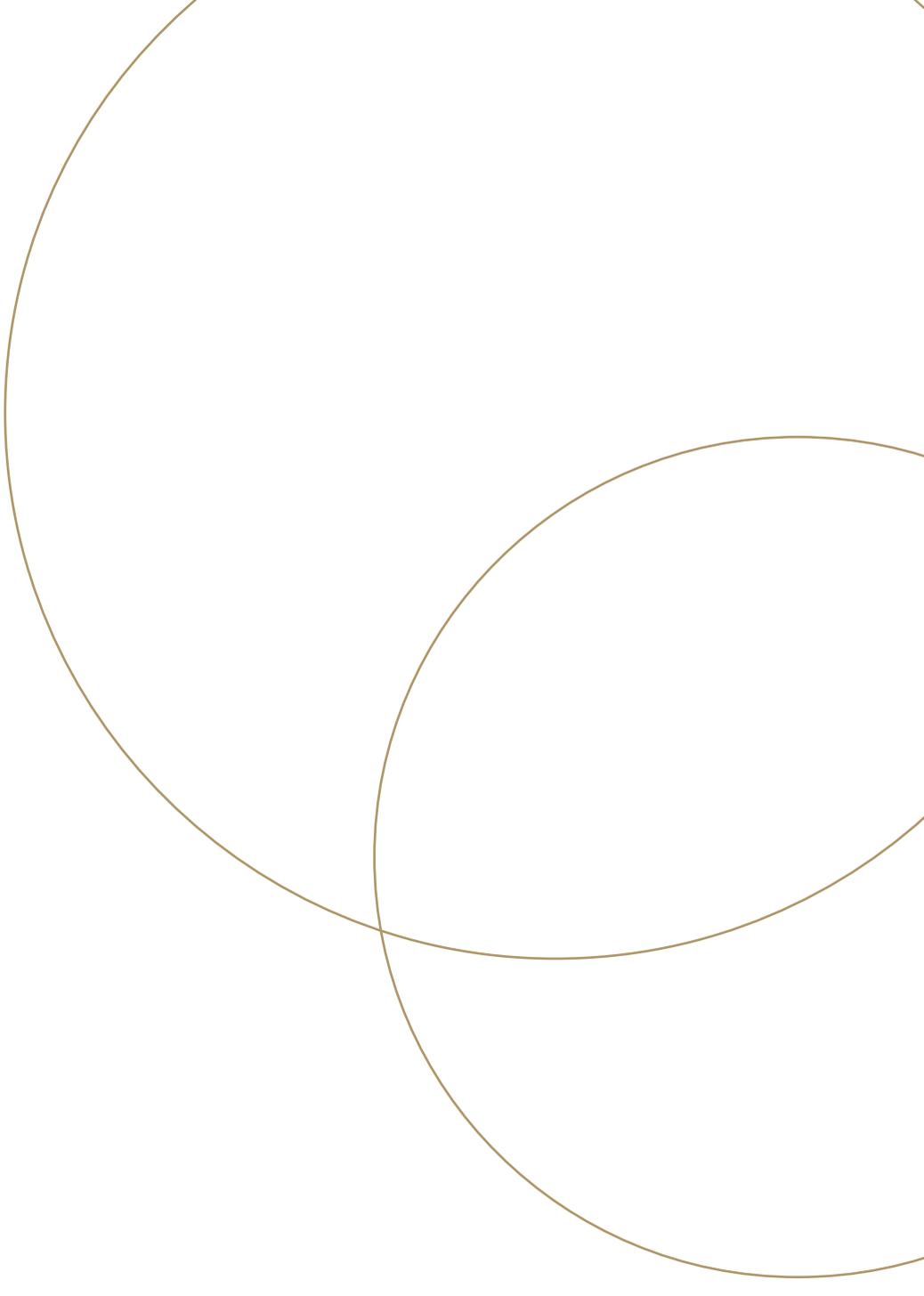


Q1 2021
OUTLOOK



BANQUE
HAVILLAND

WARD, LOCK, & CO.



Banque Havilland est un groupe de banque privée créé en 2009. Son siège social est sis à Luxembourg avec des bureaux à Londres, à Monaco, au Liechtenstein, à Dubaï et en Suisse. Le Groupe fournit des services de banque privée, de gestion d'actifs et de fortune ainsi que des services bancaires institutionnels aux familles et particuliers fortunés du monde entier.

SOMMAIRE

ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ	4
ACTIONS	9
OBLIGATIONS	13
MATIÈRES PREMIÈRES ET DEVISES	16



ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ

L'année 2020 sera une année que peu souhaiteront revivre, mais elle a soufflé le chaud et le froid sur les investisseurs et les acteurs du marché, car presque toutes les classes d'actifs ont connu des fluctuations brutales des prix. Les analystes ont également été contraints de revoir leurs hypothèses initiales dans un effort constant pour s'adapter à un environnement dans lequel une stratégie d'anticipation des données économiques pour prendre le pouls des marchés semblait moins payante que des paris sur les délais de sortie des vaccins contre le Covid-19. Certains actifs ont atteint de nouveaux sommets, comme les méga-entreprises technologiques américaines, le Bitcoin et l'or, tandis que d'autres, comme le pétrole brut, sont tombés à des plus bas historiques. De nombreux secteurs restent par ailleurs en berne alors que la paralysie économique induite par le confinement se poursuit. Face à ce chaos, à la récession instantanée, aux valorisations improbables et à la réalité d'une dette mondiale tendue (qui atteint aujourd'hui 365 % du PIB) se dresse un thème qui domine les marchés depuis des années : la relance des banques centrales et le mantra « ne pas combattre la FED ». Au bout du compte, malgré la sévérité unique d'une récession déclenchée à la fois par l'offre et la demande (la demande a chuté car nous étions contraints de rester à la maison et de ne pas dépenser, l'offre a été limitée par des frontières fermées, etc.), les banques centrales du monde entier ont réagi très rapidement et à l'unisson pour fournir les liquidités

et les financements considérables nécessaires pour maintenir l'économie à flot. Naturellement, comme cela s'est produit depuis 2009, une grande partie de ces liquidités s'est dirigée vers les marchés financiers, soit directement vers les obligations, soit indirectement vers les actions (ironiquement, le manque de revenus issus des obligations pousse de nombreux investisseurs vers les actions). En outre, les gouvernements eux-mêmes ont déployé d'impressionnantes mesures budgétaires pour compenser l'inactivité du confinement, y compris des paiements directs aux consommateurs. Sans aucun doute, beaucoup d'entre eux sont dans une situation financière plus difficile et devront faire face à l'incertitude au sujet de leur emploi dans les mois à venir. Il est toutefois impossible d'affirmer que c'est le cas de tous. En effet, pour beaucoup, le revenu net a augmenté ou est resté le même en raison du manque d'opportunités de dépenses, de la réduction des coûts de voyage, etc. Il y a donc de bonnes raisons de penser qu'une demande réprimée sera prête à bondir lorsque les restrictions seront finalement levées.

Dans l'intervalle, bien sûr, il est difficile de savoir quand cela se produira, même si les percées sur les vaccins annoncées en novembre semblent avoir fait avancer les choses et que le rebond des actifs risqués au cours des deux derniers mois de l'année laisse penser qu'au moins une partie de l'optimisme est intégrée dans les cours, car les marchés regardent au-delà de la situation économique actuelle.

Et celle-ci est relativement complexe : les données qui avaient donné foi à une reprise en forme de V ont commencé à s'essouffler, en particulier en Europe, avant même l'annonce de nouvelles mesures de distanciation sociale en décembre.

En effet, selon l'OCDE un seul pays a enregistré une croissance positive de son PIB en 2020 (la Chine). L'organisation note par ailleurs que le rythme de reprise des économies avancées reste inférieur aux niveaux d'avant-crise, selon ses indicateurs composites avancés, qui ont tendance à précéder les points de bascule économique d'environ six mois.

