

Lettre de l'investisseur

Revue mensuelle des marchés financiers et perspectives



SWISS
CAPITAL^{IB}

Mars 2025

MACROÉCONOMIE

Les chiffres de l'emploi restent bons aux États-Unis. En janvier, l'économie américaine a créé 143 000 emplois. Les chiffres des deux derniers mois de 2024 ont été révisés à la hausse de +100 000 au total. Ensuite, **le taux de chômage a baissé de 4,1 % à 4,0 %**. Plus important encore, **les salaires ont accéléré** (+0,5 % sur un mois, +4,1 % sur un an). Cette solide dynamique de l'emploi et des salaires pourrait remettre en question la conviction de la Fed selon laquelle « *le marché du travail n'est plus une source de pressions inflationnistes* ». Indice d'un possible changement de ton : lors de son audition devant le Congrès, J. Powell a légèrement reformulé la position de la Fed en précisant qu'il ne s'agissait pas d'« *une source significative de pressions inflationnistes* ». Quelle que soit l'origine de l'inflation, elle reste encore trop élevée. **Le CPI a surpris à +3,0 %** sur un an (contre +2,9 % attendu). L'indice sous-jacent a accéléré à 3,3 % (contre +3,1 % attendu). Outre la flambée du prix des œufs (+15,2 % sur un mois), les services hors logement font de la résistance, mettant en évidence le risque posé par un marché du travail aussi solide.

L'inflation pourrait également être alimentée par la politique commerciale de Donald Trump. Pour son premier mois complet à la Maison-Blanche, le 47^e président américain a multiplié les menaces contre ses partenaires commerciaux. Jusqu'à présent, seule la Chine a réellement subi les foudres de Donald Trump, avec une taxe supplémentaire de 10 % sur tous les produits importés. Les 25 % sur le Canada et le Mexique ont été reportés d'un mois. **Cependant, l'escalade des tensions commerciales détériore clairement le climat économique.** L'incertitude omniprésente pèse sur les conditions actuelles et les anticipations. **Les enquêtes PMI ont souligné un ralentissement de l'activité économique en février.** Décélérant de 52,7 à 50,4, le PMI composite est à la lisière de la zone de contraction. L'économie a connu sa plus faible croissance depuis 17 mois. **Les services ont particulièrement déçu** (49,7 contre 53 attendus). Une lueur d'espoir est venue du secteur manufacturier, dont l'expansion accélère (51,6 contre 51,5 attendus). Mais les anticipations d'inflation à un an de l'Université du Michigan ont bondi à 4,3 %. Ainsi, les consommateurs s'inquiètent, en témoigne l'indice de confiance des ménages du Conference Board qui a enregistré sa plus forte baisse depuis août 2021.

Pour l'instant, les données économiques dures ne montrent pas de signes alarmants. Certes, les ventes au détail ont reculé (-0,9 % sur un mois) en février. Mais les consommateurs avaient anticipé leurs achats en fin d'année avant l'arrivée de Trump, ce qui s'est reflété dans la forte progression de la consommation des ménages dans le PIB du quatrième trimestre 2024 (+4,2 % en rythme annualisé). Néanmoins, la conclusion des dernières semaines est que si l'administration Trump s'aventure trop loin sur le sentier de la guerre commerciale, cela pèsera inévitablement sur la croissance américaine.



Les menaces de guerre commerciale pèsent sur les perspectives des agents économiques.

En zone euro, **les PMI de février sont restés stables**, avec un indice composite inchangé à 50,2 (contre 50,5 attendu). Le PIB du quatrième trimestre 2024 a été révisé à la hausse à +0,1 % contre 0 %, indiquant que **l'Europe sort progressivement d'une phase de contraction** et pourrait entrer dans une dynamique de croissance modérée. L'atténuation de la contraction manufacturière a apporté un léger soutien au bloc en février (PMI en hausse à 47,3 contre 46,6). Toutefois, le PMI des services a ralenti à 50,7, montrant que l'économie peine encore. **L'Allemagne a connu une légère réaccélération** (PMI composite à 51 contre 50,5 attendu), portée par l'espoir que la nouvelle coalition au pouvoir adopte des mesures de soutien économique. Cela a quelque peu compensé **des chiffres désastreux en France** (PMI composite à 44,5 contre 48 attendu). L'instabilité gouvernementale continue d'entraver fortement l'activité du secteur privé français.

