



TELOMERE | Capital

Point sur les Marchés

Maintien du cap malgré les incertitudes

Novembre 2024



Éditorial

Le mois d'octobre a été assez mouvementé pour les marchés mondiaux. Aux États-Unis, les créations d'emplois ont ralenti pour atteindre leur niveau le plus bas depuis des années, principalement en raison de revers temporaires dus à des grèves et à des événements météorologiques. Néanmoins, le chômage est resté stable, ce qui témoigne de la stabilité du marché de l'emploi. Dans son côté, l'inflation reste au centre des préoccupations, la récente hausse (MoM) des prix aux États-Unis suscitant un débat sur les futures mesures politiques. En Europe, la BCE a réagi en réduisant une nouvelle fois ses taux, dans le but d'équilibrer la croissance et le contrôle de l'inflation.

Les marchés européens ont également montré des signaux mitigés. L'Allemagne est parvenue à se sortir d'une récession technique et le Royaume-Uni a affiché des résultats économiques positifs, tandis que l'inflation ralentissait. Les projecteurs sont désormais braqués sur les prochaines élections américaines, qui pourraient influencer l'orientation de l'économie et des marchés.

Du côté des entreprises, les bénéfices des secteurs de la technologie et des télécommunications ont été impressionnants, même si certains craignent une pression potentielle sur les marges des entreprises technologiques cette saison. Pour ceux qui cherchent une protection contre l'inflation, les TIPS peuvent offrir une certaine valeur, car l'inflation devrait rester élevée sous les deux candidats.

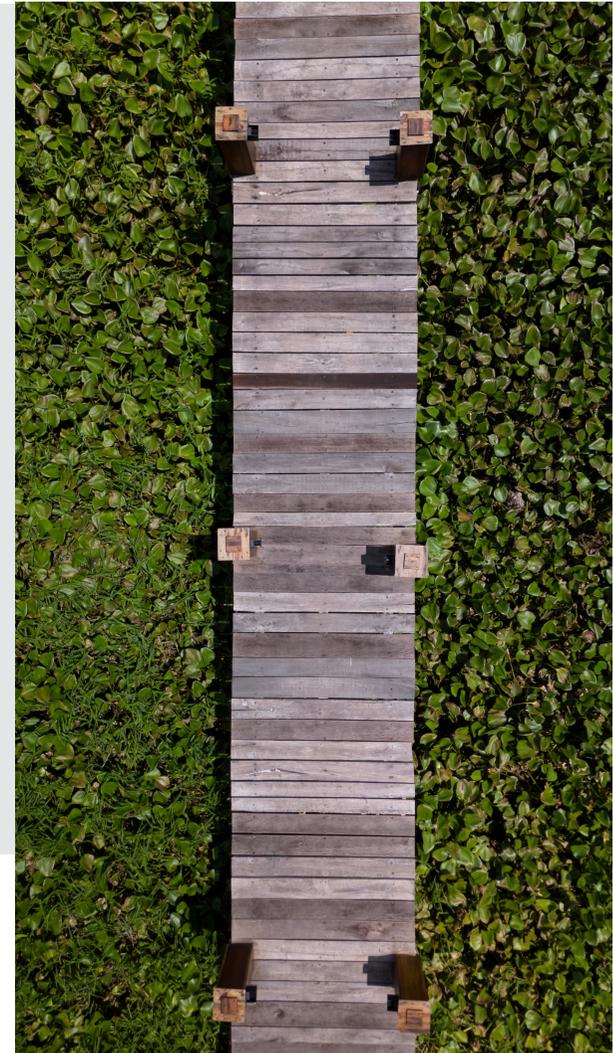
Nous vous souhaitons une bonne lecture et espérons que ces mises à jour vous seront utiles pour le mois à venir.



Joan Bürgy
Investment Specialist



Jérôme Tobler, CIIA
Partner & Senior Financial Advisor



Marchés Globaux

Global	Last	YTD	MTD
MSCI World	3,647.1	17.0%	-2.0%
MSCI ACWI	832.3	16.5%	-2.2%

United States

Dow Jones Industrial	41,763.5	12.5%	-1.3%
S&P 500	5,705.5	21.0%	-0.9%
NASDAQ 100	19,890.4	19.0%	-0.8%
Russell 2000	2,196.7	9.6%	-1.4%

Europe

Euro STOXX 600	505.4	8.8%	-3.2%
Euro STOXX 50	4,827.6	10.1%	-3.3%
DAX	19,077.5	13.9%	-1.3%
CAC 40	7,350.4	0.3%	-3.7%
FTSE 100	8,110.1	8.2%	-1.4%
Swiss Market Index (SMI)	11,792.9	9.3%	-3.1%

Sectors (US)

Communication Services		30.7%	2.5%
Consumer Discretionary		11.2%	-2.0%
Consumer Staples		15.9%	-2.8%
Energy		9.1%	0.3%
Financials		27.7%	3.0%
Health Care		9.3%	-4.6%
Industrials		19.0%	-1.2%
Materials		10.1%	-3.6%
Real Estate		10.6%	-3.4%
Technology		26.7%	-0.7%
Utilities		29.1%	-1.1%

Commodities & Metals	Last	YTD	MTD
Gold (XAU)	2,738.1	33.0%	4.2%
Silver (XAG)	32.8	37.3%	4.8%

Currencies (USD)

EUR	1.09	-1.4%	-2.3%
CHF	0.86	-2.7%	-2.2%
JPY	152.0	7.8%	5.8%
BTC	69,687.2	66.8%	9.6%

Fixed Income

US Treasury	2,308.31	1.4%	-2.4%
EUR Treasury	243.88	1.0%	-1.0%
Global Corporate	3,312.78	2.8%	-2.4%
Global EM USD	1,248.1	6.7%	-1.4%
Global High Yield	1,659.8	8.9%	-0.6%