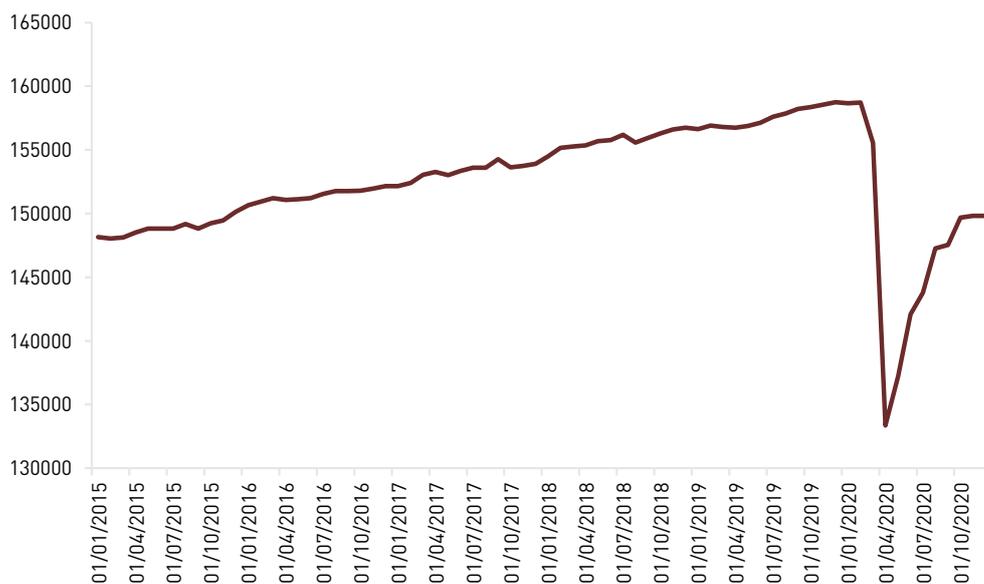
Nous estimons depuis quelque temps que jusqu'à la réouverture totale des économies et la fin des différents plans de soutien (p. ex., l'arrêt des mesures de chômage technique), seuls des indicateurs tangibles comme l'emploi et les dépenses de consommation commenceront à décrire fidèlement la situation financière réelle sous-jacente. Depuis longtemps, les marchés financiers ne reflètent pas toujours les fondamentaux, mais il est difficile de se souvenir d'un moment où les actifs risqués se sont autant éloignés de l'état actuel de l'activité économique. Néanmoins, les rapides avancées de la médecine dans la mise au point de vaccins

Perspectives de croissance du PIB mondial de l'OCDE

	2020	2021	2022
ARGENTINE	-12,9	3,7	4,6
AUSTRALIE	-3,8	3,2	3,1
BRÉSIL	-6,0	2,6	2,2
CANADA	-5,4	3,5	2,0
CHINE	1,8	8,0	4,9
FRANCE	-9,1	6,0	3,3
ALLEMAGNE	-5,5	2,8	3,3
INDE	-9,9	7,9	4,8
INDONÉSIE	-2,4	4,0	5,1
ITALIE	-9,1	4,3	3,2
JAPON	-5,3	2,3	1,5
CORÉE	-1,1	2,8	3,4
MEXIQUE	-9,2	3,6	3,4
RUSSIE	-4,3	2,8	2,2
ARABIE SAOUDITE	-5,1	3,2	3,6
AFRIQUE DU SUD	-8,1	3,1	2,5
TURQUIE	-1,3	2,9	3,2
ROYAUME-UNI	-11,2	4,2	4,1
ÉTATS-UNIS	-3,7	3,2	3,5
MONDE	-4,2	4,2	3,7
ZONE EURO	-7,5	3,6	3,3
G20	-3,8	4,7	3,7

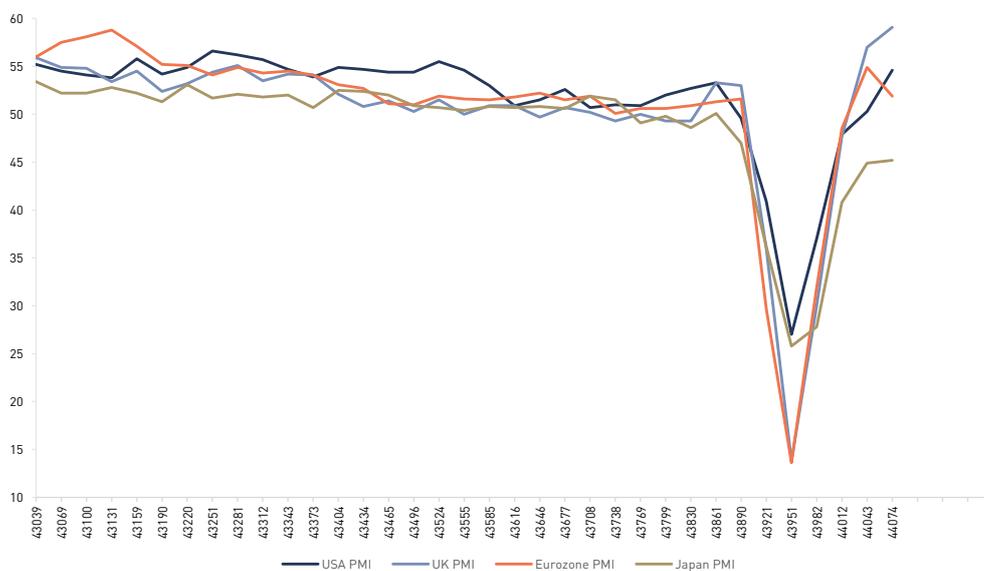
Après avoir atteint un creux au deuxième trimestre, les prévisions de croissance du PIB pour 2021 sont de retour aux niveaux de 2019. (source : Bloomberg)

Total de la population active aux États-Unis ayant un emploi



Nouvelle preuve du manque de souffle de la reprise en V, la croissance de l'emploi aux États-Unis est restée atone au cours des deux derniers mois de 2020.

Chiffres des PMI composites



Les PMI ont retrouvé les niveaux expansionnistes d'avant le COVID, ce qui illustre la forme en V de la reprise. Cependant, de nouveaux confinements risquent de remettre à plus tard cette année l'arrivée du rebond de l'économie.

annoncent un retour à la normalité, ce qui a conduit à un large consensus selon lequel 2021 connaîtra une reprise mondiale et un vent réflationniste qui soufflera sur le dollar américain et verra les actions continuer à monter.

Les annonces de vaccins ont constitué un tournant qui a confirmé l'arrivée de la reprise. Depuis, plusieurs autres obstacles potentiels à l'optimisme croissant des investisseurs ont été levés. Tout d'abord, les élections américaines, qui ont été très tendues, ont abouti à un résultat qui, bien que controversé, n'a pas modifié la composition du gouvernement américain au point de menacer l'atmosphère favorable aux entreprises et aux marchés avec un changement radical de politique. Deuxièmement, et toujours en relation avec les élections, on a pu craindre que les politiques remettent en cause les vastes mesures de relance. Néanmoins, fin décembre, un plan de sauvetage de 900 milliards de dollars a été dûment signé, si bien que les marchés dopés aux mesures de relance ont poussé un nouveau soupir de soulagement. Enfin, les actions européennes en particulier ont bénéficié d'un nouvel élan lors de la signature d'un accord commercial à la dernière minute entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, ce qui a permis de lever un obstacle à l'incertitude qui persiste depuis le référendum, il y a quatre ans et demi. En dépit des corrections probables qui pourraient survenir entre aujourd'hui et la reprise de l'activité mondiale, en raison de mauvaises nouvelles sur le front des vaccins (comme des problèmes de logistique, une faible acceptation, la durée de l'immunité et les mutations du virus), le marché haussier devrait se poursuivre et, potentiellement, l'inflation reprendre en 2021. Le changement significatif de leadership sur le marché, survenu lors du

rebond provoqué par les vaccins, donne foi à la théorie selon laquelle les actifs cycliques, comme les matières premières, continueront de surperformer tant que la reprise se poursuit, ce qui est une cause naturelle d'inflation, même si nous pensons que le rattrapage est plus intéressant à court terme, car les entreprises qui ont été sous perfusion en 2020 sont favorisées en raison de leur valorisation et de leur exposition directe à l'augmentation de l'activité économique humaine. Comme nous l'avons mentionné précédemment, le retour de la demande pourrait être assez soudain aux États-Unis et en Europe, et de nombreuses entreprises qui ont réduit la voilure pendant les confinements pourraient avoir du mal à y répondre. C'est alors que nous commencerons à voir les prix augmenter. En fonction du moment où cela se produira (si cela se produit), il est peu probable que les banques centrales durcissent leur politique alors que la reprise permise par les vaccins ne fait que commencer, ce qui laisse entrevoir un contexte de croissance cyclique et de politique monétaire accommodante.

