

# Lettre de l'investisseur

Revue mensuelle des marchés financiers et perspectives



SWISS  
CAPITAL<sup>IB</sup>

Janvier 2025

# MACROÉCONOMIE

**Comme prévu, la Fed a réduit ses taux d'intérêt de 25 points de base, portant le taux des Fed Funds à 4,25%-4,5%.** Cette décision conclut un assouplissement de 100 points de base en 2024. La principale information de cette dernière réunion du FOMC cette année a été **la révision à la hausse des prévisions d'inflation pour 2025.** L'inflation PCE (globale comme sous-jacente) devrait atteindre **2,5 % entre le quatrième trimestre 2024 et le quatrième trimestre 2025**, ce qui constitue un dépassement non négligeable de l'objectif de la Fed. Le scénario d'une inflation persistante est désormais devenu l'hypothèse de travail du FOMC, avec un retour à 2 % repoussé à 2027. **Les projections de taux ("dot plots") envisagent seulement deux baisses de taux l'année prochaine** (médiane : 3,9 % en 2025 et 3,4 % en 2026), contre quatre attendues encore il y a seulement trois mois. Les décideurs estiment désormais que le taux terminal pourrait se situer autour de 3 %, légèrement au-dessus des 2,9 % prévus en septembre. Cela indique que la Fed entre dans une nouvelle phase de la campagne d'assouplissement. **La banque centrale sera désormais plus exigeante pour baisser le loyer de l'argent : le retour de progrès significatifs dans le processus de désinflation devient incontournable.**

**Cependant, les perspectives de croissance sont meilleures.** La Fed prévoit une croissance du PIB de 2,5 % en 2024 et de 2,1 % en 2025. Powell a déclaré que l'économie avait été "remarquable", surtout en comparaison avec le reste du monde. Dans un tel contexte, l'économie semble se diriger vers un "no landing". Cela a été confirmé par **la révision à la hausse de la croissance du PIB du troisième trimestre, de 2,8 % à 3,1 % en rythme annualisé.** Les indices PMI reflètent également une très bonne activité au quatrième trimestre : l'indice composite a atteint 56,6 (contre 54,4 att.), et celui des services 58,5 (contre 55,7 att.), ce dernier étant à son niveau le plus élevé depuis octobre 2021. Les enquêtes PMIs traduisent aussi l'optimisme des entreprises, l'arrivée de l'administration Trump étant largement perçue comme favorable aux affaires.

Par conséquent, **le marché du travail reste en bonne santé** avec 227 000 emplois créés en novembre et une révision à la hausse de 56 000 pour les rapports de septembre et octobre. Cependant, selon la Fed, la poursuite de la baisse des ouvertures de postes (7,74 millions en octobre), combinée à une productivité solide (+2,2 % au troisième trimestre), signifie que **le marché du travail ne constitue plus une menace inflationniste.**



## UNE NOUVELLE PHASE DANS LA CAMPAGNE D'ASSOUPLEMENT DE LA FED : LA BANQUE CENTRALE DEMANDE DÉSORMAIS DES VRAIS PROGRÈS SUR LA DÉSINFLATION POUR BAISSER SES TAUX

**La BCE a également décidé de réduire ses taux directeurs de 25 points de base, portant le taux de dépôt de 3,25 % à 3 %.** Il s'agit de la quatrième réduction des taux dans cette campagne d'assouplissement, la troisième consécutive. La BCE a reconnu que le processus de désinflation est bien engagé et que la politique monétaire reste restrictive. De manière significative, un ton plus accommodant a été perçu avec la suppression de la phrase soulignant la nécessité de ramener rapidement l'inflation à 2 % ("*Le Conseil de politique monétaire maintiendra les taux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif*"). Cela montre que **la confiance dans le processus de désinflation a franchi un nouveau seuil.** De ce fait, les prévisions d'inflation ont été révisées à la baisse par rapport à septembre (2,1 % en 2025 contre 2,2 % prévu). En ce qui concerne la croissance, les projections de la BCE reflètent le message envoyé par de médiocres PMIs. Même si la BCE a souligné que l'assouplissement de la politique monétaire devrait, à terme, soutenir la consommation et l'investissement, **les projections de croissance ont été revues à la baisse** : 0,7 % en 2024 (contre 0,8 % en septembre) et 1,1 % en 2025 (contre 1,3 %).

Désormais, la principale question est celle de l'ampleur des réductions de taux nécessaires pour relancer l'économie européenne. Lagarde a laissé entendre que **le taux neutre (nominal) pourrait se situer entre 1,75 % et 2,5 %**, ce qui semble assez élevé, étant donné les défis structurels de la zone euro (vieillesse, faible productivité, etc.). Ce sujet sera davantage discuté lors des prochaines réunions... mais indique que **la voie vers 2 %** (les 100 prochains points de base de réduction) **est dégagée et sera probablement parcourue au cours du premier semestre 2025.**