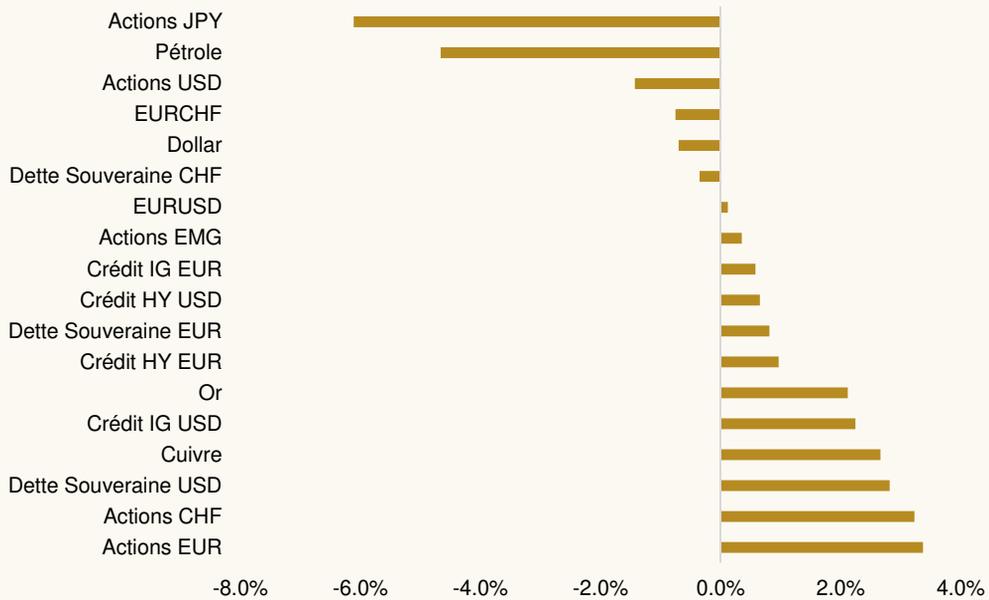
L'inflation reste au-dessus de l'objectif de la BCE (+2,5 % sur un an), avec une composante sous-jacente encore plus élevée (+2,7 % sur un an), toujours alimentée par des prix des services persistants (+3,9 %). Cependant, l'indicateur des salaires de la BCE signale une décélération durable en 2025. **Les salaires négociés au quatrième trimestre 2024 ont d'ailleurs ralenti à +4,1 % contre +5,4 %**. Les effets de base masquent le retour progressif de l'inflation vers l'objectif de 2 % de la BCE. Avec le CPI de janvier l'inflation s'établit à +0,3 % en rythme annualisé sur six mois et même de -1,0 % sur trois mois. Malgré les propos toujours *hawkish* d'Isabel Schnabel, une nouvelle baisse des taux est anticipée pour la réunion de mars, et les marchés s'attendent à ce que le taux de dépôt de la BCE termine 2025 en dessous de 2 % (contre 2,75 % aujourd'hui).

La Chine montre des signes de stabilisation, mais les perspectives économiques du pays restent incertaines, notamment en raison de l'agressivité de Donald Trump. Bien qu'il ait reporté les *tarifs* sur ses partenaires nord-américains, le président américain n'a pas renoncé à augmenter les droits de douane de 10 % sur les produits chinois. La croissance pourrait être menacée. Les PMI ont envoyé un signal contrasté, avec le PMI composite Caixin suggérant une légère expansion à 51,1 après 51,4. **Plus important encore, l'inflation de janvier a été un soulagement.** Après avoir flirté avec la déflation, le CPI a rebondi (+0,5 % sur un an). La spirale déflationniste des prix de l'immobilier ralentit (-5 % après -5,3 %). Cela s'explique par les mesures de soutien monétaires déployées par les autorités depuis septembre. **Par ailleurs, le gouvernement pourrait en finir avec la répression du secteur privé.** L'essor de l'IA chinoise DeepSeek (et le choc qu'elle a provoqué dans les économies développées) a été l'une des motivations de Xi Jinping pour rencontrer les grands patrons de la tech chinoise. Des évolutions économiques et politiques pourraient suivre.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