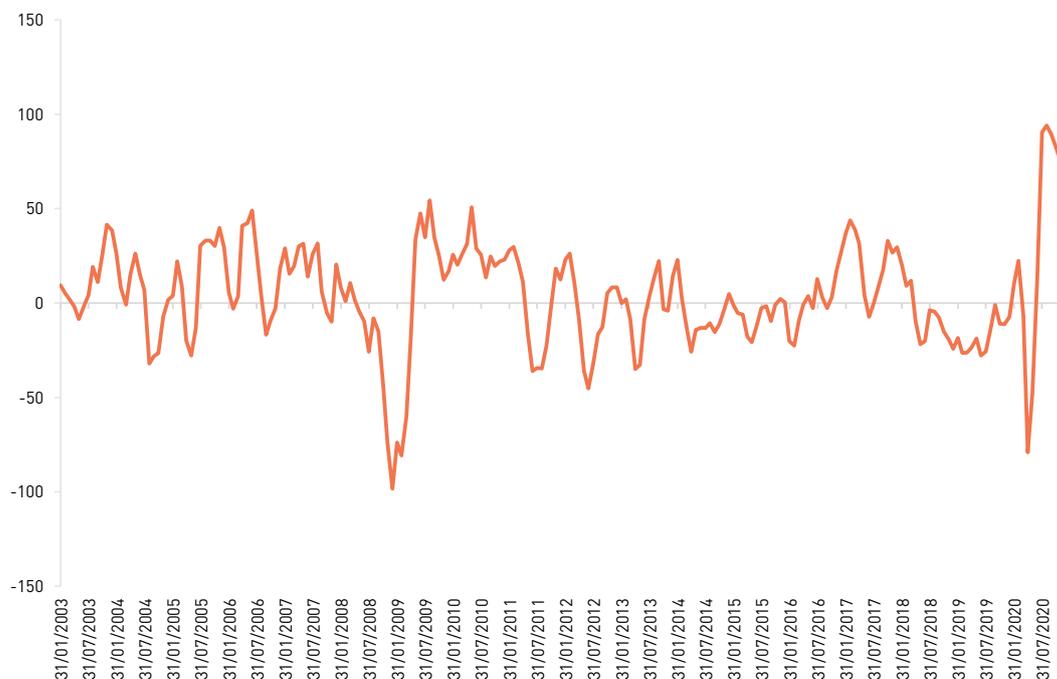
En temps normal, cela ne serait pas favorable au marché obligataire, mais à court terme, les investisseurs ont encore besoin de sécurité dans leurs portefeuilles alors que le virus continue de se propager et, surtout, que les banques centrales continuent d'acheter directement un grand nombre d'obligations : la dernière intervention de la Réserve fédérale laisse penser que ses achats nets d'actifs se poursuivront encore plusieurs années, tandis que la BCE devrait prolonger ses achats nets d'actifs jusqu'à fin 2022. Paradoxalement, le fait que les rendements obligataires semblent voués à rester bas dans un avenir prévisible se traduira par un intérêt accru pour les marchés actions de la part d'investisseurs en quête de

revenu. Cela explique certainement au moins en partie la hausse à l'unisson de la plupart des classes d'actifs. Lors du rebond enregistré en fin d'année 2020, les actions, les obligations, les matières premières, les métaux précieux et même le Bitcoin se sont ainsi envolés alors que les liquidités affluaient de tous côtés.

Toutefois, même dans ce scénario, les investisseurs actifs pourront sans aucun doute générer des plus-values supplémentaires, car la demande croissante pour des actifs à la valorisation plus raisonnable pourrait se traduire par un début de débouclage des positions prises en 2020 pendant les confinements. En outre, les investisseurs se méfient des cours élevés dans certains secteurs et commencent à rechercher des valorisations moins onéreuses. D'importantes perturbations avaient commencé avant la pandémie de Covid-19, et certaines ont

été exacerbées par l'effet déformateur des restrictions de confinement, notamment la surperformance exceptionnelle d'une poignée de valeurs technologiques américaines, et par ricochet, du marché américain au détriment de la quasi-totalité des autres régions et des autres secteurs de la « vieille économie ». De même, les grandes entreprises défensives ont affiché d'excellentes performances depuis quelques années, mais semblent désormais vulnérables en cas de reprise réelle et rapide, tandis que les petites entreprises (en général plus pénalisées par les restrictions que les grandes capitalisations) semblent continuer à surperformer. En résumé, de nombreuses opportunités d'investissement étaient présentes au-delà des tendances surachetées de ces derniers temps, avant la crise du virus, et elles sont aujourd'hui d'autant plus nombreuses que des pans entiers des actifs et des secteurs sont en phase de rattrapage.

Citi Economic Surprise Index - Monde



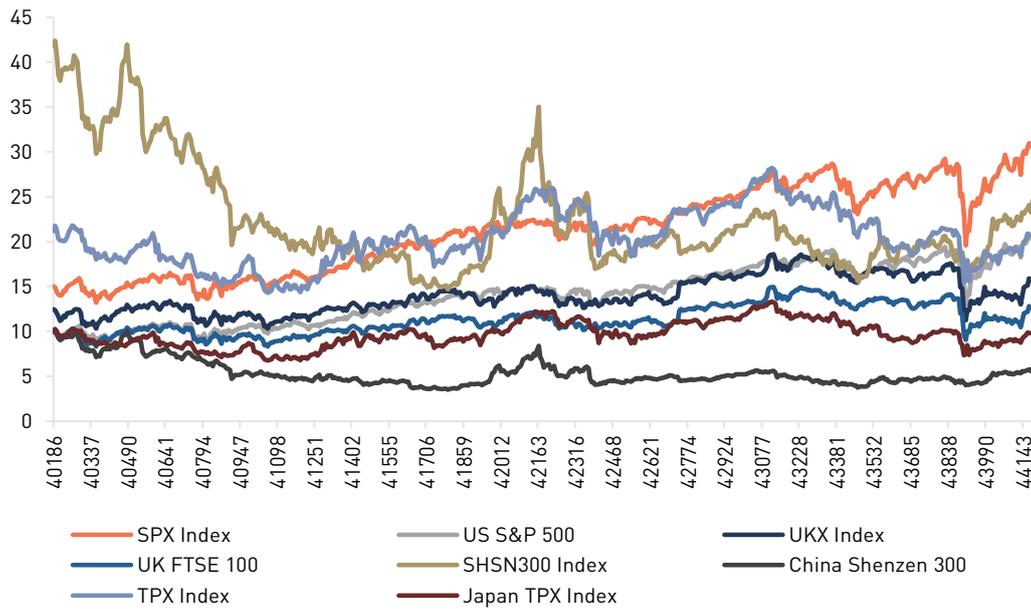
Les indices Citi Economic Surprise mesurent les surprises économiques par rapport aux prévisions du marché. Un indice positif signifie que les données ont été plus solides que prévu, tandis qu'un indice négatif signifie que les données ont été pires que prévu. Le sentiment est solide et table sur une reprise qui finira par arriver.