Interest Rates (US)

		Last month	End 2023
3 Months	4.54%	4.62%	5.33%
12 Months	4.27%	4.00%	4.76%
5 Year	4.16%	3.56%	3.85%
10 Year	4.28%	3.78%	3.88%

Price / Earnings Ratios

		End 2023	End 2022
S&P 500	26.03	23.00	18.28
Euro STOXX 50	13.95	12.99	11.69
Swiss Market Index (SMI)	19.00	19.00	14.79

Data at close of 31/10/2024

Indicateurs Macroéconomiques

Central Banks Targets Rates	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Inflation (CPI - YoY)	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024
United States	4.88%	4.88%	5.38%	5.38%	United States	2.40%	2.40%	3.00%	3.50%
Eurozone	3.40%	3.65%	4.25%	4.50%	Eurozone	2.00%	1.70%	2.50%	2.40%
Switzerland	0.96%	0.97%	1.23%	N/A	Switzerland	0.60%	0.80%	1.30%	1.00%
Canada	3.75%	4.25%	4.75%	5.00%	Canada	1.60%	1.60%	2.70%	2.90%
Japan	0.05%	-0.05%	-0.09%	N/A	Japan	2.50%	2.50%	2.80%	2.70%
China	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	China	0.40%	0.40%	0.20%	0.10%
India	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	India	5.49%	5.49%	5.08%	4.85%
Unemployment	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Gross Domestic Product (YoY)	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024
United States	4.10%	4.10%	4.10%	3.80%	United States	2.70%	2.70%	3.00%	2.90%
Eurozone	6.30%	6.30%	6.40%	6.50%	Eurozone	1.00%	N/A	1.00%	0.30%
Switzerland	2.60%	2.60%	2.40%	2.30%	Switzerland	1.80%	N/A	1.80%	0.60%
Canada	6.50%	6.50%	6.40%	6.10%	Canada	1.30%	N/A	1.30%	0.70%
Japan	2.40%	2.40%	2.50%	2.60%	Japan	2.10%	N/A	2.10%	2.50%
China	5.10%	5.10%	5.00%	5.20%	China	4.60%	4.60%	4.70%	5.30%
					India (Real GDP)	6.65%	N/A	6.65%	7.76%
Producer Price Index (PPI - YoY)	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Purchasing Managers' Index	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024
United States	-0.70%	-0.70%	1.60%	1.80%	United States	46.5	47.2	48.5	50.3
European Union	-0.80%	N/A	0.10%	-1.20%	Eurozone	45.9	45	45.8	46.1
Switzerland	-1.30%	-1.30%	-1.90%	-2.10%	Switzerland	49.9	49.9	43.9	45.2
Canada	-0.87%	-0.87%	2.90%	-0.40%	Canada	51.1	50.4	49.3	49.8
Japan	2.80%	2.80%	2.60%	0.90%	Japan	49.2	49.7	50	48.2
China	-2.80%	-2.80%	-0.80%	-2.80%	China	50.1	49.8	49.5	50.8
India	1.84%	1.84%	3.43%	0.26%	India	57.4	56.5	58.3	59.1
Core Inflation (Core CPI - YoY)	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024	Consumer Spending (PCE - YoY)	Last	Q3 2024	Q2 2024	Q1 2024
United States	3.30%	3.30%	3.30%	3.80%	United States	2.65%	2.65%	2.63%	2.98%
Eurozone	2.70%	2.70%	2.90%	2.90%					
Switzerland	0.80%	1.00%	1.10%	1.00%					
Canada	2.40%	2.40%	2.90%	2.90%					
Japan	1.70%	1.70%	1.90%	2.20%					

Data as of 01/11/2024
N/A: Not yet reported or Public Holiday

Nouvelles Macro d'Octobre



- **L'économie américaine n'a créé que 12'000 emplois** en octobre 2024, un chiffre bien inférieur aux attentes et le plus faible gain mensuel en plusieurs années, principalement en raison de facteurs temporaires comme les ouragans et les grèves. Malgré cette faible croissance de l'emploi, le taux de chômage est resté stable à 4,1 %
- **L'inflation aux États-Unis a augmenté plus que prévu en septembre.** L'indice des prix à la consommation (IPC) de base a progressé de 0,3 % sur une base mensuelle, ralentissant les récents progrès dans la modération des pressions sur les prix. L'indice des prix PCE, excluant les éléments volatils tels que l'alimentation et l'énergie, a augmenté de 2,7 %, renforçant les arguments en faveur d'un ralentissement du rythme de baisse des taux dans les mois à venir.
- **L'Allemagne vient de sortir tout juste d'une récession technique,** tandis que l'indice PMI composite flash européen (49,7) reste légèrement en territoire de contraction. Sur une base agrégée, le PIB de la zone euro a progressé de 0,4 % en glissement trimestriel, un résultat supérieur aux attentes. Au Royaume-Uni, l'inflation a ralenti plus que prévu et la croissance du PIB est restée positive.
- **La BCE a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base** lors de sa dernière réunion. Il s'agit de la troisième réduction de taux en 2024, après des baisses similaires en juin et en septembre. Aucune réunion et donc aucune action de la FED en octobre, mais une nouvelle baisse de 25 points de base est attendue lors de la prochaine réunion du FOMC le 7 novembre, quel que soit le résultat de l'élection présidentielle américaine.
- **Le sentiment des investisseurs s'est détérioré** et l'incertitude géopolitique est demeurée élevée à l'approche des élections américaines. Les actions américaines ont reculé pour la première fois en six mois, tandis que les actions chinoises se sont échangées dans une fourchette stable, en attendant de nouvelles mesures de relance.