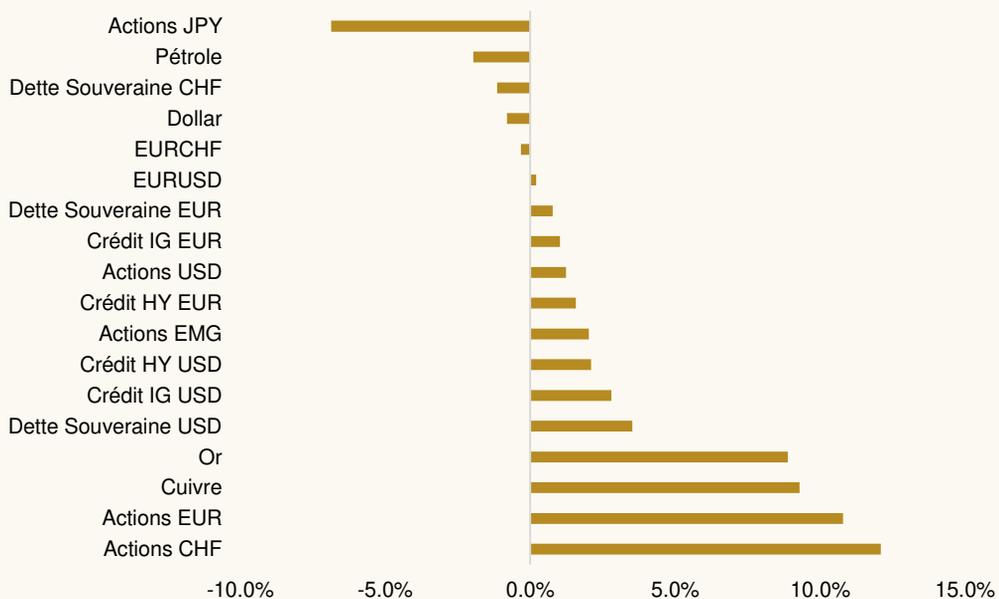
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 28/02/2025

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 28/02/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

L'économie japonaise sort de sa torpeur. **L'inflation a atteint son plus haut niveau des deux dernières années** (+4,0 % sur un an contre +3,6 % attendu). Les prix de l'alimentation et de l'énergie ont explosé (respectivement +7,8 % et +11,2 %), mais **la composante sous-jacente a également augmenté rapidement** (+2,5 %). Par ailleurs, la croissance économique accélère. La croissance du quatrième trimestre 2024 a atteint +0,7 % en variation trimestrielle, soutenue par le commerce international et un yen faible. **Les indices PMI ont poursuivi cette tendance**, avec un PMI composite en territoire positif (51,6 contre 51,1 attendu). Ces données fournissent à la Banque du Japon (BoJ) davantage d'éléments en faveur d'une nouvelle hausse des taux. D'autres indices pourraient venir avec le *shunto* (négociations salariales de printemps). À ce jour, les marchés estiment à 50 % la probabilité d'une hausse de 25 points de base en juin, la première hausse entièrement anticipée étant prévue pour la réunion de septembre.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a procédé à une baisse de taux largement attendue, réduisant à l'unanimité son taux directeur de 4,75 % à 4,5 %. Cependant, l'activité économique et la croissance ont dépassé les attentes par la suite. En premier lieu, l'activité a surpris positivement en décembre 2024 (PIB +0,4 % sur un mois contre +0,1 % attendu), permettant à **l'économie britannique d'éviter la contraction au quatrième trimestre 2024** (+0,1 % sur un trimestre contre -0,1 % attendu). Le PMI composite à 50,5 en février suggère une légère croissance. Cependant, l'inflation a repris son accélération (+3,0 % sur un an contre +2,8 % attendu), avec un indice sous-jacent toujours élevé (+3,7 %). **Le scénario central de la BoE prévoit que l'inflation (CPI) continue d'accélérer jusqu'à 3,7 % au premier semestre 2025** avant de fortement ralentir. Toutefois, la hausse persistante des salaires (+6 % sur un an après +5,5 %) représente un risque, d'autant plus que le taux de chômage reste stable (4,4 % contre 4,5 % attendu). Ainsi, la BoE devrait maintenir ses taux en mars.

En Suisse, la croissance du quatrième trimestre a dépassé les attentes. Le PIB, ajusté des événements sportifs, a affiché une progression solide de +0,5 % sur un trimestre. Il s'agit de la plus forte expansion trimestrielle depuis près de deux ans, soutenue par une croissance robuste dans les secteurs de la chimie et de la pharmacie (+2,7 % sur un trimestre). **Toutefois, l'inflation a chuté à son plus bas niveau depuis 2021** (+0,4 % sur un an après +0,6 % en décembre), la force du franc jouant un rôle déflationniste majeur. Par conséquent, une baisse de taux de 25 points de base est déjà anticipée pour la réunion de mars de la BNS.

MARCHÉS ACTIONS

Moment délicat pour les marchés américains (S&P500 : -1.4%, NASDAQ 100 : -2.8% sur le mois). Le choc occasionné par l'irruption de l'IA chinoise DeepSeek fin janvier continue à alimenter le scepticisme des investisseurs sur la technologie américaine. Bien que l'arrivée de ce modèle *low cost* soit loin de remettre en cause l'hégémonie technologique américaine, les investisseurs y voient un indice que les larges investissements en capex consentis par les stars de la cote américaine pourraient ralentir à moyen terme. Ils ne se sont donc pas enthousiasmés pour les résultats pourtant assez largement au-dessus des attentes de Nvidia (+4.0%), prétextant que les surprises ne sont plus de la même ampleur qu'il y a quelques mois.