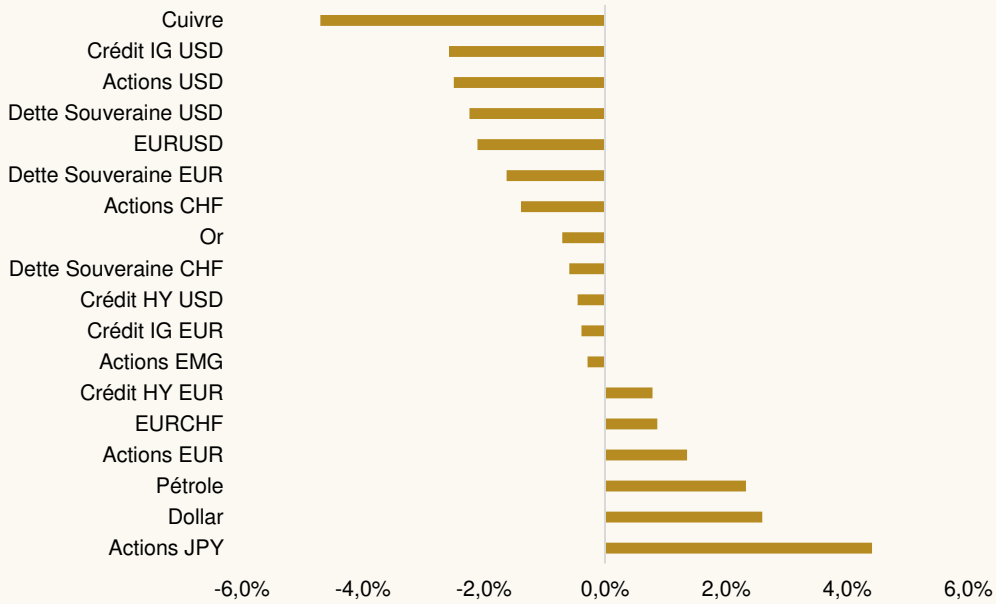
Entre une l'Allemagne toujours en récession en 2024, une France censée se diriger vers une consolidation budgétaire l'année prochaine et des risques de guerre commerciale avec les États-Unis, la banque centrale a de bonnes raisons de ne pas trop tergiverser. Cependant, comme c'est souvent le cas avec la BCE, il est probable qu'elle adopte une approche intermédiaire : sauf énorme surprise, elle devrait rester progressive et procéder à des réductions successives de 25 points de base. En somme, il s'agit de sa méthode habituelle pour surmonter les divisions entre faucons et colombes du Conseil des gouverneurs.

Au Royaume-Uni, lors de la dernière réunion de 2024, le Comité de politique monétaire (MPC) de **la BoE a maintenu les taux constants à 4,75 %.** La décision n'était pas une surprise, compte tenu du récent rebond de l'inflation. Mais deux éléments traduisent **un biais accommodant dans la décision de la banque centrale** : la marge plus étroite que prévu en faveur du maintien des taux au lieu de leur réduction (6-3 contre 8-1 attendu) et l'attribution de la dernière hausse des salaires (+5,2 % après +4,4 %) à la "volatilité" des données. **Le MPC a également indiqué que l'économie ralentissait**, reconnaissant que la croissance du PIB au quatrième trimestre serait nulle. Cela ferait suite à une **croissance déjà atone au troisième trimestre** (elle a été révisée à la baisse, passant de +0,1 % à 0 % en glissement trimestriel). Les PMIs ont fortement chuté ces derniers mois : l'indice composite est tout juste en territoire d'expansion à 50,5, les services à 51,4 et l'industrie manufacturière à 47,3. Dans l'ensemble, **la conjoncture présente de plus en plus de symptômes stagflationnistes.**

# PANORAMA

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

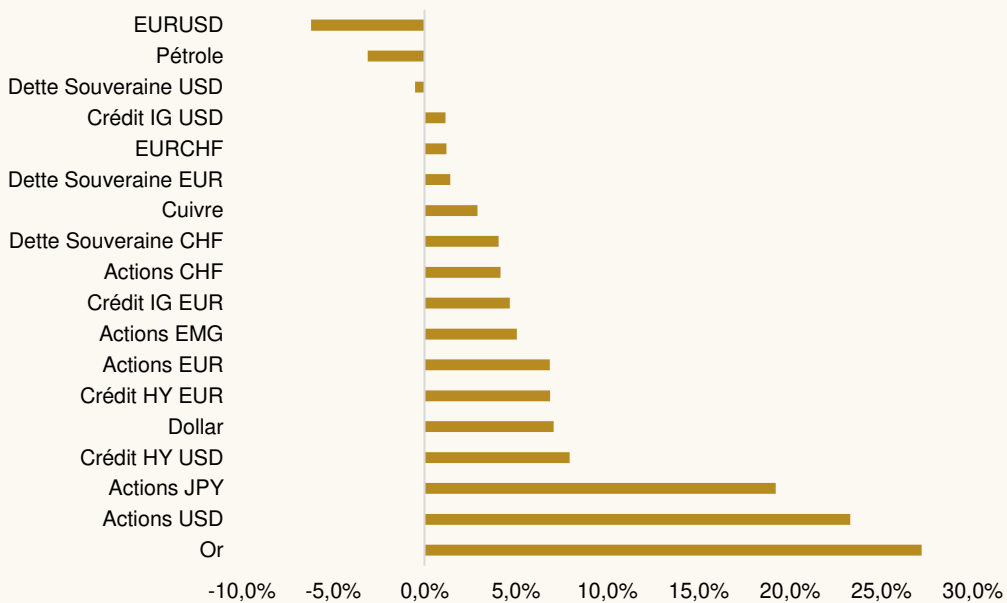
### PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/12/2024