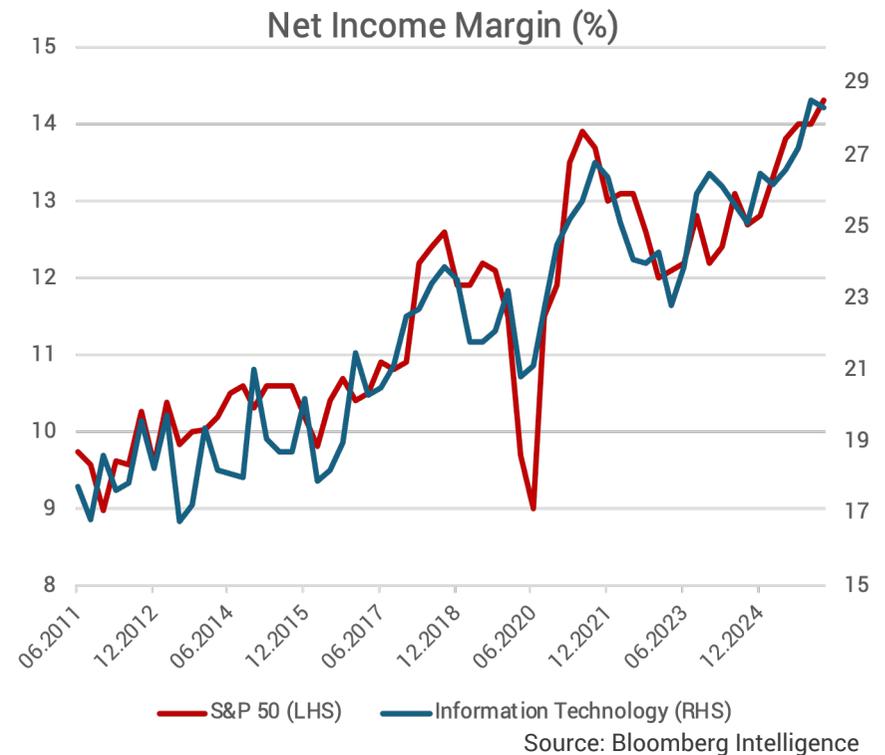
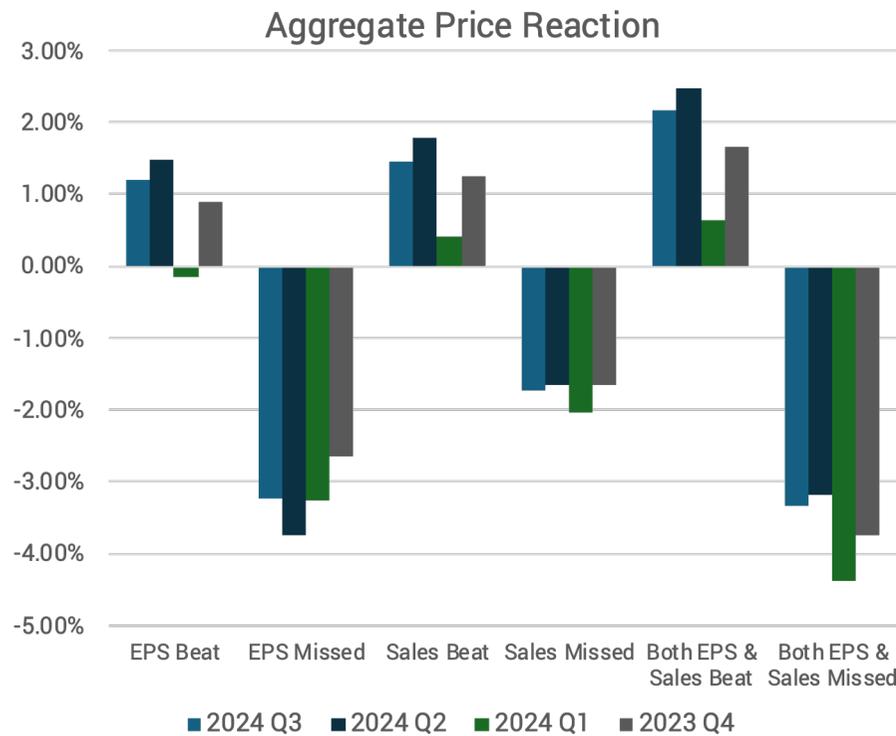
Environnement Actuel