Et dire que le marché n'est pas aidé par le climat politique relève de l'euphémisme. Après avoir accordé un sursis au Mexique et au Canada dans le feuilleton des droits de douane, Donald Trump a continué à tirer à boulets rouges sur ses partenaires commerciaux. Résultat des courses, une nouvelle hausse des barrières douanières de 10% sur les produits chinois et une très probable mise à exécution des menaces sur ses partenaires nord-américains début mars. **En l'absence de visibilité sur les politiques commerciales** menées par Washington, les perspectives des agents économiques se dégradent sensiblement. C'est ce qui est ressorti des **enquêtes PMI de février aux Etats-Unis dont l'indicateur des Services est tombé dans la zone de contraction** pour la première fois depuis deux ans (49.7 vs 53 att.). Le fort ralentissement de la confiance des consommateurs mis en évidence par le Conference Board s'inscrit dans le même mouvement.

Logiquement, c'est une rotation sectorielle vers les secteurs défensifs qui s'est enclenchée aux Etats-Unis. La **Consommation de base** (+5.6%) termine en tête du classement, suivie par **l'Immobilier** (+4.1%) qui a profité de la forte baisse des rendements à 10 ans (-30pb sur les dix derniers jours de février). A l'autre bout du spectre, la contreperformance des **7 Magnifiques** (-8.8%) pèse sur les secteurs de la **Consommation Cyclique** (-9.4%), des **Services de communication** (-6.3%) et de la **Technologie** (-1.4%).

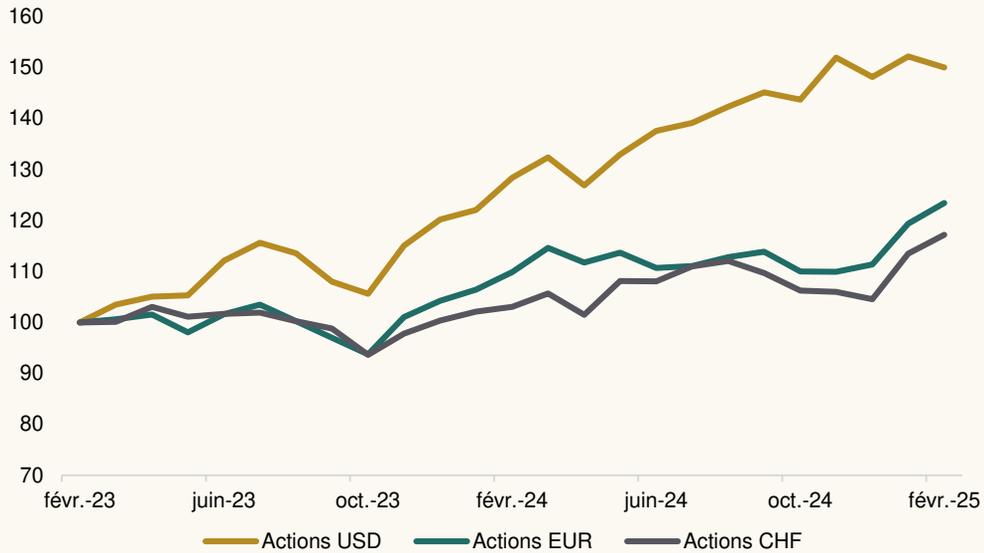
De l'autre côté de l'Atlantique, l'Europe creuse l'écart (Stoxx 600 Europe : +3.3%). Les **Banques** (+12%) restent le secteur fort du continent dans le sillage des excellents résultats de **Société Générale** (+25.8%). Les marchés se sont surtout réjouis de voir que le conflit en Ukraine pourrait peut-être trouver une issue. La confirmation d'un possible désengagement américain de la défense de l'Europe a aussi remis **le thème du réarmement européen** au premier plan. Cela a considérablement soutenu les valeurs liées à la défense comme **Rheinmetall** (+33.2%) ou **SAAB** (+32.9%). Pour couronner le tout, les enquêtes PMI se sont révélées assez rassurantes, indiquant que la croissance ne flanche pas (PMI Composite : 50.2), même si la légère amélioration de l'économie allemande contrebalance tout juste les fortes inquiétudes en France.