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

### PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 31/12/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MACROÉCONOMIE (suite)

**La BoJ a maintenu ses taux inchangés à 0,25 %**, justifiant sa décision dans un discours moins « hawkish » que prévu. 2024 restera une année marquante pour la BoJ : deux hausses de taux (20 points de base en mars et 15 points de base en juillet) ont mis fin à l'ère des taux négatifs. Mais Kazuo Ueda a laissé entendre que la banque centrale avait besoin de "quelques données supplémentaires" pour resserrer encore sa politique. Il semble encore trop tôt pour être sûr que **les négociations salariales du printemps (shunto) entraîneront des hausses de salaires substantielles**. Les chiffres de l'inflation de novembre (inflation : +2,9 %, sous-jacente : +2,7 %) renforcent l'hypothèse d'une hausse début 2025. Les PMIs ont progressé avec les services à 51,4 et l'industrie manufacturière à 49,5.

**En Suisse, la BNS a surpris en baissant son taux directeur de 50 plutôt que de 25 points de base**, le réduisant de 1 % à 0,5 %. Alors que l'inflation approche dangereusement du bas de sa fourchette cible de 0-2 %, **la BNS a voulu démontrer sa capacité à soutenir l'économie**. L'inflation était de seulement 0,7 % en novembre, et le risque est clairement baissier à court terme car les prix de l'électricité baisseront de 10 % en janvier. Ces perspectives de ralentissement de la hausse des prix se reflètent dans les prévisions actualisées de la BNS, avec **une nette diminution de 0,6 % à 0,3 % pour les prévisions d'inflation en 2025**. Des taux bas devraient soutenir l'activité économique (PIB : +1-1,5 % en 2025) et limiter la hausse du chômage (2,6 % en novembre). **Mais à l'avenir, le retour des politiques de taux négatifs devient une option de plus en plus probable pour la BNS.**

En Chine, la Conférence centrale de travail économique de décembre est à ajouter à la liste croissante des déceptions pour les investisseurs. Elle aurait pu être l'occasion pour les autorités de lancer le stimulus budgétaire si attendu... ce qu'elles n'ont pas fait. **Maigre consolation, la PBoC a mis à jour sa doctrine pour la première fois depuis 2011, passant d'une position "prudente" à une position "modérément accommodante"**. Mais cela reste insuffisant : les indices PMIs Caixin pour l'industrie et les services (tous deux à 51,5) sont à peine plus élevés qu'avant la vraie-fausse relance de septembre. De plus, les ventes de détail continuent à décevoir (+0,2 % en glissement mensuel) et l'économie est toujours proche de la déflation (IPC : +0,2 % en glissement annuel, -0,6 % en glissement mensuel). **De manière révélatrice, le rendement à 10 ans est tombé en dessous de 2 %, et celui à un an sous les 1 %.**

## MARCHÉS ACTIONS

**Événement majeur de la dernière ligne droite de l'année, le FOMC de décembre a nettement refroidi les marchés actions (S&P 500 : -2.5%, NASDAQ 100 : +0.4%).** Le discours d'une Fed un peu moins confiante dans les forces désinflationnistes et la perspective de voir les taux baisser de seulement 50 points de base (contre 100 encore espérés en septembre), ont provoqué un retour de la volatilité dans ce qui restera comme le deuxième pic du VIX en 2024, qui a atteint 27. La correction qui a suivi a été **nette** (pire jour de FOMC pour le S&P 500 depuis 2001) mais **brève**. **Car il ne faudrait pas oublier que tous les indicateurs sont au vert en matière d'activité économique aux Etats-Unis.** La croissance du PIB au T3 a été revue de +2,8% à +3,1% t/t en rythme annualisé. La Fed prévoit +2,1% de croissance entre fin 2024 et fin 2025 et les PMIs continuent à ressortir supérieurs aux attentes (Composite 56.6 vs 54.4 att.). La réaction des marchés aux annonces de la Fed nous donne peut-être un avant-goût des prochains mois, où de nouvelles incertitudes politiques (retour de Donald Trump) vont s'ajouter aux questions économiques et technologiques.

**Ce contexte agité n'a pas empêché les géants américains de la Tech de surnager.** Seraient-ils devenus des valeurs refuges ? En tout cas, les BAATMMAN (depuis l'intégration de Broadcom - +43,0% en décembre - au groupe des grandes valeurs de la Tech pesant plus de 1000 milliards de dollars) ont profité d'excellentes nouvelles sur le front du développement de l'IA : nouvelles puces pour les datacenters, conduite autonome, progrès de l'informatique quantique... Ainsi, **les performances sectorielles du S&P500 en décembre reflètent bien l'année écoulée.** Sur le podium, les Services de Communication (+3,5%), qui incluent Meta et Alphabet, devançant la Consommation Cyclique (+2,3%), qui inclut Tesla et Amazon, et la Technologie (+1,1%). **Tous les autres secteurs sont dans le rouge en décembre.** Beaucoup ont affiché des performances à l'opposé de celles du mois précédent (Industrie: -8,1% après +7,3%, Energie: -9,3% après +6,3%, Financières: -5,6% après +10,2%, Consommation non cyclique : -5,2% après +4,5%). **Ainsi, si l'on peut considérer que les indices américains restent chers, le rallye post-élection présidentielle a été, en dehors de la tech, totalement effacé.**

