&P 500 s'efforce de maintenir une tendance haussière supérieure à son point bas d'octobre



Thème : Les compagnies aériennes sont de retour !

Les actions des compagnies aériennes sont de retour dans les portefeuilles des investisseurs. Le secteur surperforme fortement le S&P 500 depuis le début de l'année. Les investisseurs ont intérêt à rester prudents à l'égard de la sélection des valeurs. En effet, certaines entreprises ont dilué leur capital plus que d'autres pour se maintenir à flot pendant la crise de la Covid. En Europe, Lufthansa a bénéficié ces derniers mois de l'anticipation de la réouverture du marché chinois et des volumes record de fret, malgré de nombreuses annulations de vols l'an dernier. Les résultats 2022 ont été salués à juste titre par le marché. Aux États-Unis, les prix des billets d'avion sont élevés, ce qui permet aux acteurs de maintenir leurs marges face à des coûts plus élevés qu'en 2019, notamment en raison de l'inflation. Les réservations pour l'été 2023 sont de bon augure d'après les annonces des différentes entreprises. Les prix actuels ne reflètent pas encore ces chiffres. « Votre prochain vol vous coûtera une fortune », titrait le *Washington Post* dans un article publié le 8 mars. Tout est dit...

Graphique 2 : Les États-Unis se négocient autour de 18 fois les prévisions de bénéfices du consensus, contre environ 13x pour l'Europe
PER à 12 mois



Forex et matières premières

L'USD est toujours roi, mais pour combien de temps ?

Les éléments qui avaient eu un impact positif sur le dollar américain tout au long de l'année 2022 ont fait leur retour en février. Le dollar s'est apprécié, bénéficiant notamment de la bonne tenue des statistiques économiques américaines, y compris de la résilience du marché de l'emploi. Toutes ces données laissent penser que la Réserve fédérale devra continuer à relever ses taux d'intérêt pour contenir l'inflation.

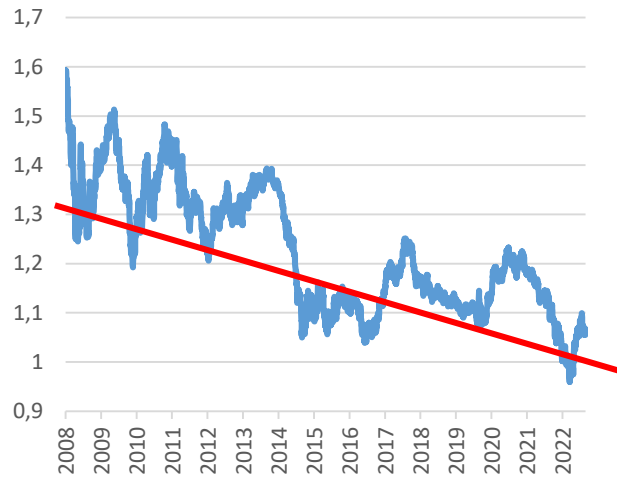
Compte tenu de ces facteurs, le dollar américain pourrait poursuivre sur sa tendance haussière à court terme. Toutefois, par rapport à 2022, nous observons moins de forces macroéconomiques favorables à l'USD, ce qui pourrait mettre fin à sa dynamique d'ici la fin du premier semestre 2023. Tout d'abord, la Fed ralentit le rythme de son resserrement et ce ralentissement devrait se poursuivre dans les mois à venir. Dans le même temps, les autres banques centrales du G10 continuent quant à elles de resserrer leurs taux sans changement de cap immédiat à l'horizon. La réduction de l'écart de taux entre les États-Unis et ses pairs pourrait suffire à justifier une nouvelle faiblesse du dollar en 2023. Deuxièmement, dans la zone euro, l'inflation reste élevée et persistante, d'où une augmentation des prévisions de hausse des taux de la BCE. En outre, la réouverture de la Chine pourrait avoir un impact négatif sur le dollar. Comme observé début mars, le dollar a été pénalisé par la croissance de l'activité manufacturière chinoise qui a atteint son rythme le plus rapide depuis avril 2012. En conséquence, les investisseurs en devises se sont tournés vers les actifs plus risqués, au détriment du dollar refuge.

On peut donc s'attendre à ce que les gains en EUR/USD regagnent du terrain au cours des six à neuf prochains mois. À court terme, la tendance baissière devrait continuer à se replier vers la ligne de soutien du canal haussier amorcé en 2008 à 0,94, tandis que la reprise de l'EUR/USD pourrait être limitée par les moyennes mobiles sur 200 jours à 1,0725. À long terme, la ligne de résistance de l'écart-type de 1 % pourrait s'établir à 1,13 lors de la phase de reprise. La parité EUR/USD pourrait terminer l'année à un niveau avoisinant 1,15.