Un moment compliqué pour les marchés entre scepticisme sur l'IA et guerres commerciales de Trump.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

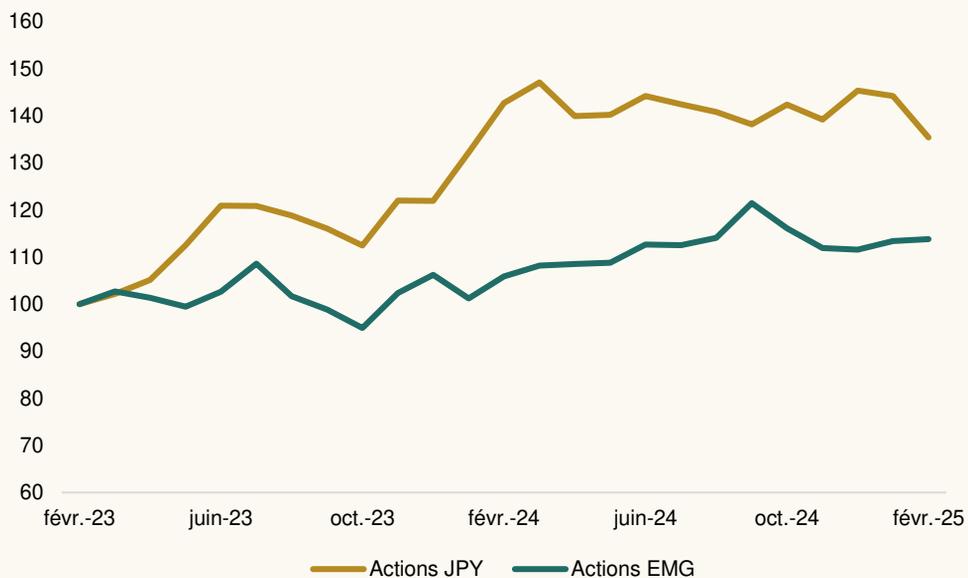
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2025

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Même si le PIB du T4 2024 a été confirmé à 2.3% en seconde estimation, **les surprises économiques négatives se sont accélérées pour l'économie US durant le mois de février**, notamment en raison des craintes croissantes liées aux conséquences de la politique des tarifs menée par l'administration Trump. Outre la douche froide du PMI Services pour février (sous les 50), les demandes d'inscription au chômage ont eu tendance à augmenter et les chiffres du logement continuent d'être très mauvais (indice des promesses de ventes de logement au plus bas historique). Conséquence, le GDPNow de la banque fédérale d'Atlanta mesurait un PIB négatif de -1.5% pour le T1 2025 à la date du 28 février.

L'inquiétude de récession a été confirmée par les marchés obligataires puisque la courbe s'est aplatie : le 2y-10y n'est plus positif que de 22bp tandis que le 3M-10y s'est même ré-inversé sur la fin du mois. Nous avons clairement changé de narratif sur le marché, et les futures de taux aux US *pricent* désormais trois baisses de 25bp de la Fed en 2025 (juin, septembre et décembre). Notons que les rendements des Treasuries se sont donc massivement repliés sur le mois, le 10y perdant 35bp à 4.20%, faisant fortement remonter la volatilité des emprunts d'Etat US (move index de nouveau au-dessus des 100).

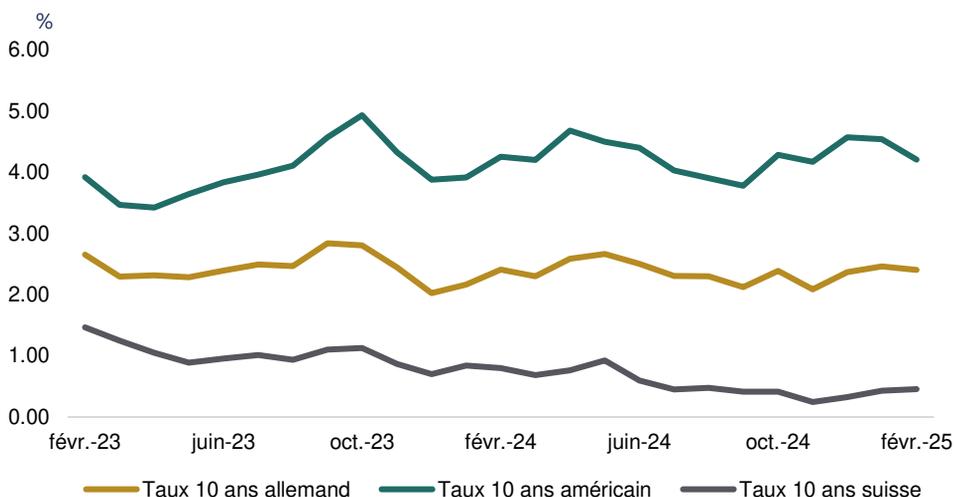
Côté Europe, la tendance est beaucoup moins nette puisque le Bund 10 ans n'a perdu que 5bp de rendement sur février. La faute à des craintes d'inflation toujours importantes et aux programmes de dépense militaire qui mettront à mal les déficits budgétaires. La courbe reste donc plus pentue qu'aux US avec notamment un écart 2y-10y positif de +39bp fin février. On notera l'upgrade du Portugal chez S&P de A- à A perspective positive, tandis que la perspective de la France a été révisée à négative dans le même temps (AA-) en raison de la persistance d'un déficit budgétaire élevé.

Côté crédit, les spreads ont globalement continué de se resserrer en Europe tandis que le HY US s'est écarté de 20bp sur février. Pour autant, le marché US a surperformé en absolu grâce au rally des Treasuries. Les financières Tier2 et AT1 ont été très présentes sur le marché primaire tandis que le volume d'émissions des corporates HY a eu tendance à ralentir en Europe (-25% yoy). Les obligations AT1 ont bouclé les deux premiers mois de l'année avec une performance de +2.5% tandis qu'aux US, l'IG (+2.8%) a surperformé le HY (+2.1%) grâce à sa plus forte sensibilité aux taux.



La courbe s'aplatit après des surprises économiques négatives.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

En février, le dollar perd du terrain (-1,3 %). Bien que le billet vert ait commencé le mois sur les chapeaux de roue après la promesse de Trump d'imposer un *tarif* de 25 % sur le Canada et le Mexique ainsi qu'une taxe supplémentaire de 10 % sur la Chine, **il a rapidement reculé lorsque le président américain a accordé un sursis de 30 jours à ses homologues nord-américains**. Ensuite, il a fluctué au gré des menaces commerciales. Dans les derniers jours du mois, le dollar a rebondi, effaçant une partie de ses **pertes à mesure que les menaces se transformaient en quasi-certitudes**. Mais des **surprises de croissance décevantes** ont contrebalancé le mouvement. Les paris pour un peu plus d'assouplissement monétaire de la Fed cette année ont légèrement augmenté, **pesant finalement sur la monnaie américaine**.

L'euro a légèrement rebondi (EURUSD : +0,3 %). **L'accélération des négociations pour mettre fin à la guerre en Ukraine** a donné un coup de pouce à la monnaie unique. Cependant, la réunion houleuse entre Trump et Zelensky à la fin du mois a soulevé des questions sur les conditions d'un éventuel cessez-le-feu. De plus, la probabilité de nouvelles taxes douanières contre l'UE a fortement augmenté dans les derniers jours de février. À environ 1,04, l'EURUSD reste faible, mais toujours dans sa fourchette des trois dernières années.

Le franc suisse s'est apprécié face au dollar (CHFUSD : +0,8 %). Une inflation toujours modérée et la perspective d'une baisse des taux par la BNS en mars n'ont pas pesé excessivement sur la devise helvétique. La raison se trouve dans un contexte géopolitique extrêmement incertain, où **le statut de valeur refuge de la devise suisse est un atout**.

La livre sterling a également progressé face au dollar (GBPUSD : +1,0 %). Avec une inflation relativement persistante au Royaume-Uni et des surprises de croissance légèrement positives, la Banque d'Angleterre devrait maintenir des taux élevés cette année. La livre a atteint un sommet de 10 semaines à la fin février.

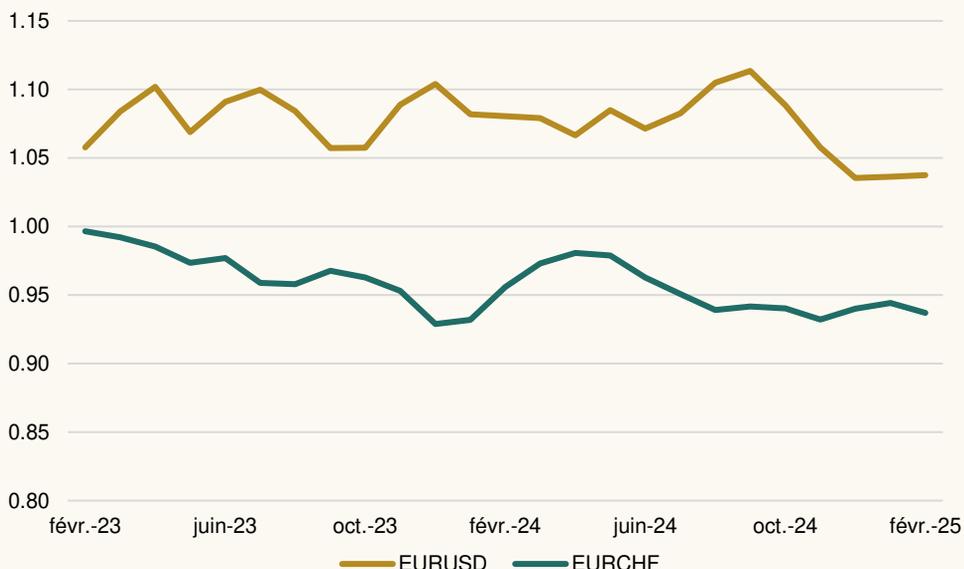
Le yen est le grand gagnant parmi les principales devises des marchés développés en février (USDJPY : -2,6 %). La perspective de voir la Banque du Japon poursuivre son cycle de hausses de taux s'est renforcée après un nouveau chiffre d'inflation élevé. De plus, la croissance ne montre pas de signe d'essoufflement. La paire USDJPY teste le seuil clé des 150.