**L'Europe a continué à souffrir (Stoxx 600 Europe: -1,1%)** malgré le discours accommodant d'une BCE qui a ouvert la porte à plusieurs baisses de taux l'année prochaine. La faute à **une croissance qui ne redémarre pas**, loin de là. Les PMIs (Composite : 49,5 vs 48,2 att.), ne laissent guère de doutes quant à la récession qui s'annonce au T4 2024. Et les perspectives pour 2025 ne sont pas bien meilleures. Pire, **le marché européen a été plombé par l'effondrement de Novo Nordisk (-21,0%)** après les résultats décevants de son nouveau médicament anti-obésité CagriSema. A l'autre bout du spectre, le secteur Auto a amorcé un rebond après deux trimestres calamiteux (SXAP : +4.1%). **Renault (+15.1%)** profite des discussions entre Honda et Nissan (dont il détient 36%) pour rebondir, la profonde réorganisation annoncée par **Volkswagen (+10.1%)** a permis au titre de rebondir. Mais le chemin est encore long.

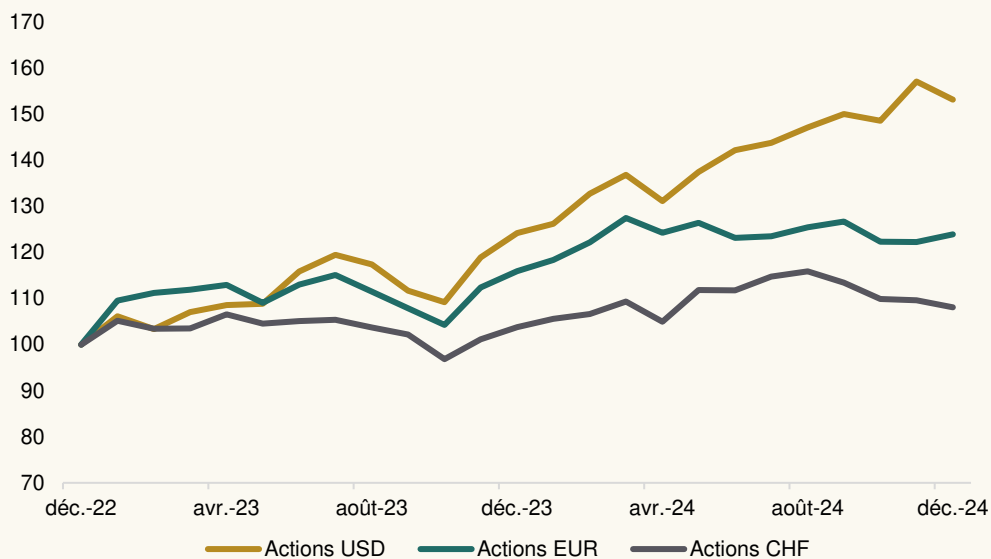
En Chine, la difficulté des marchés à trouver une direction (CSI 300 : -0.4%) a offert un condensé du comportement des actions chinoises depuis septembre. D'abord, une nouvelle annonce monétaire : cette fois-ci un changement de doctrine de la PBoC qui passe d'un régime « prudent » à un régime « modérément accommodant ». **Tout cela ravive les espoirs de stimulus budgétaire... mais ne se concrétise finalement pas**, alors que tous les yeux étaient rivés sur Pékin où une réunion importante du PCC (la conférence centrale sur le travail économique) avait lieu.

UN CONTEXTE  
AGITÉ QUI N'A  
PAS EMPÊCHÉ  
LES GÉANTS  
AMÉRICAINS DE  
LA TECH DE  
SURNAGER

# MARCHÉS ACTIONS

## MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

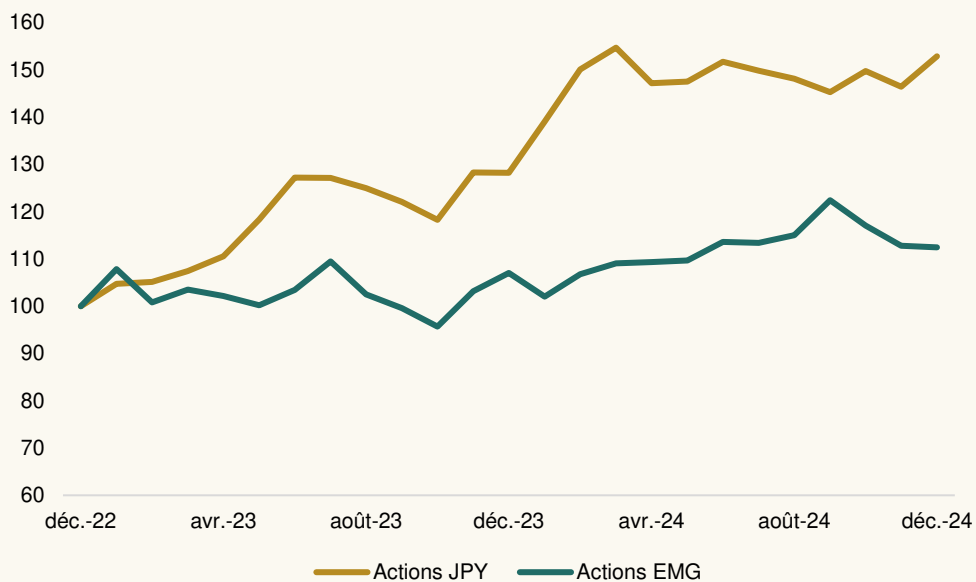
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2024

## MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MARCHÉ OBLIGATAIRE

L'année 2024 n'a pas été l'année du rally obligataire que beaucoup de stratégestes prévoiaient début janvier. Même si les banques centrales ont largement avancé dans leur assouplissement monétaire (100bp de resserrement pour la FED et la BCE), la volatilité est restée importante tout au long de l'année sur les partie longues et intermédiaires, en raison d'une croissance toujours forte aux US, d'une inflation en baisse très lente, et de déficits toujours élevés. Ainsi, le mois de décembre est un bon exemple de ces difficultés avec des taux 10 ans US et européens en hausse de respectivement 40bp et 28bp.

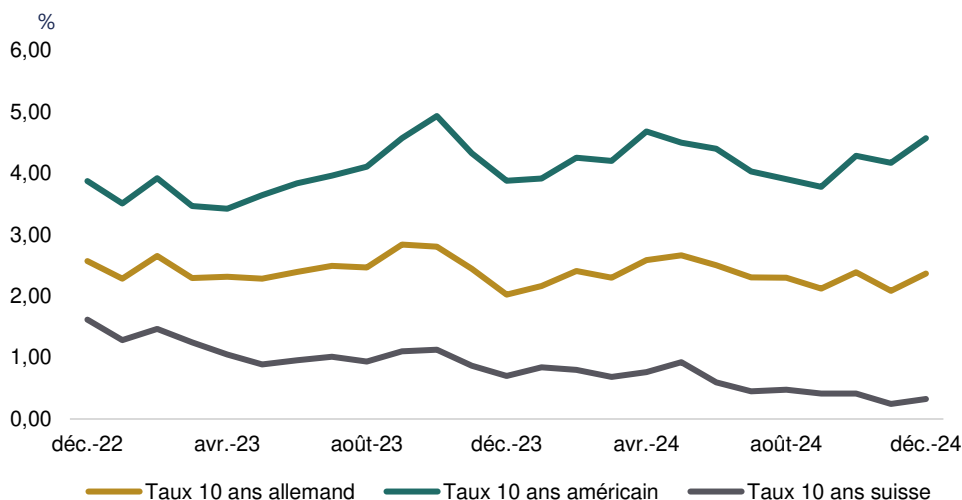
A contrario, le marché du crédit a connu un exercice 2024 peu volatile, et même sans grand soubresauts sur 12 mois, grâce à des bilans très sains dans la sphère privée et à des marchés actions bien orientés en dehors de l'épisode du mois d'Août (débouclage de carry trade). Les segments HY et subordonnés ont largement surperformé la dette investment grade, la recherche de rendement ayant été la principale motivation sur 2024.

**Sur les taux, nous attendons moins d'amplitude dans les mouvements en 2025 au regard d'une FED qui a bien borné les anticipations (50bp de coupe au maximum). Sur le crédit, nous nous attendons à un marché moins linéaire (les spreads sont déjà très serrés) et au retour de la prime sur les signatures cycliques.**



**DÉCEMBRE EST UN BON EXEMPLE DES DIFFICULTÉS DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN 2024, AVEC DES TAUX 10 ANS US ET EUROPÉENS EN HAUSSE**

## RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2024  
*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures*

# DEVISES

Après un premier élan donné par la victoire de Trump en novembre, **le dollar a trouvé un nouveau soutien dans le discours ferme de la Fed en décembre (DXY : +1.9%)**. Les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse pour l'année prochaine, et **les taux devraient donc rester élevés plus longtemps**. En outre, la croissance a été revue au troisième trimestre à +3,1 % en glissement annuel (contre +2,8 % dans les premières estimations). Elle devrait dépasser 2 % l'année prochaine, selon le FOMC. Ainsi, tout semble aller dans le sens du billet vert. **Le DXY a atteint un niveau encore plus élevé que le mois dernier, établissant un nouveau sommet sur deux ans à 108.5.**

**L'EUR a perdu du terrain tout au long du mois de décembre (EURUSD : -1.4%)**. En effet, la BCE a laissé entrevoir de nouvelles baisses de taux pour début 2025, tandis que la croissance reste faible. Avec les crises politiques en Allemagne et en France, on voit mal ce qui pourrait empêcher l'EURUSD de chuter de 1.035 à la parité.

**Le CHF s'est déprécié lorsque la BNS a opté pour une baisse de taux d'ampleur (CHFUSD : -2.3%)**. De plus, Martin Schlegel a clairement indiqué que les taux négatifs restent un outil à disposition de la BNS. Tout cela a contribué à affaiblir un CHF qui est toujours trop fort pour l'économie suisse.

**La GBP a fait de la résistance face au dollar** grâce à des chiffres d'inflation élevés au Royaume-Uni, ce qui devrait amener la BoE baisser ses taux de façon extrêmement progressive. Cependant, même s'il devient clair que le Royaume-Uni et les États-Unis seront les deux principales économies à maintenir une politique monétaire relativement stricte en 2025, **la position accommodante de la BoE lors de sa réunion de décembre a fini par peser sur la livre (GBPUSD : -1.1%)**.