ACTIONS

Comme nous l'avons expliqué plus haut, l'association de conditions favorables liées aux vaccins, de la relance continue et de maigres rendements obligataires nous offre des perspectives globalement positives pour les actions, ce qui se traduit par une pondération neutre au sein des portefeuilles de nos clients, après avoir affiché une sous-pondération prudente pendant la majeure partie de l'année dernière. Toutefois, nous restons conscients des valorisations historiquement élevées dans la majorité du marché et des premiers signes d'euphorie qui ne correspondent pas vraiment à la réalité économique actuelle vécue sur le terrain. Même si nous acceptons que les actions sont des titres tournés vers l'avenir et qu'elles ont pris en compte une grande partie de la dévastation économique provoquée par le virus, la vitesse de la récession, dans sa phase de descente et puis dans sa récupération, nous empêche d'être tout aussi optimistes à ce stade de la reprise que nous le serions peut-être face à un cycle plus normal. Les actions américaines sont actuellement très chères et les valeurs qui les ont conduites à ces sommets figurent parmi celles qui ont le plus bénéficié d'une économie désinflationniste, frappée par le Covid-19. À ce titre, il est probable que si l'on souhaite participer au rebond réflationniste, les actions américaines constituent peut-être l'un des pires moyens. Même si elles ne baissent pas, elles affichent un potentiel de rattrapage bien inférieur à pratiquement toutes les

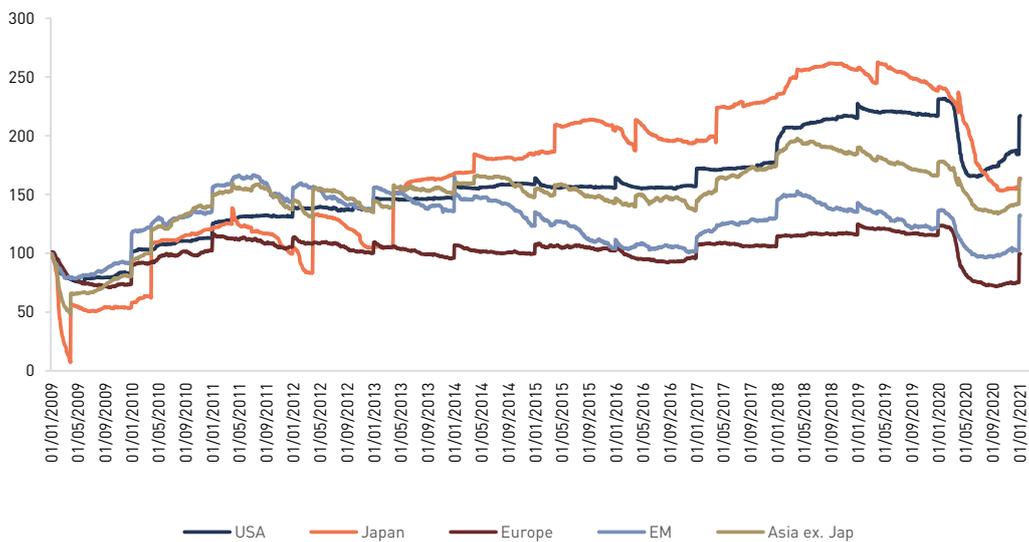
autres classes d'actifs en cas de retour de la croissance mondiale et des pressions inflationnistes. Deux spectaculaires introductions en bourse menées aux États-Unis, pour DoorDash et Airbnb, semblent montrer le genre d'exubérance dont nous nous méfions. Airbnb est une entreprise déficitaire qui, lors de son arrivée sur le marché en décembre, a vu sa valeur atteindre le double de celle de Marriot (la chaîne d'hôtels traditionnelle), et ce, à un moment où son cœur de métier est quasiment inexistant ! DoorDash, quant à elle, n'est qu'une autre société de livraison de repas, comme Deliveroo ou Uber Eats, et on peut se demander comment une entreprise dont les actifs sont principalement des vélos et une application logicielle peut justifier la multiplication par deux de son cours lors de sa première semaine sur le marché. Compte tenu de la progression vertigineuse de sociétés comme Tesla, de l'important volume d'activité de fusions-acquisitions annoncé au dernier trimestre 2020 et de ratio cours/chiffre d'affaires du Nasdaq au plus haut depuis 2001 (65x), il est clair que le marché est largement surévalué. On a fait grand cas de l'accélération structurelle de certaines tendances à la suite du Covid-19, notamment le commerce électronique et les solutions technologiques en ligne. Même si ces tendances vont sans aucun doute constituer un soutien (et tous les investisseurs devraient être exposés à ce thème) à moyen terme, nous pensons qu'il existe des opportunités plus intéressantes alors que le monde semble

Ratios cours/bénéfices à long terme Cape/Shiller



Par rapport aux États-Unis et à leurs propres valorisations historiques, les marchés boursiers du Royaume-Uni et du Japon sont peu chers.

Estimations des bénéfices (rebasées à 100, 2009)



Les bénéfices ont été nettement revus à la baisse l'an dernier, mais ils ont depuis retrouvé des couleurs alors que les analystes annoncent le monde d'après le Covid. Le Japon est à la traîne et pourrait donc rebondir plus vite à partir de maintenant.

sur le point de rebondir. Les actions américaines semblent avoir le plus bénéficié du sentiment de fin de cycle affichée entre 2016 et 2019 et qui a poussé les allocations au sein des classes d'actifs vers des secteurs qui seraient les moins affectés en cas de récession. Cela a créé une boucle de rétroaction dans laquelle le marché boursier américain, où sont réunis le plus grand nombre de gagnants séculaires, a d'abord surperformé, en raison de leur présence, puis grâce à la préférence croissante des marchés pour ces investissements indépendamment de leurs prix, ou presque. Si, comme prévu, le programme de vaccination atteint son rythme maximum d'ici au printemps et au début de l'été, il deviendra évident que le changement de leadership sur le marché est permanent. Les titres FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google/Alphabet) devront en particulier se défendre contre de nouvelles attaques anti-trust, même si, sur le marché américain, le rebond des petites capitalisations a été solide et nous préférons ce segment pour rechercher une croissance continue. Notre principale stratégie actions est donc double : participer au rattrapage et investir sur des marchés qui affichent un potentiel de croissance réelle. Un examen rapide de la performance des indices actions régionaux l'an dernier montre que si la plupart d'entre eux se sont nettement redressés par rapport au point bas de mars, beaucoup ont néanmoins terminé l'année dans le rouge et surtout le FTSE britannique, qui a sous-performé le S&P 500 de plus de 25 %. Sur 5 ans, cette sous-performance dépasse même 80 %. Le marché britannique a été freiné par l'incertitude liée au Brexit depuis 2016, puis par une récession liée au Covid-19 plus intense que dans d'autres pays développés, tandis que la composition de

l'indice FTSE est dominée par les banques, les mines, les compagnies pétrolières et les activités de loisirs et de tourisme, c'est-à-dire les secteurs les plus exposés aux confinements provoqués par le virus. En outre, l'indice a été historiquement privilégié pour son rendement du dividende plus élevé, et bien sûr, l'année dernière, les entreprises ont fortement réduit leurs distributions, ce qui signifie qu'elles ont perdu le soutien des investisseurs en actions en quête de revenus. Tous ces nuages commencent désormais à se dissiper avec la conclusion d'un accord sur le Brexit qui offre un certain degré de certitude, l'administration de vaccins qui a commencé et la perspective d'une reprise cyclique qui sied mieux à l'indice, ainsi qu'un rendement du dividende de 3,2 % qui devrait s'améliorer. Le Royaume-Uni et l'Europe continentale pourraient être considérés comme une opportunité de valeur, au-delà d'une simple reprise du terrain perdu, et la combinaison de ces deux facteurs est intéressante : il y a beaucoup de titres bien capitalisés et rentables qui ont été affectés par les confinements et affichent donc des cours attractifs. Pour ce qui est de la croissance, nous nous tournons vers l'Extrême-Orient, où l'économie chinoise a continué à croître rapidement après la crise du Covid-19, les ventes de détail ayant progressé de 5 % en rythme annuel au mois de novembre et la production industrielle de 7 %. D'ici à la fin de l'année, la Chine devrait atteindre le niveau où elle se serait trouvée en l'absence de pandémie. De plus, malgré la hausse de 19 % de l'indice de Shanghai en 2020, il n'est pas particulièrement cher avec un PER de 19x. Par ailleurs, le calme apparent de la Banque populaire de Chine au sujet d'une appréciation du yuan a renforcé la confiance des investisseurs internationaux

envers ce marché. Un risque potentiel persiste toutefois si d'importantes sorties internationales de capitaux se produisent du fait de la répression croissante des États-Unis sur les valeurs technologiques et les entreprises publiques chinoises, ce qui pourrait entraîner des retraits massifs de la part des Américains et des stratégies ETF. Sur les rives de la mer de Chine orientale, nous privilégions de plus en plus le marché japonais, dont on peut considérer qu'il affiche des perspectives de croissance et de valeur, alors que l'indice Topix, fortement exportateur, est directement connecté à l'économie mondiale et pourrait donc bénéficier de la reprise. Sa valorisation est également attractive avec un PER à long terme nettement inférieur à son niveau de 2018. Le marché intérieur compte une multitude d'entreprises intéressantes, tandis que la

résilience de la devise japonaise est également précieuse. Notre préférence pour les actions asiatiques est confirmée par le Partenariat régional économique global récemment signé, qui représente 30 % de l'économie mondiale, avec en son centre le nouveau pacte de libre-échange avec la Chine, et qui va certainement contribuer à la croissance de la région en lissant les chaînes d'approvisionnement et en réduisant les droits de douane. De nombreux pays asiatiques ont réussi à contrôler la propagation du Covid-19, ce qui permet à leur croissance d'accélérer plus rapidement que celle des marchés développés. Alors que ces marchés arrivent à maturité, nous pensons que certaines expositions aux actifs asiatiques peuvent offrir des rendements supérieurs à ceux d'un portefeuille mondial.

	-	=	+	
ACTIONS				Les bonnes nouvelles sur le front des vaccins ont profité aux actions à la fin de l'année 2020 alors que les marchés se tournent déjà vers la reprise économique qui finira par arriver et qu'une rotation en faveur des secteurs cycliques a commencé. Les vents contraires à court terme soufflent fort, cela dit, et des poussées de volatilité ne seraient pas étonnantes.
États-Unis				La dynamique impulsée par les valeurs technologiques semble s'essouffler, alors que les actions cycliques et les petites capitalisations prennent le relais. Nous restons prudents face aux valorisations élevées sur le marché.
Royaume-Uni				Les actions britanniques se situent à leurs points de valorisation les plus bas par rapport aux actions mondiales depuis de nombreuses années, mais elles pourraient bien profiter d'un rebond cyclique pour surperformer. La majeure partie des incertitudes liées au Brexit sont maintenant levées.
Zone euro				Les valorisations inférieures à celles des États-Unis ont permis aux titres du continent de se ressaisir depuis novembre. Le déroulement des campagnes de vaccination aura une influence fondamentale.
Suisse				La qualité et le caractère défensif de ce marché lui ont permis de surperformer en 2020, ce qui pourrait ne pas se reproduire en cas de rapide reprise mondiale.
Marchés émergents				Nous privilégions l'Asie Émergente pour sa croissance à long terme et nous détournons du risque politique élevé dans les autres régions. Ces marchés devraient profiter de façon disproportionnée d'une victoire dans la lutte contre le virus.
Japon				Les valorisations sont attractives pour un marché développé, et nous apprécions les qualités de refuge de la monnaie. Les importants achats d'actifs de la Banque du Japon soutiennent le marché et la croissance est de retour.

OBLIGATIONS

La pire des périodes qu'a connues l'économie mondiale se révèle être la meilleure pour les actifs financiers, dont la valeur est désormais deux fois supérieure au PIB mondial, en raison d'une explosion de la dette. Compte tenu de la forte corrélation des valorisations, il est extrêmement difficile d'identifier de véritables valeurs refuges en cas de regain de l'aversion au risque. Les gouvernements et les entreprises sont en mesure d'emprunter sans limite, mais les cours des obligations continuent de résister face à une offre toujours plus importante, grâce à une « demande » des banques centrales en adéquation. En théorie, toute cette dette permettra de retrouver une activité économique normale, mais les gouvernements et les banques centrales sont très discrets au sujet des conséquences à long terme. Sans doute affirmeront-ils que la croissance stimulée permettra de résoudre cette situation, même si, bien entendu, un choc économique similaire au virus nécessiterait l'émission d'encore davantage de dette. Il est plus probable qu'ils mènent une politique inflationniste non officielle à long terme pour effacer la dette, ce qui laisse entrevoir un scénario loin d'être idéal pour les obligations. Plus précisément, les arguments stratégiques en faveur de la détention d'emprunts d'État nominaux ont considérablement diminué, étant donné que leurs rendements se rapprochent des limites basses et que des taux si faibles réduisent la capacité de la classe d'actifs à servir de contrepoids en cas de forte correction

sur les marchés actions, même si nous pensons que les obligations indexées sur l'inflation sont préférables aux bons du Trésor et aux obligations souveraines. Les rendements des bons du Trésor américain et les emprunts d'État européens ont légèrement augmenté au second semestre 2020, ce qui laisse entrevoir le début d'une tendance à plus long terme alors que la reprise s'accélère. Les Gilts britanniques ont quant à eux fait figure d'exceptions dans un contexte marqué par la persistance des inquiétudes liées au Brexit en décembre. Par conséquent, nous recommandons une exposition minimale à la dette souveraine, même si les obligations de durée courte à échéance courte offrent une chance au moins de maintenir leur valeur en période de crise. Nous ne souhaitons pas non plus parier contre les rendements des pays périphériques de l'UE (Italie, Grèce, etc.), alors que les investisseurs se tournent vers les derniers emprunts d'État à rendement positif. Les obligations d'entreprise Investment Grade sont un peu plus délicates à évaluer, car elles ont lourdement chuté lors de la correction du marché en février. Néanmoins, une approche sélective peut offrir un peu de rendement aux portefeuilles. Elles sont elles aussi soutenues par les achats des banques centrales, mais les valorisations sont élevées, les spreads par rapport aux emprunts d'État étant peu attractifs. En outre, les obligations d'entreprise américaines affichent un niveau record de 4x l'endettement tandis que les spreads restent proches de leurs

planchers historiques. On enregistre tout de même un peu de rendement. Les mesures de relance et les faibles taux d'intérêt devraient rester des soutiens à moyen terme. À ce titre, les obligations d'entreprise américaines semblent plus attractives, avec un rendement supérieur de pas moins de 1 % par rapport à l'indice de référence de leurs homologues européennes à 10 ans. La reprise actuelle aidera le crédit, même si, en matière de haut rendement, la prudence est, comme toujours, de mise, notamment dans le sillage des émissions massives de l'an dernier, qui ont, pour la plupart, été réalisées par nécessité, afin de maintenir de nombreuses entreprises à flot pendant les confinements (en 2020, les émissions de dette à haut rendement ont été 51 % plus élevées qu'en 2019). Près de 200 entreprises ont rejoint les rangs des entreprises dites zombies depuis le début de la pandémie, selon une analyse Bloomberg des données financières de 3 000 des plus grandes sociétés cotées du pays. En fait, les zombies (des entreprises dont les bénéfices ne suffisent pas à couvrir le remboursement des intérêts) représentent maintenant près de 20 % de ces entreprises. Il ne s'agit pas d'une situation saine sur le long terme pour l'économie américaine, car l'allocation du capital est faussement détournée d'entreprises plus solides.

Seules les obligations des marchés émergents – et en particulier la dette libellée en renminbi chinois – constituent donc l'une des rares sources de rendement réel positif. La dette onshore chinoise a récemment été ajoutée aux indices traditionnels, et avec une économie déjà lancée à toute vapeur et qui devrait effectivement s'inscrire en croissance cette année, il n'est guère étonnant que ces dettes aient bénéficié

de larges flux entrants. Si l'on considère que le rendement à 10 ans est supérieur à 3 % alors que dans de nombreuses autres économies, les perspectives de croissance sont négatives, mais les rendements sont négatifs, les arguments en faveur de la dette chinoise semblent plus convaincants et un consensus entre analystes et gérants de portefeuille internationaux semble enfin justifié par la perspective d'une devise plus forte. Pour les autres marchés « émergents », le succès du vaccin de l'Université d'Oxford/Astrazeneca a été essentiel, car il est beaucoup plus facile à transporter, sans parler du fait qu'il est moins cher que les autres. Sa distribution exige donc une infrastructure moins complexe, ce qui signifie que ces pays peuvent désormais participer au rebond de la reprise et devraient profiter d'une classification générale parmi les actifs « risqués ». Les économies dépendantes du tourisme devraient bénéficier de manière disproportionnée de la réouverture du monde, compte tenu des fortes chutes qu'elles ont déjà subies. Les régions les moins endettées pourraient, de leur côté, voir leurs devises s'apprécier, ce qui pourrait doper les obligations en devise locale. En ce qui concerne notre opinion sur la durée, malgré la perspective d'un environnement inflationniste, les banques centrales seront réticentes à durcir leur politique jusqu'à ce que la pandémie de Covid-19 soit bel et bien derrière nous et que la croissance soit vraiment de retour. Nous conservons donc un positionnement globalement neutre en durée pour l'instant, tout en anticipant une baisse de la croissance lorsque la reprise démarrera.