Le dollar a marqué une pause temporaire en janvier.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 28/02/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le pétrole recule, lesté par les mêmes forces baissières qu'en fin d'année 2024, notamment la perspective **d'un excédent structurel sur le marché mondial**. (Brent : -3,7 %, WTI : -4,7 %)

Les sanctions drastiques imposées par l'administration Biden en janvier contre l'industrie pétrolière russe relèvent du passé. **Le nouveau gouvernement américain cherche à apaiser les tensions avec la Russie**, ce qui pourrait faciliter l'accès du pétrole russe au marché mondial. De plus, l'administration Trump s'est jusqu'à présent montrée plus dure en paroles qu'en actes contre le complexe pétrolier iranien.

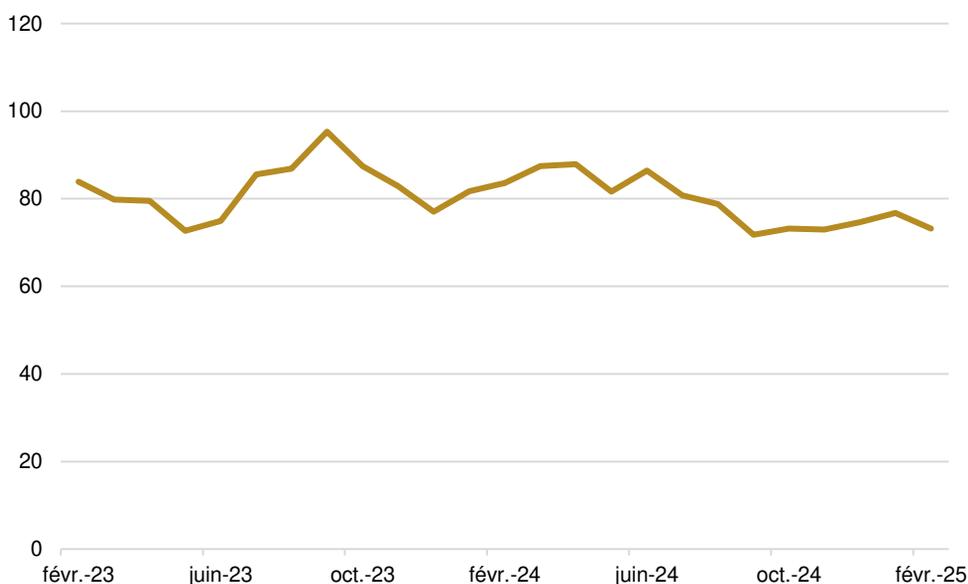
Les dernières rumeurs indiquent que l'OPEP+ pourrait tenter de soutenir les prix du pétrole en reportant l'augmentation de la production prévue en avril. Cependant, cela est largement compensé par la dégradation des perspectives économiques aux États-Unis. Par ailleurs, le rebond de la croissance chinoise reste trop timide pour exercer une pression haussière significative sur l'or noir.