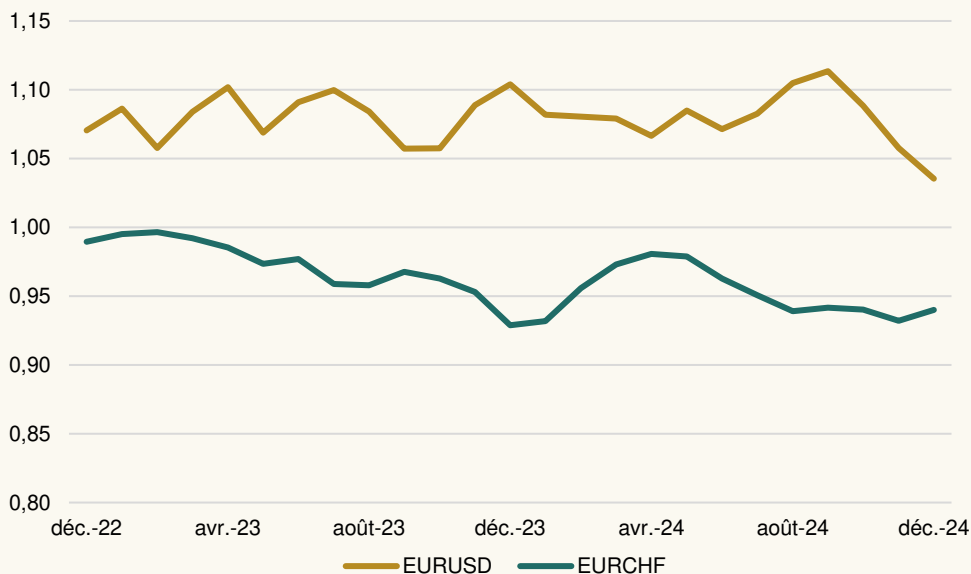
**Le JPY a été le grand perdant de la décision de la BoJ de ne pas resserrer sa politique monétaire**, maintenant son taux directeur à 0,25 % (**USDJPY : +5.1%**). À la suite de cette décision, la paire USDJPY a atteint un sommet de 157, son plus haut niveau depuis cet été (162 en juillet). Cependant, un chiffre d'inflation plus élevé que prévu a ravivé les espoirs qu'une hausse de taux qui pourrait se concrétiser rapidement en 2025.



## LE DOLLAR A TROUVÉ UN NOUVEL ALLIÉ DANS LE DISCOURS FERME DE LA FED EN DÉCEMBRE.

### USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/12/2024  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# MATIÈRES PREMIÈRES

## PÉTROLE

**Les prix du pétrole n'ont pas affiché de tendance marquée en décembre avant d'augmenter dans les derniers jours du mois.**

Le Brent a oscillé dans une fourchette de 71 à 74 dollars, terminant sur une note positive (+3.9%).

La décision récente de l'OPEP+ de reporter l'assouplissement de ses réductions volontaires de production de trois mois et de prolonger la période d'augmentation graduelle jusqu'en septembre 2026, a considérablement atténué le risque d'un éventuel excédent d'offre à court terme.

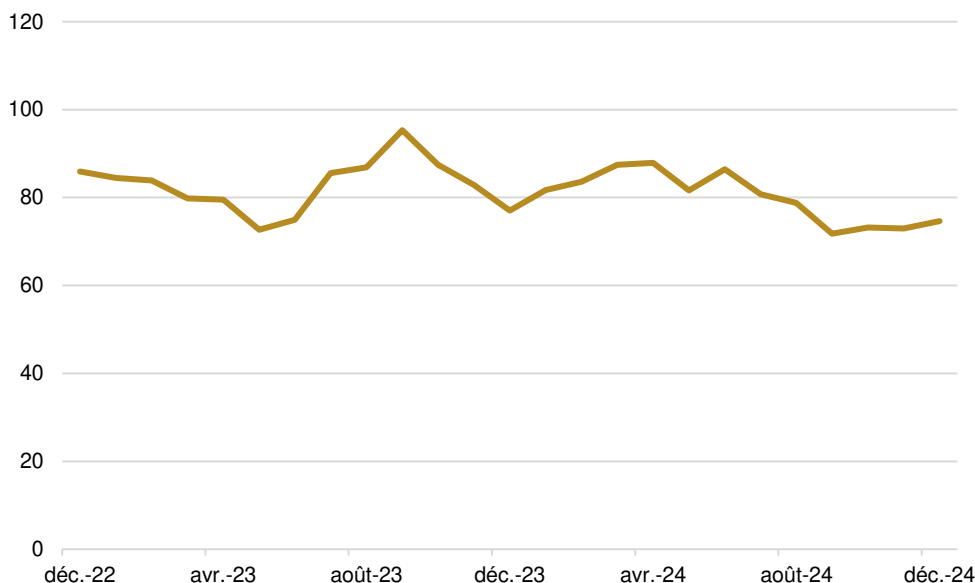
Cependant, la surproduction persistante de certains membres de l'OPEP+, la forte croissance de la production des pays non-membres du cartel et la croissance modérée de la demande mondiale de pétrole laissent penser que le marché restera bien approvisionné en 2025. Par ailleurs, un dollar américain fort a limité la hausse des prix du pétrole. Nous maintenons notre position baissière sur le pétrole brut à court terme.