- **L'inflation semble ralentir à l'échelle mondiale.** Toutes les principales sources d'inflation affichent des chiffres en baisse ou conformes aux attentes. Cependant, un examen plus attentif révèle que l'inflation dans les services reste préoccupante, compliquant la normalisation de la politique monétaire pour les banques centrales. Parallèlement, le marché du travail mondial reste relativement stable, ce qui est particulièrement rassurant pour l'avenir de l'économie américaine.
- **Un atterrissage en douceur reste le scénario le plus probable,** soutenu principalement par les données en provenance des États-Unis. En effet, l'économie américaine continue de faire preuve d'une résilience remarquable, avec une croissance du PIB de 3,0 % en glissement annuel au troisième trimestre 2024. Cependant, les dépenses de consommation devraient ralentir au second semestre en raison des taux d'intérêt élevés et d'un marché du travail en modération.
- **Le début du mois de novembre 2024 sera clé** pour les marchés financiers et l'économie mondiale. L'élection présidentielle américaine est l'événement le plus attendu du mois et plusieurs grandes banques centrales ont des réunions de politique monétaire prévues. Ce moment est crucial pour l'économie mondiale, avec le potentiel de définir les tendances pour le reste de l'année et au-delà.
- **Les principales banques centrales ont agi de concert** et ont entamé leur cycle de baisse des taux. Les décideurs adoptent un ton accommodant, tandis que la BCE a poursuivi son cycle d'assouplissement. Ces mesures confirment un virage vers une politique monétaire moins restrictive, avec de nouvelles baisses de taux attendues dans les mois à venir.
- **Les données sur l'emploi sont de plus en plus importantes,** car elles donnent une idée de la santé de l'économie au sens large. Les chiffres récents ont été rassurants, mais cette vigueur apparente du marché du travail pourrait être trompeuse, car de nombreux travailleurs multiplient les emplois à temps partiel en raison du coût élevé de la vie et de l'insuffisance des allocations de chômage. En outre, les demandes d'allocations de chômage, qui sont généralement un indicateur fiable du chômage, sont devenues moins fiables car de plus en plus de chômeurs épuisent leurs allocations et deviennent inéligibles.
- **Plusieurs grèves importantes sont actuellement en cours** ou ont récemment pris fin dans le monde. Si elles se prolongent, ces grèves pourraient entraîner des pénuries d'approvisionnement, des prix plus élevés pour une large gamme de biens et des pertes d'emplois potentielles dans les industries sous-jacentes touchées. Les revendications salariales, y compris des augmentations allant jusqu'à 40 %, pourraient contribuer aux pressions inflationnistes si elles sont satisfaites.

Résultats et révisions

Jusqu'à présent, les grandes capitalisations ont connu un nouveau trimestre exceptionnel, avec des bénéfices et des revenus supérieurs aux prévisions. Les grandes entreprises des secteurs de la technologie et de la communication ont ouvert la voie et, à mesure que le marché se tourne vers les petites capitalisations moins chères, les sociétés dont les bénéfices dépassent les attentes peuvent donner un nouvel élan à la performance globale des actions.

Jusqu'à présent, 75.1 % des entreprises ont dépassé les estimations de BPA, contre une moyenne de 78.7 % sur trois ans après la crise de Covid. À l'inverse, 16.9 % des entreprises n'ont pas répondu aux attentes, ce qui correspond à la norme de 17.3 %. Gardez un œil sur les marges des entreprises technologiques pendant la saison des résultats. Alors que la plupart des gens pensent que le secteur va croître de manière significative, si les marges sont plus faibles que prévu en raison d'investissements plus élevés que prévu, les entreprises technologiques pourraient rencontrer des difficultés cette saison. Au troisième trimestre, le consensus prévoit que la marge nette des entreprises technologiques sera deux fois supérieure à celle du S&P 500.



Implications des élections US (1)

Un haut niveau d'incertitude entoure les implications potentielles de l'élection de 2024 sur l'économie et le marché. Les deux candidats représentent des approches politiques distinctes avec des impacts potentiellement divergents. Voici un aperçu des scénarios possibles.

Victoire de Donald Trump:

- Inflation** : Une victoire de Trump est associée à un risque accru d'inflation. Les réductions d'impôts qu'il propose sont potentiellement expansionnistes, ce qui entraînerait une hausse des taux d'intérêt de la part de la Réserve fédérale. En outre, sa promesse de campagne d'augmenter massivement les droits de douane pourrait exacerber l'inflation et ralentir la croissance économique, ce qui nécessiterait des taux d'intérêt plus élevés. Cette attente d'une « inflation Trump » se reflète dans le comportement des traders et dans la performance des actions alignées sur les Républicains.
- Volatilité du marché obligataire** : Le retour potentiel de Trump à la Maison Blanche a suscité des inquiétudes sur le marché obligataire. Ses politiques, en particulier en matière de commerce, sont perçues comme potentiellement perturbatrices et pourraient déclencher une flambée des rendements obligataires similaire à celle qui s'est produite au cours de son premier mandat. Cela se reflète dans l'étroite corrélation entre le rendement du 10 ans et les chances d'une victoire de Trump.
- Incertitude sur les marchés boursiers** : Si le marché boursier a d'abord réagi positivement à la victoire de Trump en 2016 (voir la diapositive suivante), les guerres commerciales qu'il a menées par la suite et la hausse des rendements obligataires ont fini par provoquer une liquidation importante. Il n'est pas certain que le marché boursier puisse soutenir une reprise similaire sous une deuxième présidence Trump, en particulier face à des guerres commerciales potentielles, des rendements obligataires en hausse et une inflation persistante.

Victoire de Kamala Harris:

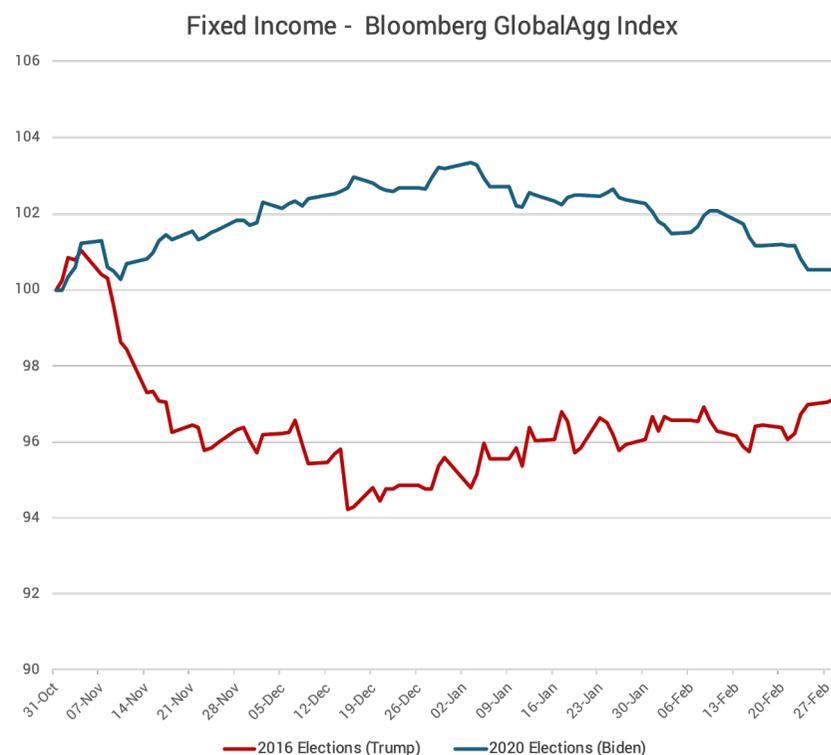
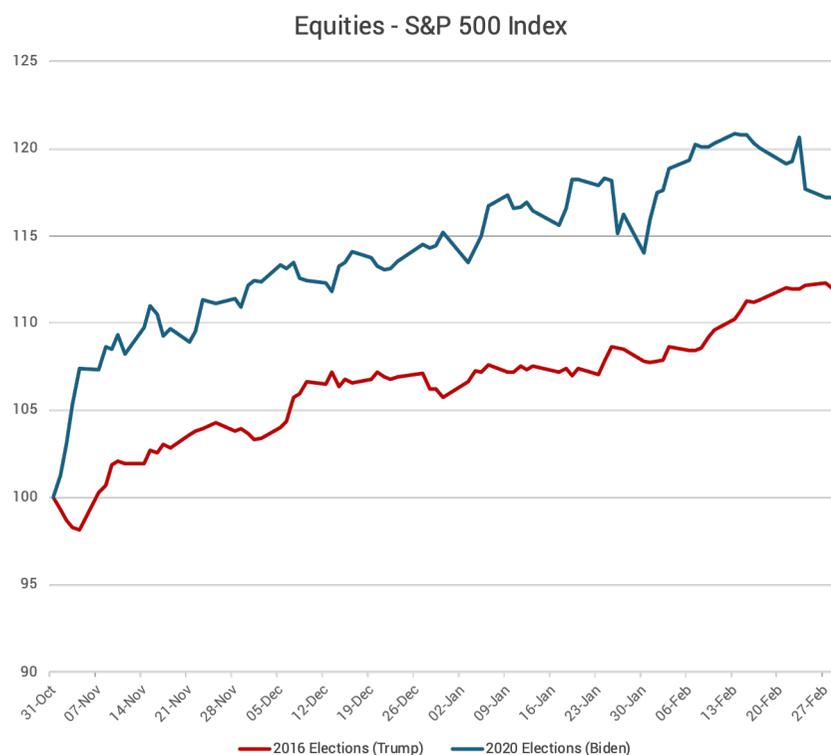
Il est difficile d'aborder directement les implications économiques et commerciales potentielles d'une victoire de Kamala Harris. Toutefois, la tendance du marché à acheter des actions plutôt que des obligations, favorable à la croissance, a bondi en réponse aux chances de Trump, ce qui laisse penser qu'une victoire de Harris pourrait susciter une réaction moins enthousiaste de la part du marché.



Implications des élections US (2)

Il est important de noter que les marchés sont tournés vers l'avenir et réagissent souvent de manière excessive aux résultats potentiels. Au-delà de l'élection, les facteurs économiques mondiaux, tels que le ralentissement dans la zone euro et les mesures de relance en Chine, joueront également un rôle important dans l'évolution de l'économie américaine et des marchés financiers, quel que soit le vainqueur de l'élection présidentielle.

En outre, l'impact final des politiques de l'un ou l'autre candidat dépendra de leur capacité à les mettre en œuvre avec succès. La traduction des promesses de campagne en effets économiques tangibles n'est pas toujours évidente, comme le montrent les performances inattendues des titres des énergies propres et du charbon sous Trump et Biden, respectivement. Quelle que soit l'issue de la campagne, les pressions inflationnistes resteront probablement élevées, en raison de la persistance des dépenses publiques et des facteurs économiques mondiaux. Cela pourrait continuer à influencer les taux d'intérêt et la volatilité du marché.



Couverture du risque d'inflation

Aucun des deux candidats à l'élection présidentielle de 2024 ne devrait réduire le déficit, ce qui laisse présager une poursuite de la tendance inflationniste actuelle. Les récentes mesures de relance prises par la Chine constituent un autre risque potentiel de réinflation. La déflation chinoise a contribué à modérer l'inflation mondiale et américaine. L'important programme de relance suggère une évolution vers la reflation en Chine, qui pourrait se répercuter sur les États-Unis, en particulier avec une inflation intérieure toujours supérieure à la cible.