Rendements obligataires à 2 ans

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT +/-			
SUISSE	02/11/2023	-0,84	SUÈDE	06/01/2022	-0,37
FINLANDE	15/09/2022	-0,76	GRÈCE	30/01/2023	-0,20
AUTRICHE	20/09/2022	-0,74	ROYAUME-UNI	09/07/2022	-0,14
PAYS-BAS	15/07/2022	-0,74	JAPON	01/01/2023	-0,14
PORTUGAL	17/10/2022	-0,72	ISRAËL	31/07/2022	0,01
BELGIQUE	28/09/2022	-0,72	HONG KONG	23/11/2022	0,04
ALLEMAGNE	15/12/2022	-0,72	AUSTRALIE	21/04/2023	0,09
FRANCE	25/02/2022	-0,71	ÉTATS-UNIS	31/12/2022	0,14
IRLANDE	20/03/2023	-0,70	CANADA	11/01/2022	0,18
DANEMARK	15/11/2022	-0,66	SINGAPOUR	09/01/2022	0,23
ESPAGNE	30/04/2023	-0,54	NV.-ZÉLANDE	15/04/2023	0,25
ITALIE	15/01/2023	-0,42	NORVÈGE	24/05/2023	0,28
			ISLANDE	26/10/2022	1,29

(source : Bloomberg)

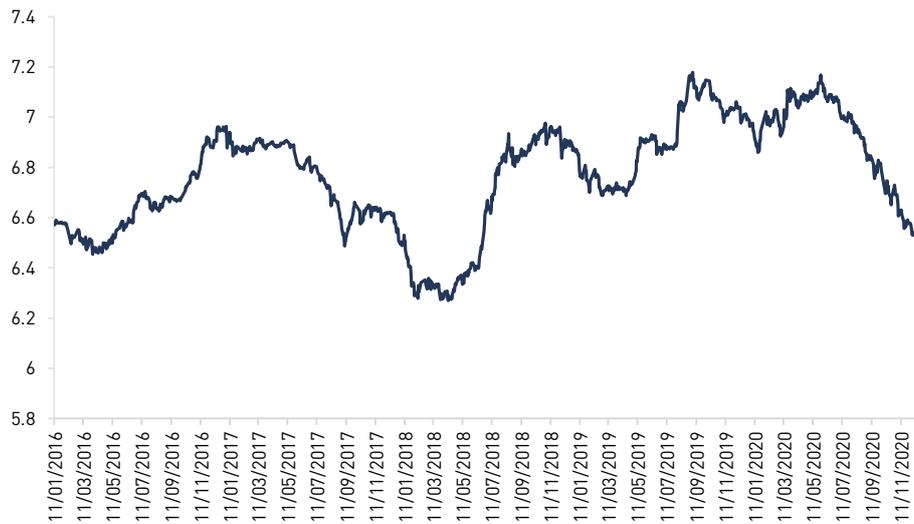
	-	=	+	
OBLIGATIONS				Du fait de leurs rendements bas et de leur faible profil de performance, les obligations constituent une classe d'actifs peu attractive sur le long terme, mais les obligations d'État restent des valeurs refuges à court terme.
Obligations souveraines				Les obligations souveraines sont une valeur sûre en période de tension du marché, mais leur potentiel de hausse actuel est limité et elles offrent des rendements réels négatifs à long terme.
Obligations d'entreprises investment grade				Les achats d'actifs des banques centrales devraient soutenir la dette en euro et en dollar, mais les rendements sont peu attractifs d'un point de vue historique. Elles devraient continuer à profiter des mesures budgétaires et offrent un potentiel de rendement total.
Obligations à haut rendement				Le rebond a été rapide et l'« argent facile » a été empêché. Les rendements restent attractifs, mais les risques de défaut sont préoccupants, en particulier à terme, lorsque le soutien de l'État se sera tari.
Obligations des marchés émergents				Avec l'appréciation des devises locales pendant la reprise économique ainsi que le net rebond des rendements, certaines obligations des marchés émergents sont à présent relativement attractives.

MATIÈRES PREMIÈRES ET DEVISES

Les marchés des changes ont connu une année 2020 digne d'un manuel. Les liquidations massives d'actifs en février et mars ont provoqué une fuite vers la monnaie de réserve mondiale, le dollar US, au détriment des principales devises les plus en difficultés (GBP et EUR) et des marchés émergents, tandis que le franc suisse et le yen japonais sont restés globalement stables. Depuis le point bas du mois de mars, le dollar s'est progressivement déprécié et l'euro, en particulier, s'est considérablement raffermi. Le fait que le dollar semble s'installer dans une période de faiblesse est cohérent avec le resserrement des spreads américains, qui, jusqu'à ces dernières semaines, supprimait quasiment tout intérêt à détenir des dollars par rapport à d'autres monnaies, alors que le double déficit largement médiatisé occupe une place de plus en plus grande dans une actualité où les pires nouvelles sur le Covid-19 sont déjà du passé. En outre, le début de la présidence de Biden devrait continuer à faire grimper les dépenses fédérales, ce qui fera encore davantage gonfler un bilan déjà impressionnant, même si, évidemment, toutes les autres régions suivront le même schéma. La distinction n'est donc pas trop marquée. Comme pour les autres classes d'actifs, la rapidité et le succès de l'administration des vaccins auprès des populations joueront un rôle clé dans l'évolution des changes. Il y a également de bonnes chances que les pays qui parviennent à immuniser leur population en premier bénéficient de l'avantage des « premiers arrivés », qui devrait renforcer la confiance dans leur monnaie. À l'heure où nous écrivons, la situation au Royaume-Uni

évolue rapidement à cet égard, même si l'économie britannique et la livre sterling devraient être freinées par la perspective d'un nouveau confinement sévère et long. Les problèmes structurels de la zone euro persistent : le rapprochement des intérêts de plusieurs États membres est compliqué. Il sera difficile de prévoir l'évolution de la monnaie unique jusqu'à la mise en place du plan de sauvetage post-Covid, outre le fait qu'elle sera la principale bénéficiaire d'un dollar plus faible, la BCE ayant prolongé ses politiques accommodantes jusqu'en juin 2022. Conformément à notre opinion sur la dette émergente, les devises émergentes semblent légèrement sous-évaluées par rapport à l'USD et devraient être celles qui bénéficient le plus d'une réouverture/reprise mondiale. Si le rebond provoqué par les vaccins en novembre a effectivement donné un avant-goût de la manière dont les actifs se comporteront à long terme, alors les devises émergentes pourraient entrer dans une période positive. Les devises des pays émergents d'Asie ont encore une fois notre préférence en raison de la relative stabilité de la région et de sa capacité à sortir plus tôt des restrictions liées au virus. Le yuan est au plus haut depuis 2 ans, les craintes d'une dévaluation déflationniste de la devise chinoise n'étant pas préoccupantes à l'heure actuelle puisque les autorités privilégient les investissements internationaux et cherchent à attirer des capitaux plutôt qu'à maintenir les exportations bon marché. La Chine pourrait bien sûr dévaluer sa devise à tout moment, mais le fait qu'elle se trouve en période de croissance est un facteur de soutien important pour le CNY.

Change USD/CNY sur 5 ans



Le renminbi chinois s'est rapproché des points hauts atteints en 2018. Bien que cela soit un signal encourageant pour les investisseurs, c'est aussi un facteur d'inflation pour l'économie mondiale.

Le pétrole brut a traversé la tempête parfaite, qui s'est caractérisée par un choc d'offre et de demande au début de l'année dernière alors que les Saoudiens avaient ouvert en grand les vannes tandis que le monde se refermait. Il s'est toutefois depuis ressaisi pour se négocier dans la fourchette de 40-50 USD que nous attendions pour le WTI. Toute tentative visant à deviner les rouages de l'OPEP est une tâche ardue. Bien souvent, une simple analyse à long terme de la relation offre/demande constitue un guide plus efficace pour déterminer l'orientation des prix, bien que cette situation soit actuellement sujette à plusieurs contradictions. L'Agence internationale de l'énergie estime que l'important excès de pétrole issu de la pandémie l'année dernière devrait se dissiper d'ici à la fin de l'année, lorsque les marchés se redresseront progressivement après l'effondrement historique du mois d'avril et que la consommation reprendra dans le sillage de la croissance mondiale. Le consensus selon lequel le pétrole doit devenir une relique du passé est général. Un jour, la transition vers l'énergie verte et durable

pourrait donc devenir une réalité tandis que les producteurs de pétrole et les gouvernements s'évertuent à démontrer leur engagement en faveur de cette transition. Ironiquement, cela pourrait suffire à entraîner une hausse des prix du pétrole, car les producteurs négligent leurs activités traditionnelles d'extraction en raison de toute cette négativité. L'offre recule donc et l'extraction future sera plus chère si la demande n'est pas satisfaite lorsque l'économie mondiale se redressera. Nous aurons pourtant probablement besoin de pétrole plus longtemps que ce que la plupart des opérateurs veulent bien intégrer aux cours. Si les perspectives à court terme sont marquées par la volatilité et qu'à long terme, les cours sont voués à baisser, les indicateurs à moyen terme plaident pour une hausse du brut. Aujourd'hui, le cuivre pourrait être perçu comme l'exact opposé du pétrole, sa demande étant tirée par l'anticipation d'un avenir qui repose sur l'électricité plutôt que sur une énergie fossile. Néanmoins, sa hausse depuis le point bas de l'année dernière a été continue et elle a bénéficié à la fois de la

tendance verte et de la reprise chinoise. Dans la mesure où ces deux thèmes semblent sur de bons rails, le cuivre pourrait bien enregistrer de nouvelles hausses. Pour les investisseurs à la recherche d'un actif à même de bénéficier de plusieurs scénarios, l'argent est très intéressant. Bien qu'il ait une propension à suivre le cours de l'or, ce métal a des utilisations commerciales, notamment en médecine, qui attireront certainement

plus d'investissements après l'épidémie de Covid-19. Les métaux précieux, sous l'impulsion de l'or, restent attractifs compte tenu de l'engagement continu des banques centrales à appliquer des mesures de relance, même si le niveau de 2 000 USD devrait opposer une certaine résistance au métal jaune. Enfin, un mot sur le Bitcoin, qui a récemment bondi au-delà des 35 000 USD : il est peut-être intéressant d'en détenir un

	-		=		+		
DEVISES							Le dollar US reste sous pression, en l'absence de choc comparable à celui que nous avons connu en début d'année. Le yen (JPY) et le franc suisse (CHF) sont des couvertures utiles compte tenu des nombreux risques.
Dollar US (DXY)							Le paysage politique aux États-Unis s'est apaisé et la perspective d'une reprise économique mondiale pèse sur le dollar, en l'absence de soutien du côté des taux d'intérêt.
Livre sterling (GBP)							Soulagée par la signature d'un accord avec l'UE, la livre sterling a gagné du terrain, mais elle est maintenant freinée par la prolongation du confinement au Royaume-Uni. Rangebound.
Euro (EUR)							L'euro s'est renforcé récemment, sur fond de faiblesse du dollar US, mais il semble surévalué à court terme. Le déroulement de la vaccination et la politique de la BCE constituent à la fois des risques et des soutiens.
Yen japonais (JPY)							La tendance à long terme est au raffermissement par rapport au dollar US. À défaut d'avoir une influence décisive sur les perspectives à moyen terme, il offre une couverture naturelle contre les titres en JPY et reste un élément de diversification du portefeuille.
Franc suisse (CHF)							Les craintes liées au virus et la politique monétaire américaine ont soutenu la vigueur du franc suisse qui s'est néanmoins affaibli par rapport à l'euro. Il reste un élément de diversification intéressant, même si la reprise mondiale pourrait peser sur la demande.
Marchés émergents							L'affaiblissement du dollar et les perspectives d'un vaccin abordable et pratique devraient profiter aux pays émergents. La solidité du renminbi est le reflet de la croissance chinoise.

petit pourcentage dans son portefeuille, au moins parce qu'il s'agit d'un actif « différent ». Cela dit, il faut à ce stade le considérer comme un investissement que l'on peut se permettre de perdre. Ses qualités de diversification (à l'exception de sa volatilité) face aux actions ont été limitées jusqu'à présent, car il a augmenté au même moment que les actifs risqués, tout en affichant tout de même des multiples beaucoup plus élevés. Il s'agit peut-être d'une caractéristique du contexte de « relance qui profite à tous »/ de taux négatifs dans lequel nous nous trouvons, mais nous constatons que le Bitcoin a chuté de plus de 40 % en mars dernier. Une correction similaire par rapport aux niveaux actuels constituerait un événement grave de destruction de richesse ! Sans aucun doute, les cryptomonnaies se généralisent de plus en plus, si bien qu'il faut davantage les considérer comme une classe d'actifs. Cela dit, les investisseurs doivent les aborder avec une grande prudence, un portefeuille multi-actifs diversifié reste la seule garantie de succès gratuite sur le long terme. pourcentage dans son portefeuille,

au moins parce qu'il s'agit d'un actif « différent ». Cela dit, il faut à ce stade le considérer comme un investissement que l'on peut se permettre de perdre. Ses qualités de diversification (à l'exception de sa volatilité) face aux actions ont été limitées jusqu'à présent, car il a augmenté au même moment que les actifs risqués, tout en affichant tout de même des multiples beaucoup plus élevés. Il s'agit peut-être d'une caractéristique du contexte de « relance qui profite à tous »/ de taux négatifs dans lequel nous nous trouvons, mais nous constatons que le Bitcoin a chuté de plus de 40 % en mars dernier. Une correction similaire par rapport aux niveaux actuels constituerait un événement grave de destruction de richesse ! Sans aucun doute, les cryptomonnaies se généralisent de plus en plus, si bien qu'il faut davantage les considérer comme une classe d'actifs. Cela dit, les investisseurs doivent les aborder avec une grande prudence, un portefeuille multi-actifs diversifié reste la seule garantie de succès gratuite sur le long terme.

	-	=	+	
ACTIFS ALTERNATIFS				Compte tenu des cours élevés des actions et des rendements obligataires si faibles, c'est une allocation de plus en plus importante. Nous privilégions idéalement les participations véritablement décorréliées des principales classes d'actifs.
Métaux précieux				L'or reflue après les records atteints, et est actuellement en phase de consolidation. Toutefois, l'environnement reste propice à une prolongation de la hausse, et l'argent devrait s'inscrire dans le même sillage.
Hedge funds				Les véritables fonds alternatifs, qui se comportent différemment des actifs traditionnels, sont une source essentielle de préservation du patrimoine et de diversification.
Pétrole / matières premières				La réduction de la production mondiale permet pour le moment d'enrayer la baisse des cours du pétrole. La reprise qui suivra la pandémie pourrait conduire à une progression tirée par la demande. Le cuivre est intéressant.

DISCLAIMER

Information available in the brochure

This brochure has been issued by Banque Havilland S.A., a public limited liability company (*société anonyme*) having its registered office at 35a, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg and registered within the Luxembourg register of commerce and companies (*Registre du Commerce et des Sociétés, Luxembourg*) under number B147.029 (“**Banque Havilland**”), its branches or subsidiaries, or representative offices (together “**Banque Havilland Group**”). The information contained in this brochure has been compiled from sources believed to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made by Banque Havilland Group.

Some of the services detailed in this brochure are not offered in all jurisdictions and may not be available to you. This document does not constitute an invitation to buy or the solicitation of an offer to sell securities or any other products or services in any jurisdiction to any person to whom it is unlawful to make such a solicitation in such jurisdiction.