**La forte croissance de la production des pays non-membres de l'OPEP+ et la croissance modérée de la demande mondiale de pétrole laissent penser que le marché restera bien approvisionné en 2025.**

## PÉTROLE

### ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



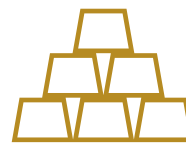
Source : Bloomberg, 31/12/2024  
*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures*



# MATIÈRES PREMIÈRES

## OR

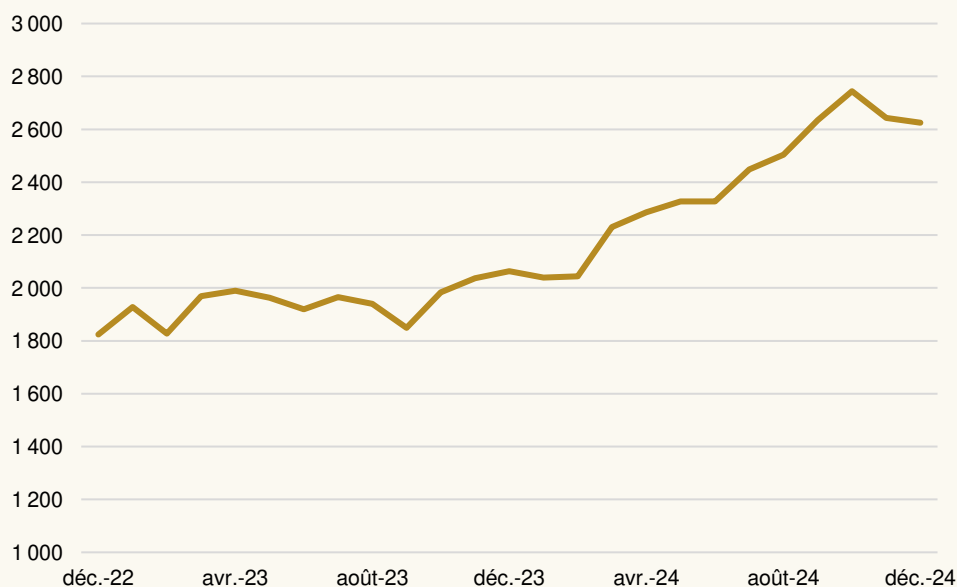
L'or (-0.6%) et l'argent (-5.3%) n'ont pas continué sur leur lancée. Ils ont même plongé dans le sillage du discours ferme de la Fed. Après avoir défié les lois économiques tout au long de l'année, ils semblent avoir retrouvé leur corrélation inverse avec les rendements et le dollar. L'argent a largement sous-performé l'or dans la baisse. Ce dernier a rebondi à trois reprises sur un support à 2600 \$. Mais les deux métaux précieux bouclent une année exceptionnelle (or : +27.5%, argent : +22.1%).



**L'or et l'argent affichent des performances remarquables sur l'année.**

### OR

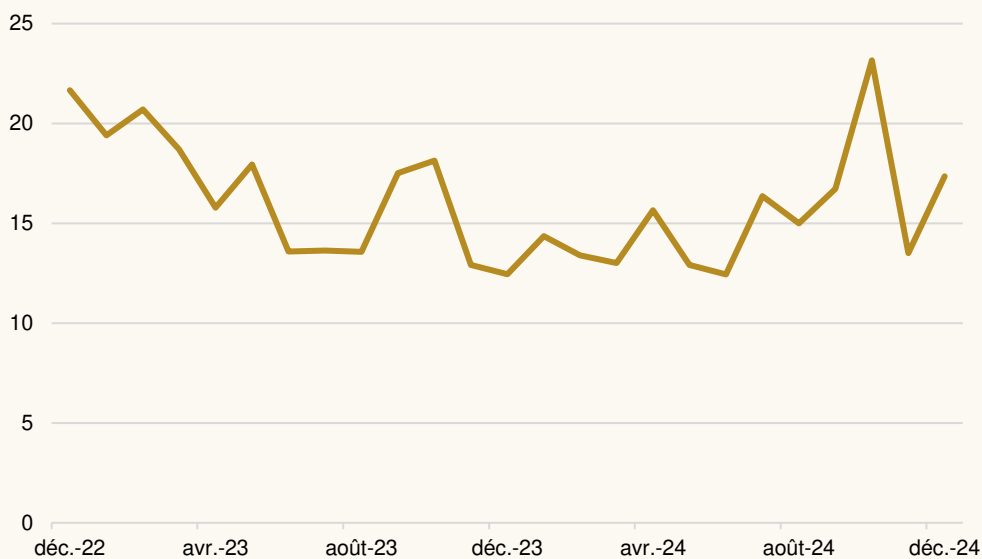
#### ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2024  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# VOLATILITÉ

## VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS

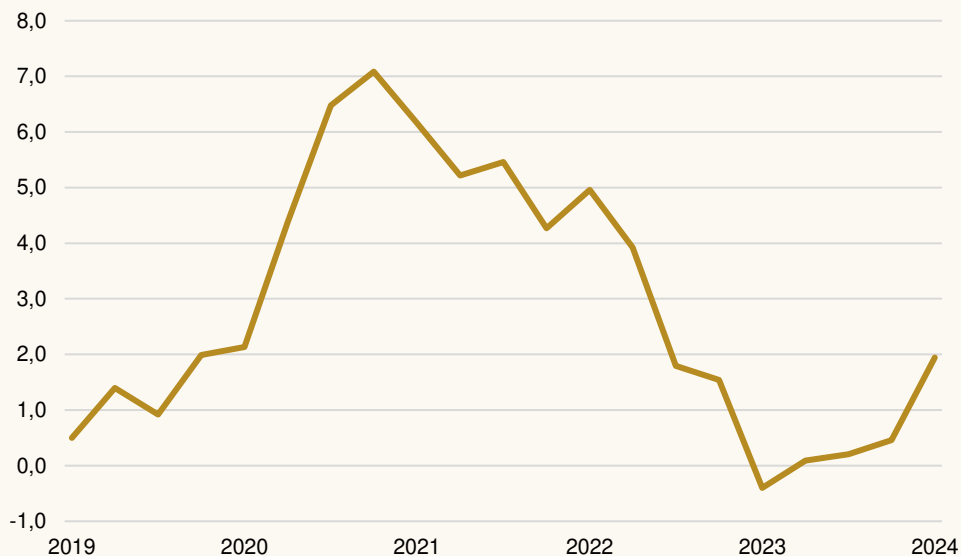


Source : Bloomberg, 31/12/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# IMMOBILIER

## MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SUISSE VARIATION ANNUELLE



Source : Bloomberg, 31/12/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
<b>7-janv.</b>	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	déc.-24	52,1
	Zone euro	Inflation	déc.-24	2,3
	Zone euro	Taux de chômage	nov.-24	6,3
	Suisse	Inflation	janv.-25	0,6
<b>8-janv.</b>	Etats-Unis	Minutes de la Fed	avr.-26	
<b>9-janv.</b>	Chine	Inflation	déc.-24	0,2
	Allemagne	Production industrielle	nov.-24	-1,0
<b>10-janv.</b>	Etats-Unis	Confiance des ménages	janv.-25	74,0
	Etats-Unis	Emplois	déc.-24	227,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	déc.-24	4,2
	Suisse	Taux de chômage	déc.-24	2,6
<b>13-janv.</b>	Chine	Exportations	déc.-24	6,7
<b>15-janv.</b>	Etats-Unis	Inflation	déc.-24	2,7
	Zone euro	Production industrielle	nov.-24	0,0
	Royaume Uni	Inflation	déc.-24	2,6
<b>16-janv.</b>	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	janv.-25	-16,4
<b>17-janv.</b>	Etats-Unis	Production industrielle	déc.-24	-0,2
	Chine	Ventes au détail	déc.-24	3,0
	Chine	Croissance du PIB	déc.-24	4,6
	Chine	Production industrielle	déc.-24	5,8
	Japon	Production industrielle	déc.-24	-2,3
<b>20-janv.</b>	Japon	Production industrielle	déc.-24	-2,3
<b>21-janv.</b>	Royaume Uni	Taux de chômage	nov.-24	4,3
<b>24-janv.</b>	Zone euro	PMI manufacturier Markit	janv.-25	45,1
	Zone euro	PMI services Markit	janv.-25	51,6
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	janv.-25	47,0
	Royaume Uni	PMI services Markit	janv.-25	51,1
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	janv.-25	49,6
<b>27-janv.</b>	Allemagne	Climat des affaires ifo	janv.-25	84,7
<b>29-janv.</b>	Etats-Unis	Réunion de la Fed	janv.-25	4,5
<b>30-janv.</b>	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-24	3,1
	Zone euro	Réunion de la BCE	janv.-25	3,0
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-24	0,4
	France	Croissance du PIB	déc.-24	0,4
	Allemagne	Croissance du PIB	déc.-24	0,1
	Italie	Croissance du PIB	déc.-24	0,0
	Suisse	Indicateur avancé Kof	janv.-25	99,5
	<b>31-janv.</b>	Chine	PMI manufacturier Caixin	janv.-25

# Discutons-en.

T +41 (0)22 512 10 24  
Place de l'Université 6  
CH – 1205 Genève  
swisscapital-ib.com

Document achevé de rédiger le 31 décembre 2024.

## DISCLAIMER

This material has been prepared solely for purposes of illustration and discussion. Under no circumstances should the information contained herein be used or considered as an offer to sell, or solicitation of an offer to buy any security. Any security offering is subject to certain investor eligibility criteria as detailed in the applicable offering documents. The information contained herein is confidential and may not be reproduced or circulated in whole or in part. The information is in summary form for convenience of presentation, it is not complete and it should not be relied upon as such.

All information, including performance information, has been prepared in good faith; however Swiss Capital IB S.A make no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information, and nothing herein shall be relied upon as a promise or representation as to past or future performance.

This material may include information that is based in whole or in part on hypothetical assumptions, models and /or other analysis of Swiss Capital IB S.A (which may not necessarily be described herein). No representation or warranty is made as to the reasonableness of any such assumptions, models, or analysis.

The information set forth herein was gathered from various sources which Swiss Capital IB S.A believe to be reliable, but it cannot guarantee their reliability. Unless otherwise stated, any opinions expressed herein are current as of the date hereof and are subject to change at any time.

All sources which have not otherwise been credited derive from Swiss Capital IB S.A.