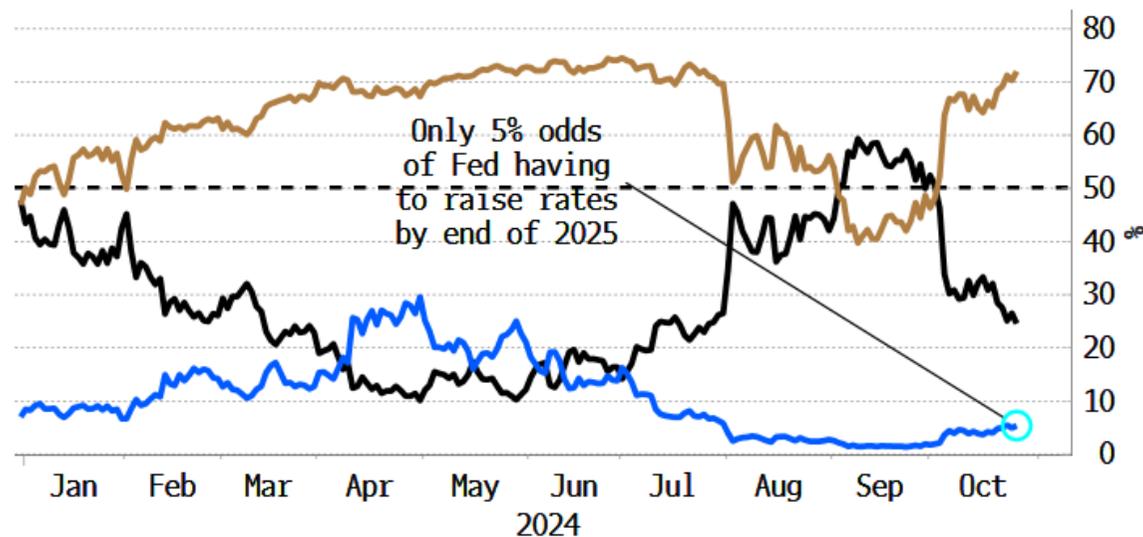
Les TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) sont nettement sous-évalués par rapport aux risques d'inflation croissante aux États-Unis, ce qui en fait une option attrayante pour la diversification des portefeuilles et la couverture de l'inflation.

1. Le marché ne s'attend pas à une accélération de l'inflation, puisque le « breakeven » à cinq ans se situe à 2.30 %.
2. Les marchés des taux prévoient également un retour à un monde d'inflation stable et faible. Sur la base des options SOFR, il n'y a que 5% de probabilité que l'inflation revienne et amène la Réserve fédérale à relever à nouveau les taux d'intérêt d'ici la fin de l'année prochaine.

Il est clair que les risques d'inflation resteront élevés tant que l'un ou l'autre des présidents n'encouragera pas les restrictions budgétaires. Tant que les marchés n'en tiendront pas pleinement compte, la couverture de ce risque est bon marché.

Inflation Tail Is Seen as Negligible Risk

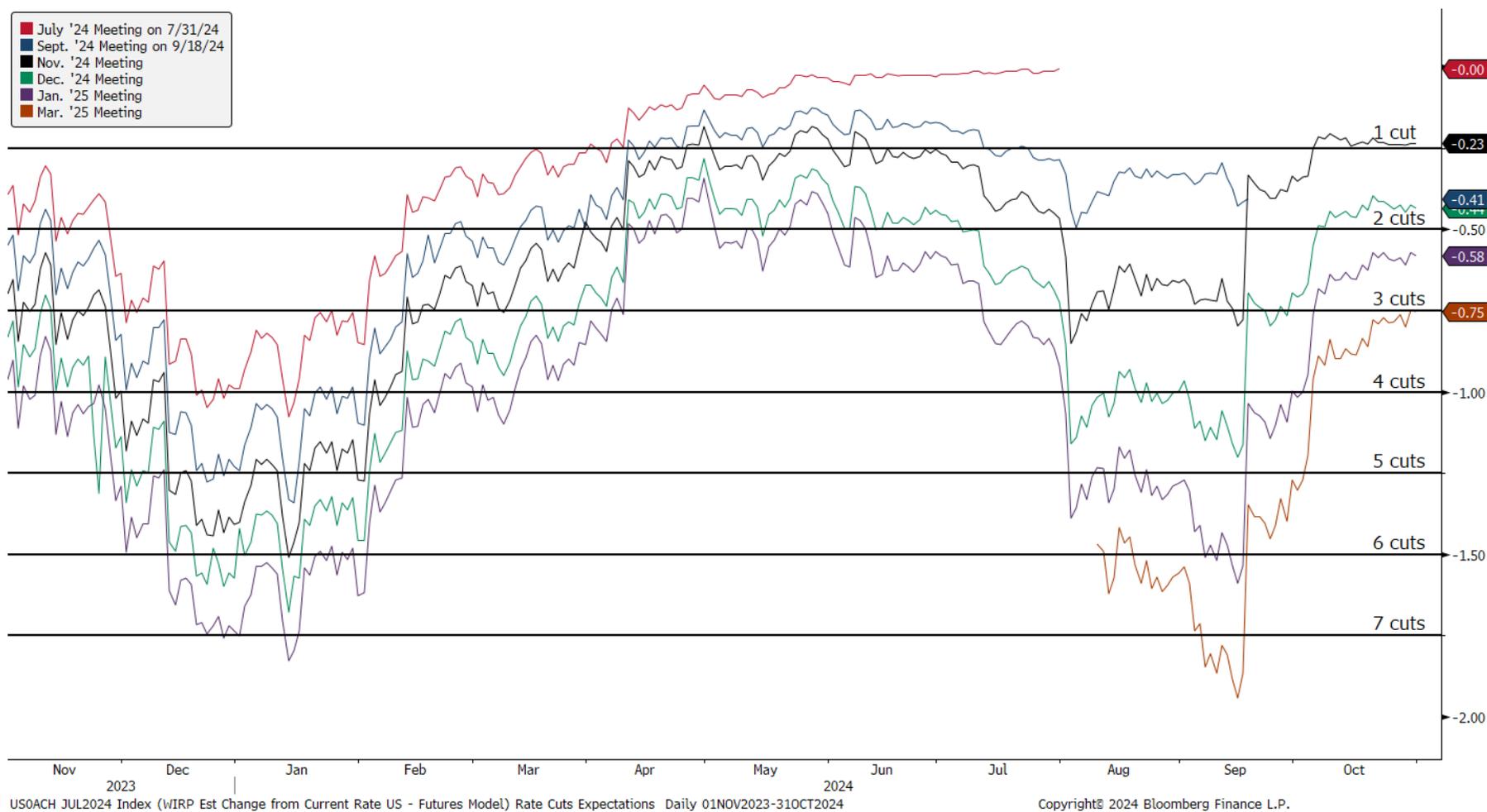
- Inflation Tail (Probability Fed > 5% in December 2025)
- Soft Landing (Probability SOFR ≤ 5.25%, ≥ 3% in December 2025)
- Hard Landing (Probability SOFR < 3% in December 2025)