This brochure is not an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any securities or to take any deposits or provide any financing. Past performance is not a guide to future performance, future returns are not guaranteed, any exposure to foreign currencies may cause additional fluctuation in the value of any investment and a loss of original capital may occur.

Any products and/or services described in this brochure are provided by any combination of any entity of Banque Havilland Group either independently or acting together, operating in Luxembourg, Monaco, the United Kingdom, Liechtenstein, Dubai and Switzerland.

General Warnings

This brochure is provided for information only and has no legal value. The products and services described herein are generic in nature and do not consider specific investment, services or objectives or particular needs of any specific recipient. It is not intended as taxation, legal, accounting, investment or other professional, or personal advice, does not imply any recommendation or advice of any nature whatsoever, is not to be regarded as investment research, an offer or a solicitation of an offer to enter in any investment activity and it does not substitute for the consultation with independent professional advice before any actual

undertakings.

You should note that the applicable regulatory regime, including any investor protection or depositor compensation arrangements, may well be different from that of your home jurisdiction.

No matter contained in this document may be reproduced or copied by any means without the prior consent of Banque Havilland.

Banque Havilland retains the right to change the range of services and the products at any time without notice and that all information and opinions contained herein are subject to change.

Liability

Any reliance you place on this brochure is strictly at your own risk and in no event shall Banque Havilland Group, nor any other person, be liable for any loss or damage including without limitation, indirect or consequential loss or damage, or any loss or damage whatsoever arising from loss or profits arising out of, or in connection with, the use of this brochure.

Certain services are subject to legal provisions and cannot be offered world-wide on an unrestricted basis. Banque Havilland specifically prohibits the redistribution of this document in whole or in part without the written permission of Banque Havilland and Banque Havilland accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. This document is not intended to be distributed to people or in jurisdictions where such distribution is restricted or illegal. It is not distributed in the United States and cannot be made available directly or indirectly in the United States or to any US person. Banque Havilland Group has no obligation to update this document. The brochure's only aim is to offer information to existing and potential investors/clients who will take their investment decisions based on their own assessment and not based on reliance on this brochure. Banque Havilland Group disclaims all responsibilities for direct or indirect losses related to the use of this brochure or its content. Banque Havilland Group does not offer any implicit or explicit guarantees as to the accuracy or completeness of the information or as to the profitability or performance of any product described in this brochure.

Conflicts of interests

Banque Havilland Group may from time to time deal in, profit from trading on, hold as principal, or act as advisers or brokers or bankers in relation to securities, or derivatives thereof. Banque Havilland may provide banking services to its affiliates and branches. Banque Havilland is under no obligation to disclose or take into account this brochure when advising or dealing with or on behalf of clients. In addition, Banque Havilland may issue reports that are inconsistent with and reach different conclusions from the information presented in this brochure and is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this brochure.

Banque Havilland maintains and operates effective organisational and administrative arrangements taking all reasonable steps to identify, monitor and manage conflicts of interests. A management of conflicts of interests policy has been put in place, designated to prevent conflicts of interest giving rise to a material risk of damage to the interest of Banque Havilland clients. For further information, Banque Havilland existing clients or prospective clients can refer to the management of conflicts of interests policy which can be provided upon demand.

Specific warnings per jurisdiction

This brochure has been distributed and approved by the relevant Banque Havilland entity (whose details are below) authorised and regulated in accordance with the laws of the jurisdiction in which it operates and such entity is responsible for ensuring that the brochure approved for distribution in, or distributed by it in, its jurisdiction are done so in compliance with local laws.

Banque Havilland S.A. is a credit institution authorised by the *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (the “**CSSF**”) under number B00000318 (www.cssf.lu). The CSSF has neither verified nor analysed the information contained in this brochure.

Banque Havilland S.A. is also a member of a deposit guarantee scheme, the *Fonds de garantie des dépôts Luxembourg* (**FGDL**). Upon request, Banque Havilland S.A. can provide its clients with any further information on the deposit guarantee scheme. In addition, further information can be found on www.fgdl.lu.

Banque Havilland S.A. operates a branch in the UK (the “**UK Branch**”), with registered office at 5 Savile Row, London, W1S 3PB. The UK Branch operates under EEA authorisation and is regulated in the UK by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, with registration number 511239 (www.fca.org.uk).

Banque Havilland (Monaco) S.A.M., a subsidiary of Banque Havilland S.A., with registered office at Le Monte Carlo Palace, 3-7, Boulevard des Moulins, MC-98000 Monaco, is a credit institution regulated by the French regulator, *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, 61, rue Taibout 75436 Paris Cedex 09 and the local regulator, *Commission de Contrôle des Activités Financières* 4, rue des Iris BP540 98015 Monaco Cedex (www.ccaf.mc).

Banque Havilland (Monaco) S.A.M. is also a member of a deposit guarantee scheme, the *Fonds de garantie des dépôts et de Résolution* (**FGDR**). Upon request, Banque Havilland (Monaco) S.A.M. can provide its clients with any further information on the deposit guarantee scheme. In addition, further information can be found on www.garantiedesdepots.fr.

Banque Havilland (Liechtenstein) AG, a subsidiary of Banque Havilland S.A., is a public limited company (*Aktiengesellschaft*) with registered office at Austrasse 61, LI - 9490 Vaduz Liechtenstein, listed with the Liechtenstein Trade and Companies Registry under number FL-1.542.492-8, authorised by the Liechtenstein *Finanzmarktaufsicht* (**FMA**).

Banque Havilland S.A. Representative Office, is a representative office of Banque Havilland S.A., with registered office at Aspin Commercial Tower, office # 4001, P.O. Box 414678, Dubai, UAE, registered with the Dubai Department of Economic Development under number 851121504. The information contained herein is exclusively addressed to the recipient. Any product referred to in this brochure may not be offered or sold in the United Arab Emirates except in circumstances which do not constitute a public offering or distribution of securities under the applicable laws and regulations of the United Arab Emirates. The distribution of the brochure by the recipient is prohibited.

Banque Havilland (Suisse) S.A. a subsidiary of Banque Havilland S.A., is a public limited company (*société anonyme*) with registered office at 10, rue de Hollande, CP 5760, 1211 Geneva 11, Switzerland, registered with the Geneva Trade and Companies' Registry under number CHE-101.069.319, authorised by the Federal Financial Market Supervisory Authority (**FINMA**).

Banque Havilland (Suisse) S.A. – Zurich branch, operates as a branch of Banque Havilland (Suisse) S.A., with registered office at Bellariastrasse 23, 8027 Zürich, Switzerland, registered with the Zurich Trade and Companies' Registry under number CHE-305.198.419.

The availability of the services described in this brochure may be restricted by law. Further details are available upon request.



Author: Jonathan Unwin

Asset Management Department

e. j.unwin@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND S.A.

35a, avenue J.F. Kennedy • L-1855 Luxembourg

t. +352 463 131

f. +352 463 132

e. info@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND S.A. (UK BRANCH)

5 Savile Row • London W1S 3PB • United Kingdom

t. +44 (0) 20 7087 7999

f. +44 (0) 20 7087 7995

e. info.uk@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND (MONACO) S.A.M.

Le Monte Carlo Palace • 3-7, Boulevard des Moulins • MC-98000 Monaco

t. +377 999 995 00

f. +377 999 995 01

e. info.monaco@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND (LIECHTENSTEIN) AG

Austrasse 61 • LI - 9490 Vaduz • Liechtenstein

t. +423 239 33 33

f. +423 239 33 00

e. info.lie@banquehavilland.li

BANQUE HAVILLAND S.A. REPRESENTATIVE OFFICE

Aspin Commercial Tower • Office #4001 • Dubai • UAE

t. +971 430 62 888

e. info.dubai@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND (SUISSE) S.A.

10, rue de Hollande • C.P.5760 • CH - 1211 Geneva 11

t. +41 22 818 82 22

f. +41 22 818 82 35

Zurich branch: Bellariastrasse 23 • CH – 8027 Zurich

t. +41 44 204 80 00

f. +41 44 204 80 80

e. info.switzerland@banquehavilland.ch

w. banquehavilland.com