La détérioration des perspectives économiques aux États-Unis pèse sur le pétrole.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

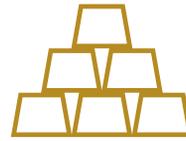


Source : Bloomberg, 28/02/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or enregistre un rendement positif en février (+1,5 %). **L'incertitude commerciale et géopolitique a renforcé l'attrait du métal jaune**, qui a atteint un nouveau record historique. La relique barbare semblait se diriger vers le seuil des 3000 dollars l'once. Mais la panique générale déclenchée par l'escalade tarifaire de Trump lors de la dernière semaine du mois a limité la hausse. **L'argent recule** (-1,4 %). Son caractère cyclique a été un handicap lorsque les doutes sur la croissance américaine sont réapparus. **À long terme, nous maintenons notre préférence pour l'or, qui bénéficie des achats des banques centrales.**



L'or a d'abord bénéficié de l'incertitude avant de reculer à la fin du mois.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

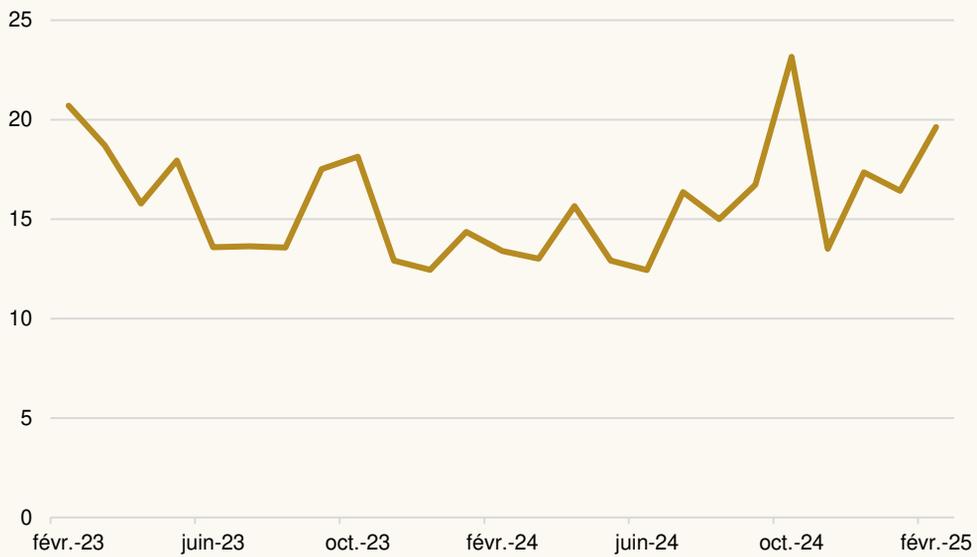


Source : Bloomberg, 28/02/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

IMMOBILIER

MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SUISSE VARIATION ANNUELLE



Source : Bloomberg, 28/02/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
3-mars	Etats-Unis	PMI manufacturier	févr.-25	50.9
	Chine	PMI manufacturier Caixin	mars-25	50.8
	Zone euro	Inflation	févr.-25	2.5
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	mars-25	47.3
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	mars-25	46.4
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	mars-25	49.0
	Suisse	PMI manufacturier	févr.-25	47.5
4-mars	Zone euro	Taux de chômage	janv.-25	6.3
5-mars	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	févr.-25	52.8
	Zone euro	PMI services Markit	mars-25	50.7
	Royaume Uni	PMI services Markit	mars-25	51.1
	Italie	Croissance du PIB	mars-25	0.0
	Suisse	Inflation	févr.-25	0.4
6-mars	Zone euro	Réunion de la BCE	févr.-25	2.8
	Suisse	Taux de chômage	févr.-25	2.7
7-mars	Etats-Unis	Emplois	févr.-25	143.0
	Etats-Unis	Taux de chômage	févr.-25	4.0
	Zone euro	Emploi	mars-25	0.1
	Zone euro	Croissance du PIB	mars-25	0.1
9-mars	Chine	Inflation	févr.-25	0.5
10-mars	Allemagne	Production industrielle	janv.-25	-2.4
11-mars	Japon	Croissance du PIB	mars-25	2.8
12-mars	Etats-Unis	Inflation	févr.-25	3.0
13-mars	Zone euro	Production industrielle	janv.-25	-1.1
14-mars	Etats-Unis	Confiance des ménages	mars-25	64.7
17-mars	Chine	Production industrielle	janv.-25	5.8
18-mars	Etats-Unis	Production industrielle	févr.-25	0.5
19-mars	Etats-Unis	Réunion de la Fed	févr.-25	4.5
	Japon	Production industrielle	févr.-25	-1.1
20-mars	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	mars-25	18.1
	Royaume Uni	Taux de chômage	janv.-25	4.4
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	avr.-25	4.5
	Suisse	Réunion de la Banque Nationale Suisse	nov.-24	0.0
25-mars	Allemagne	Climat des affaires ifo	mars-25	85.2
26-mars	Royaume Uni	Inflation	févr.-25	3.0
27-mars	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-25	2.3
28-mars	Royaume Uni	Croissance du PIB	mars-25	0.1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	mars-25	101.7

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 28 février 2025.

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.