Source: Bloomberg; Macrobond

Attentes des taux d'intérêt

Les anticipations de baisse des taux américains ont considérablement évolué au cours de l'année 2024, passant d'un assouplissement progressif à des baisses plus agressives de la part de la Réserve fédérale, sous l'effet de l'amélioration des données relatives à l'inflation et des inquiétudes concernant la croissance économique. Les marchés tablent actuellement sur environ deux baisses de taux supplémentaires (de 0.25 %) d'ici la fin de l'année (ligne verte).



Multiples de valorisation des actions

Si le ratio P/E actuel du S&P 500 suggère une certaine surévaluation par rapport aux moyennes historiques, l'interprétation de cette mesure devient de plus en plus difficile. L'indice est tiré par un petit nombre d'actions, ce qui suscite des inquiétudes quant à la mauvaise répartition. Cette étroite avance peut rendre le marché plus sensible aux fluctuations de ces quelques sociétés.

Les « Magnificent Seven » ont des ratios cours/bénéfice nettement plus élevés que le reste de l'indice. Leurs valorisations élevées, dues à l'enthousiasme pour la technologie et aux perspectives de l'intelligence artificielle, comportent le risque de rendements inférieurs à long terme. Nous recommandons de diversifier les portefeuilles au-delà de ces grandes capitalisations technologiques afin de réduire le risque idiosyncratique associé aux « Magnificent Seven ».



Principaux thèmes d'investissement

- L'incertitude sur les taux d'intérêt et les pics de volatilité qui peuvent accompagner des publications décevantes sur les marchés, en plus de valorisations élevées, renforcent notre conviction que la **diversification est une stratégie essentielle**, d'autant plus importante que les incertitudes géopolitiques persistent, que ce soit en mer Rouge, au Moyen-Orient, en Ukraine ou à Taïwan.
- Le marché commence à intégrer de nouvelles baisses de taux, indiquant désormais trois baisses supplémentaires (de 0.25 %) d'ici la fin de l'année. L'objectif d'inflation pourrait bien devenir le plancher de ce nouveau cycle économique, l'inflation de base devant rester supérieure à l'objectif de 2% d'ici à la fin de 2024.
- Nous recommandons de se concentrer sur les **titres de qualité** présentant des bilans solides et une vision à long terme.
- Du côté des **revenus fixes**, les obligations d'entreprise sont confrontées à des coûts d'intérêt plus élevés dans l'ensemble, et potentiellement à des difficultés de refinancement dans le segment à haut rendement. À ce stade du cycle, nous préférons les **entreprises mieux notées** aux émetteurs à haut rendement. Il est à noter que nous avons récemment augmenté la durée de notre sélection.
- Dans l'environnement actuel des taux d'intérêt, notre approche reste centrée sur les stratégies de portage via les obligations. Nous maintenons donc une **sous-pondération de la classe alternative**, capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Cependant, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les investissements alternatifs, avec leur potentiel de rendement non corrélé aux marchés traditionnels.



Notre préférence Investment Grade

Du côté des revenus fixes, les obligations d'entreprise sont confrontées à des coûts d'intérêt plus élevés dans l'ensemble, et potentiellement à des difficultés de refinancement dans le segment à haut rendement. À ce stade du cycle, nous préférons les entreprises mieux notées aux émetteurs à haut rendement.



Allocation d'actifs

	Underweight	Neutral	Overweight
Asset classes		Cash	
			Fixed Income
		Equities	
	Alternative		
Fixed Income			Investment Grade
		High Yield	
		Sovereign	
	Inflation Linked		
Equities		Emerging Markets	
		Switzerland	
			United States
			Eurozone
		United Kingdom	
		China	
		Japan	
Sectors		Information Technology	
		Healthcare	
		Financials	
		Consumer Discretionary	
		Industrials	
		Consumer Staples	
		Communication Services	
		Energy	
		Materials	
		Utilities	
	Real Estate		

Allocation en titres à revenu fixe

Notre allocation phare pour 2024, nous prévoyons une baisse des rendements à moyen terme et une "cicatrisation" de la courbe des taux aux États-Unis et en Europe. Notre sélection se concentre sur les émetteurs de la plus haute qualité offrant des rendements ajustés au risque extrêmement attractifs. Nous avons en outre augmenté la durée de nos portefeuilles.