La paire USD/CHF oscille dans une fourchette de 0,90-0,96. Le franc suisse pourrait bénéficier de la faiblesse relative de l'inflation en Suisse et de son statut de valeur refuge, ce qui rend le taux réel du franc suisse plus attractif que celui des autres devises européennes. À court terme, la paire USD/CHF devrait continuer de se négocier dans cette fourchette. Toutefois, si elle franchit la barre de la moyenne mobile simple sur 200 jours à 0,9564, cela pourrait constituer un signal haussier à moyen terme. En outre, si elle dépasse la médiane depuis le début de l'année (0,9604), cela pourrait entraîner un nouveau rebond proche de la parité.

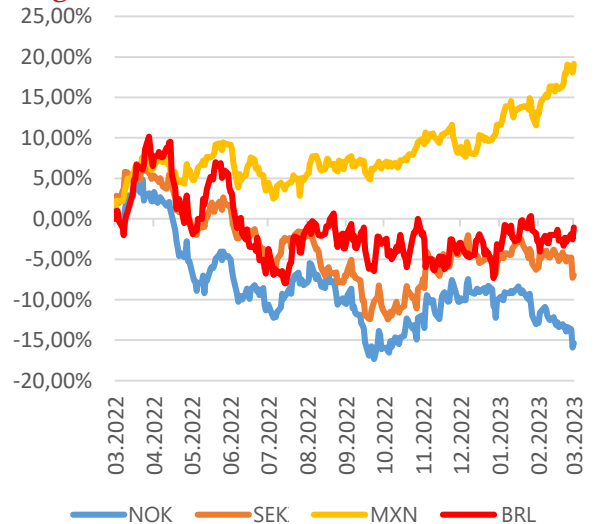
Nous recommandons une plus grande prudence vis-à-vis des devises à rendement relativement plus faible, comme la livre sterling, la couronne norvégienne, la couronne suédoise ou le yuan. Ces devises resteront vulnérables compte tenu de leur portage plus faible et sont susceptibles de se déprécier à mesure que le soutien de leur banque centrale respective diminuera. Pour les investisseurs en devises, l'avantage lié au taux de ces devises est trop faible au regard du risque associé. En revanche, les devises émergentes à portage élevé comme le peso mexicain et le réal brésilien pourraient continuer à résister à l'évolution des rendements américains.

La tendance baissière amorcée en 2008 limite le soutien minimal de l'EUR/USD

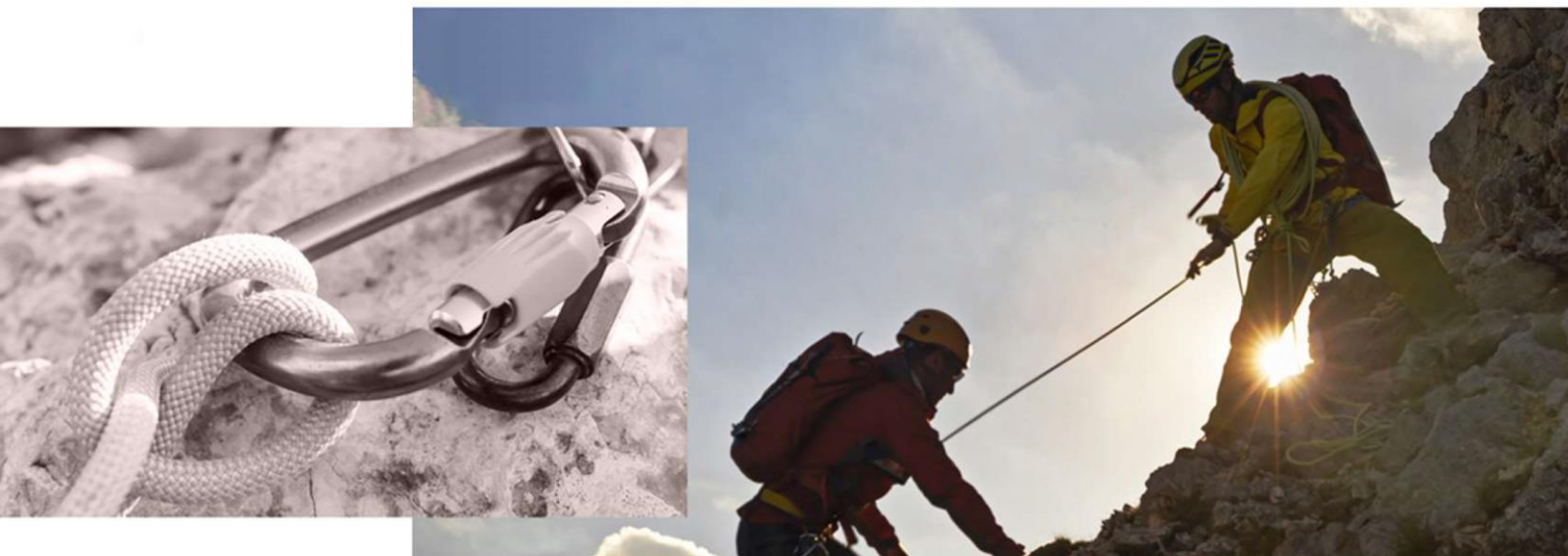


Source : Bloomberg

Impact des devises à faible portage par rapport aux devises à portage élevé au regard de l'USD



Source : Bloomberg



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



[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.