Actions

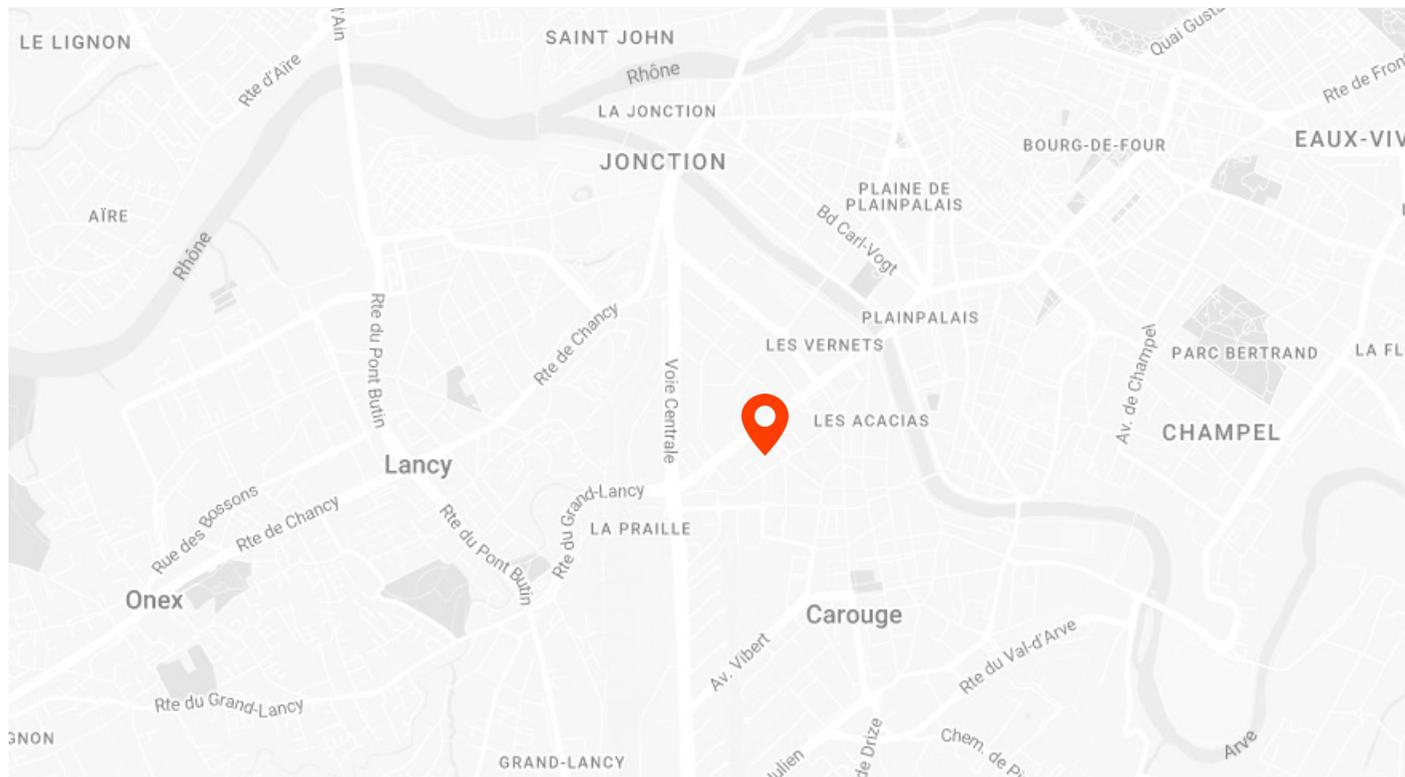
Les différents scénarios nous conduisent à une approche plus neutre des actions, où la diversification sectorielle et régionale est plus que jamais nécessaire. La résilience des États-Unis nous conduit à une allocation plus importante dans ce pays. Nous gardons une position neutre sur les actions domestiques en Europe et en Suisse.

Investissements alternatifs

Dans l'environnement actuel des taux d'intérêt, notre approche reste centrée sur les stratégies de portage par le biais d'obligations. Nous maintenons donc une sous-pondération des investissements alternatifs, en capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Néanmoins, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les actifs alternatifs, compte tenu de leur potentiel de rendement décorrélé des marchés traditionnels.

Contact

UNE APPROCHE DIFFÉRENTE DE LA GESTION DE PATRIMOINE



Wealth Management
Family Office
Wealth Planning



Route des Acacias 54
1227 Carouge

Geneva, Switzerland
+41 22 318 58 80

Legal Notice

This publication constitutes marketing material and is not the result of independent financial research. Therefore the legal requirements regarding the independence of financial research do not apply. The information and opinions expressed in this publication were produced by Telomere Capital SA, as of the date of writing and are subject to change without notice. This publication is intended for information purposes only and does not constitute an offer or an invitation by, or on behalf of, Telomere Capital to make any investments. Opinions and comments of the authors reflect their current views, but not necessarily of other entities or any other third party. Services and/or products mentioned in this publication may not be suitable for all recipients and may not be available in all countries. Clients of Telomere Capital are kindly requested to get in touch with the local Telomere Capital entity in order to be informed about the services and/or products available in such country. This publication has been prepared without taking account of the objectives, financial situation or needs of any particular investor. Before entering into any transaction, investors should consider the suitability of the transaction to individual circumstances and objectives. Any investment or trading or other decision should only be made by the client after a thorough reading of the relevant product term sheet, subscription agreement, information memorandum, prospectus or other offering document relating to the issue of the securities or other financial instruments. Nothing in this publication constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate for individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation for any specific investor. Telomere Capital recommends that investors independently assess, with a professional advisor, the specific financial risks as well as legal, regulatory, credit, tax and accounting consequences. Past performance is not a reliable indicator of future results. Performance forecasts are not a reliable indicator of future performance. The investor may not get back the amount invested. Although the information and data herein are obtained from sources believed to be reliable, no representation is made that the information is accurate or complete. Telomere Capital SA, its subsidiaries and affiliated companies do not accept liability for any loss arising from the use of this publication. This publication may only be distributed in countries where its distribution is legally permitted. This information is not directed to any person in any jurisdiction where (by reason of that person's nationality, residence or otherwise) such publications are prohibited. This document may contain information obtained from third parties, including ratings from rating agencies such as Standard & Poor's, Moody's, Fitch and other similar rating agencies. Reproduction and distribution of third-party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third-party. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third-party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third-party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the market value of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice.