

## PERSPECTIVES T2 2021



*Banque Havilland, un groupe bancaire bien établi, offrant des services aux clients **privés** et **institutionnels**, qui peuvent bénéficier des avantages d'une solide plateforme bancaire implantée sur sept centres financiers. La banque a été fondée en 2009 au Luxembourg, où elle a son siège social, et est également présente à Monaco, Londres, Dubaï, Genève, Zurich et au Liechtenstein.*

# SOMMAIRE

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| Environnement du marché       | 04 |
| Actions                       | 08 |
| Obligations                   | 12 |
| Devises et matières premières | 14 |



## ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ

Le premier trimestre 2021 a été marqué par la vigueur du marché obligataire : les rendements, après avoir enfin décollé de leurs taux les plus bas historiquement, ont pris de court les investisseurs et les banques centrales, et ravivé les craintes inflationnistes. De son côté, le vaste mouvement de rebond des actions se poursuit avec une certaine nervosité, soutenu par les perspectives de hausse des cours dans un contexte d'accélération de la reprise économique des marchés développés qui reste alimentée par un important soutien monétaire. Bien que le sentiment ait été ébranlé ces dernières semaines par quelques événements imprévus causés par l'homme, les véritables préoccupations des investisseurs n'en restent pas moins liées aux marchés eux-mêmes (i.e. la hausse des rendements et la symbiose des actifs financiers), nous rappelant par la même occasion qu'il ne sert à rien de se focaliser sur l'actualité lorsqu'on investit sur le long

“*Au final, les marchés misent sur la reprise et commencent à entrevoir la fin de la crise du coronavirus, galvanisés par la perspective d'un sentiment économique. Les premières avancées des campagnes de vaccination et, bien sûr, le projet de loi de relance budgétaire aux États-Unis pour la bagatelle de 1 900 milliards de dollars US (qui devrait d'ailleurs être suivi par un plan d'infrastructures estimé à 2 300 milliards de dollars).*”

terme. Le blocage malencontreux du canal de Suez par le porte-conteneurs « Ever Green », paralysant environ 12 % du commerce mondial et 7 % du transport de pétrole, a naturellement été un événement majeur, surtout à l'heure où les lignes d'approvisionnement mondiales sont retardées par des restrictions au virus. L'incident a néanmoins eu très peu d'effet sur les cours des actions ou des matières premières, même si cela coïncide avec l'annonce de nouvelles mesures de lutte contre le Covid en Europe (qui ont réduit la demande). De même, l'implosion d'Archegos, un fonds à fort effet de levier, a généré de la volatilité pour les sociétés détenues par le fonds. Cela a été un événement douloureux pour les banques créancières concernées, mais cela n'a pas entraîné de conséquences plus larges pour les marchés financiers. Au final, les marchés misent sur la reprise et commencent à entrevoir la fin de la crise du coronavirus, galvanisés par la perspective d'un sentiment économique. Les premières avancées des campagnes de vaccination et, bien sûr, le projet de loi de relance budgétaire aux États-Unis pour la bagatelle de 1 900 milliards de dollars US (qui devrait d'ailleurs être suivi par un plan d'infrastructures estimé à 2 300 milliards de dollars). Les consommateurs américains devraient sans surprise dépenser le chèque de 1 400 dollars US, qu'ils sont sur le point de recevoir. Une partie de cet argent, que ce soit directement ou indirectement, devrait être investi dans le marché boursier. Nous avons déjà décrit les aspects atypiques de la récession récente, mais sa caractéristique la plus surprenante tient sans aucun doute au fait que la richesse nette des ménages américains a en fait augmenté de 10 % en 2020, si bien que les consommateurs américains sont globalement en train de sortir plus riches de la crise du Covid 19.

Les marchés pourraient même avoir atteint un point tel que même une nouvelle série d'annonces négatives liées au virus ne suffirait plus à troubler la hausse des actifs risqués. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, l'Europe est en proie à une troisième vague de Covid-19, qui est devenue officiellement plus mortelle comparée à la même époque l'année dernière, avec 20 000 décès chaque semaine sur le continent, selon l'Organisation Mondiale de la Santé. Pourtant les actions européennes sont en hausse et surperforment d'autres régions, alors même que de nouvelles restrictions et mesures de confinement sont annoncées. Bien sûr, la majeure partie des dommages graves causés par les restrictions liées au virus ont été intégrés dans les cours, et les données montrent que, par rapport au premier confinement, les économies développées se sont adaptées pour être plus efficaces. En outre, l'annonce de la « réouverture »; à l'origine de l'envolée des matières premières et des entreprises cycliques, dope les secteurs sinistrés des services bancaires, de l'énergie, des voyages et des loisirs, qui occupent une place centrale sur les bourses européennes de référence. Cette rotation des actions de croissance vers les actions de valeur a eu l'effet d'un séisme sur l'ensemble des régions et témoigne non seulement de l'optimisme des investisseurs pour l'avenir (en termes de

## Projections des Perspectives de l'économie mondiale du FMI (% de variation)

|  | EN GLISSEMENT ANNUAL |             |            |
|--|----------------------|-------------|------------|
|  | 2020                 | PROJECTIONS |            |
|  | 2021                 | 2022        |            |
| <b>CROISSANCE MONDIALE</b>                       | <b>-3,3</b>          | <b>6,0</b>  | <b>4,4</b> |
| <b>Pays avancés</b>                              | <b>-4,7</b>          | <b>5,1</b>  | <b>3,6</b> |
| États-Unis                                       | -3,5                 | 6,4         | 3,5        |
| Zone euro  | -6,6                 | 4,4         | 3,8        |
| Allemagne  | -4,9                 | 3,6         | 3,4        |
| France   | -8,2                 | 5,8         | 4,2        |
| Italie   | -8,9                 | 4,2         | 3,6        |
| Espagne  | -11,0                | 6,4         | 4,7        |
| Japon  | -4,8                 | 3,3         | 2,5        |
| Royaume-Uni                                      | -9,9                 | 5,3         | 5,1        |
| <b>Pays émergents et pays en développement</b>   | <b>-2,2</b>          | <b>6,7</b>  | <b>5,0</b> |
| <b>Pays émergents et en développement d'Asie</b> | <b>-1,0</b>          | <b>8,6</b>  | <b>6,0</b> |
| Chine  | 2,3                  | 8,4         | 5,6        |
| Inde   | -8,0                 | 12,5        | 6,9        |

source : FMI

Après le rebond initial de cette année, la croissance devrait se poursuivre en 2022. Nous notons que le Royaume-Uni enregistre les prévisions les plus élevées parmi les pays développés.

## Citi Economic Surprise Index - Monde



source : Bloomberg

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 moins bonnes ou pires que prévu. Le sentiment est solide et table sur une reprise qui finira par arriver.

cyclicité) mais également de leur approche plus sensible aux valorisations. Les acteurs du marché cherchent à déployer des capitaux, mais prennent soin d'éviter les rendements réels négatifs offerts sur le marché obligataire ou les segments volatils de la technologie et des valeurs de croissance du marché actions. Alors que nous ne pouvons pas nous attribuer le mérite d'avoir prédit le moment et le facteur déclencheur de cette rotation vers la valeur, nous sommes satisfaits que notre approche prudente des valorisations et notre aversion naturelle aux phénomènes de mode aient profité aux portefeuilles de nos clients ces derniers mois. Une approche sélective des secteurs, des régions et des styles reste plus importante que jamais: la reprise risque d'être inégale et discriminatoire et la levée des restrictions dans certains secteurs et leur maintien dans d'autres, laissent présager un monde post-Covid divisé entre gagnants et perdants. La rotation des actions tient également aux mouvements du marché obligataire, ou plus particulièrement à la hausse du rendement des bons du Trésor américain démontrée par l'indice de référence à 10 ans qui a presque triplé, passant de 0,53 % en août dernier à 1,7 % à l'heure où nous rédigeons ces lignes. Alors que les rendements des actifs américains « sans risque » se rapprochent de niveaux plus attractifs dans l'anticipation de la reprise, les investisseurs commencent à remettre en question les perspectives des actions d'entreprises technologiques à forte valorisation qui ont prospéré pendant la pandémie, et de façon générale les actions dont les valorisations reposent sur des perspectives de croissance à long terme. Toutefois, il est difficile d'imaginer que quiconque puisse vendre ses actions Apple ou Amazon contre un rendement annuel de 1,7 %. La vente des bons du Trésor montre que les marchés s'interrogent sur les choix de la Réserve Fédérale Américaine « Fed ». Le taux de chômage élevé reste apparemment leur priorité. Jérôme Powell a souligné que, dans la mesure où la reprise restait précaire, l'inflation n'était pas très préoccupante. De leur côté, les

### Inflation américaine (IPC Consommateurs urbains GA NCVS)



source : Bloomberg  
L'inflation a rebondi à ses niveaux d'avant le Covid et se rapproche du niveau clé de 3 %. Les chiffres du deuxième semestre seront suivis de près afin de déceler des signes de hausse des prix à long terme.

### Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans

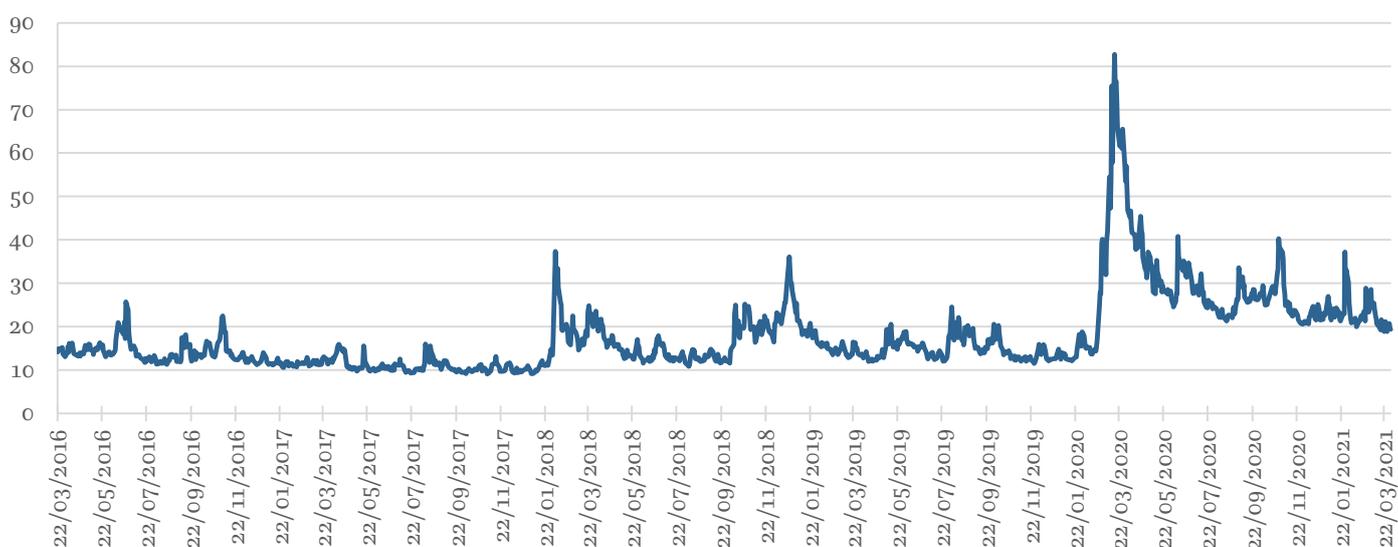


source : Bloomberg  
Les obligations, à l'instar des bons du Trésor américain à 10 ans, se sont repliées au T1 2021, leurs rendements rebondissant après avoir atteint des plus bas historiques. Si les taux atteignent 2.5 %-3 %, les pressions s'intensifieront afin d'inciter la Fed à intervenir.

marchés obligataires suggèrent que nous nous dirigeons vers un rebond rapide de l'inflation et commencent à intégrer ce scénario aux cours. Les derniers chiffres publiés indiquent une forte baisse du chômage américain (les statistiques de mars indiquant près d'un million d'emplois créés en un mois) et laissent présager un nouveau moment clé dans la confrontation entre la banque centrale et les vendeurs d'obligations. L'agitation des marchés actions fin février/début mars laisse penser que le « taper tantrum » de 2013 continue de marquer les esprits, et souligne les difficultés que la Fed aura à normaliser ses taux, même si la relance budgétaire est si vaste cette fois-ci qu'elle amortira peut-être les fluctuations des taux et les changements de politique monétaire - autrement dit, les difficultés seront principalement ressenties sur les marchés obligataires tandis que les actions poursuivront leur progression. L'inflation américaine elle-même est actuellement en plein « rebond ». Nous restons persuadés que tant qu'elle ne franchira pas la barre des 3 %, la Fed ne jugera pas nécessaire de modifier sa position. Tout dépendra de la vitesse à laquelle ce seuil sera atteint. Si l'emploi continue de progresser

à son rythme actuel et que les Américains vaccinés commencent à dépenser leurs chèques de relance, la Fed et la communauté des investisseurs devront faire preuve d'agilité. Les mois à venir devraient être favorables aux actions soigneusement sélectionnées et aux matières premières cycliques, mais difficiles pour les obligations, dans la mesure où l'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas implique de la volatilité, le moindre ajustement des prévisions d'inflation et de rendements réels ayant un impact démultiplié sur les cours, ce qui bouleverse la tendance.

### Indice de volatilité CBOE (VIX) - 5 ans



source : Bloomberg

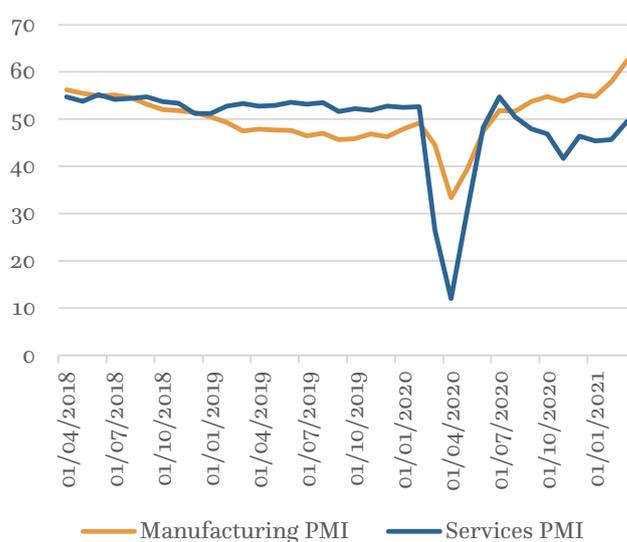
Depuis le pic de la crise du Covid en mars 2020, la volatilité s'est progressivement réduite - des pics futurs devraient trouver leurs origines sur le marché obligataire.

# ACTIONS

Alors que les valeurs européennes commencent à revenir sur le devant de la scène après des années de sous-performance, le projet de loi de relance de Joe Biden de 1 900 milliards de dollars US a de nouveau volé la vedette à l'Europe et détourné l'attention des investisseurs vers les perspectives de croissance agressives des États-Unis. Même à 7 % du PIB, les mesures de relance de la zone euro font pâle figure comparées aux 13 % déployés par les États-Unis et laissent penser que l'Europe ne retrouvera pas ses niveaux de PIB pré-Covid avant 2022, soit un an après les États-Unis (d'autant plus que le Vieux Continent est de toute évidence largement dépassé en matière de vaccination). Néanmoins, comme on le souligne souvent, les marchés boursiers sont tournés vers l'avenir et se concentrent déjà sur les secteurs qui devraient bénéficier le plus d'une réouverture complète de l'économie mondiale ainsi que de la rotation vers les actions de valeur au détriment des actions de croissance. Naturellement, le marché américain se négocie à un multiple cours/bénéfices nettement supérieur à celui de l'Europe, grâce à la présence des FANG, ces valeurs des plateformes Internet qui comprennent notamment Apple Inc. Toutefois, même si nous excluons les entreprises de technologies et télécommunications, le reste du S&P se négocie toujours avec une surcote par rapport au Stoxx, en termes de multiples de prévisions de bénéfices, un écart qui s'est creusé depuis la pandémie. Les actions européennes sont-elles aussi bon marché qu'elles le paraissent ? De toute évidence, les secteurs de valeur tels que la finance, l'industrie et l'énergie, qui représentent conjointement 38 % de l'indice Stoxx 600, semblent bien parés pour la

reprise, notamment les banques en difficulté, qui pourraient offrir de bonnes opportunités en cas de redressement de l'économie et de hausse des taux (Bunds). Les entreprises du secteur manufacturier européen se portent étonnamment bien, comme en témoignent les données ISM et la performance du DAX allemand depuis le début de l'année. Toutefois, cette tendance est en fait davantage représentative de l'activité chinoise que de la demande économique locale. En outre, la dissociation de l'indice PMI manufacturier et de l'indice PMI des services de la zone euro met en évidence les failles du scénario de reprise si le secteur important des services ne parvient pas à rattraper son retard. Il faudra surveiller attentivement les résultats

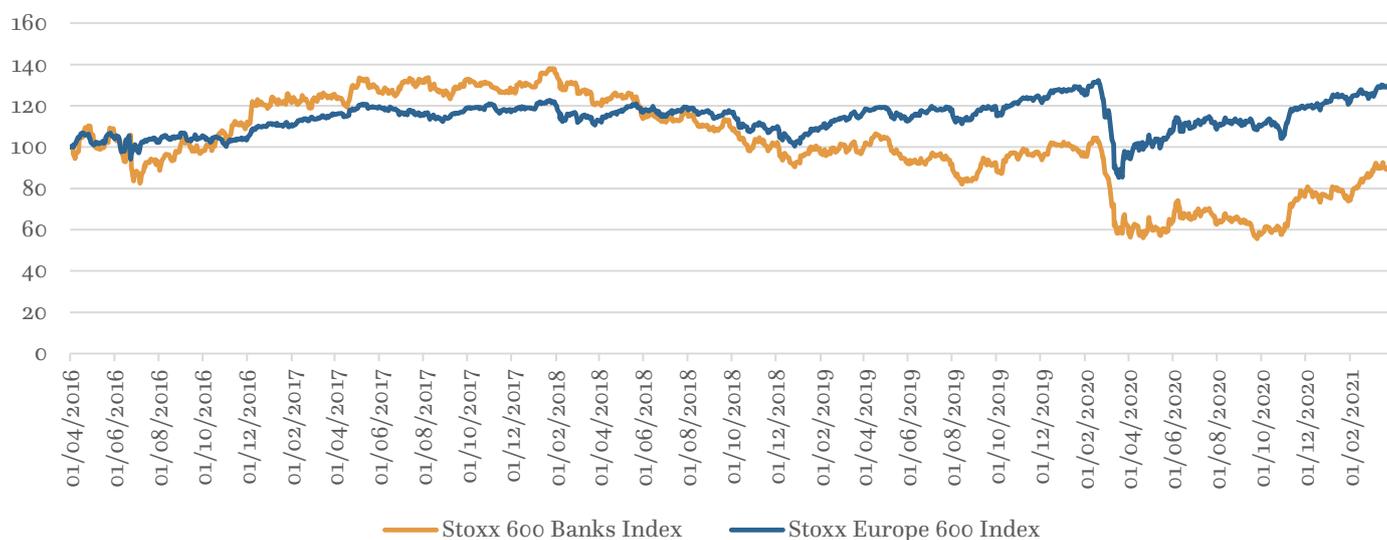
**PMI manufacturier vs PMI des services de la zone euro**



source : Bloomberg

Les perspectives du secteur manufacturier de la zone euro sont découplées des perspectives des services. La possibilité que le secteur des Services ne rattrape pas son retard constitue un risque pour le scénario de reprise.

## Banques européennes vs Ensemble des actions européennes



source : Bloomberg

Les banques européennes sous-performent depuis longtemps l'indice principal et semblent offrir une opportunité d'achat à contre-courant et une couverture potentielle contre un resserrement de la politique monétaire.

du secteur ainsi que les chiffres de l'emploi lorsque les programmes publics de soutien à l'emploi seront progressivement supprimés. En termes de valorisations pures (nous utilisons le ratio PER CAPE), les actions allemandes sont 50 % moins chères que les américaines à 18,7x, tandis que l'Espagne à 13,6x est moins chère que le FTSE 100 britannique qui lui-même semble de plus en plus attractif. Les actions britanniques bénéficient en effet d'un contexte relativement favorable, grâce à des valorisations bon marché, des prévisions de croissance économique élevées, une campagne de vaccination avancée et, surtout, des inquiétudes liées au Brexit appartenant désormais pour l'essentiel au passé.

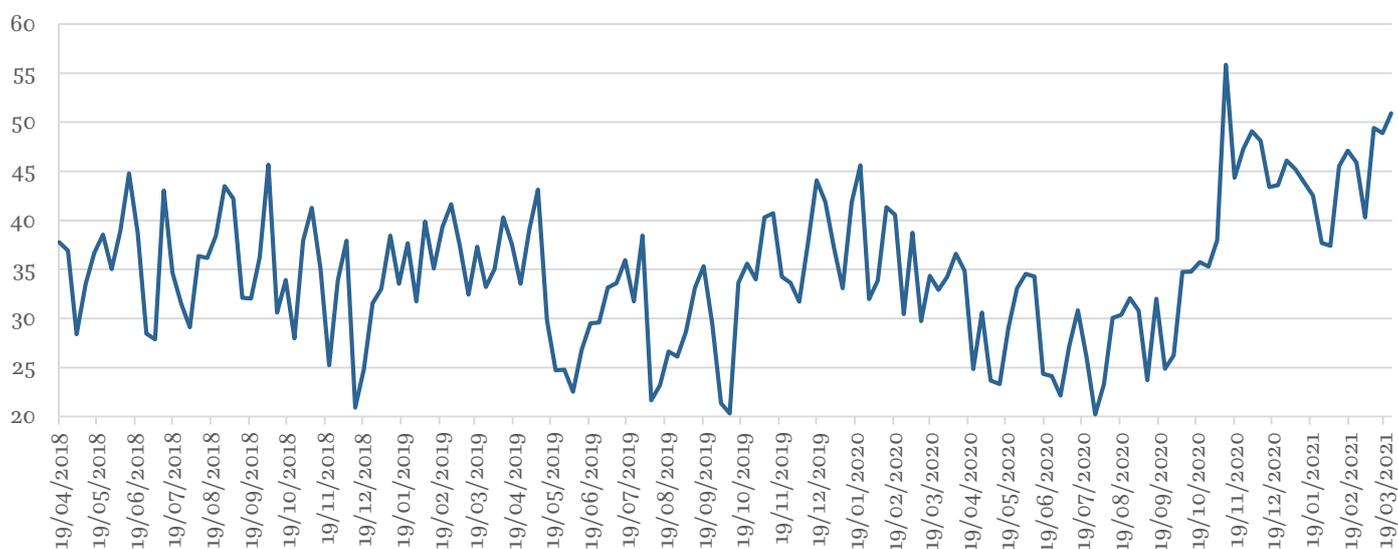
“ (...) de nombreux pays sont confrontés à la perspective de devoir défendre leurs devises et de lutter contre l'inflation en supprimant leurs politiques de soutien alors même que la reprise est encore partielle.”

Alors que les valeurs européennes commencent à revenir sur le devant de la scène après des années de sous-performance, le projet de loi de relance de Joe Biden de 1 900 milliards de dollars US a de nouveau volé la vedette à l'Europe et détourné l'attention des investisseurs vers les perspectives de croissance agressives des États-Unis. Même à 7 % du PIB, les mesures de relance de la zone euro font pâle figure comparées aux 13 % déployés par les États-Unis et laissent penser que l'Europe ne retrouvera pas ses niveaux de PIB pré-Covid avant 2022, soit un an après les États-Unis (d'autant plus que le Vieux Continent est de toute évidence largement dépassé en matière de vaccination). Néanmoins, comme on le souligne souvent, les marchés boursiers sont tournés vers l'avenir et se concentrent déjà sur les secteurs qui devraient bénéficier le plus d'une réouverture complète de l'économie mondiale ainsi que de la rotation vers les actions de valeur au détriment des actions de croissance. Naturellement, le marché américain se négocie à un multiple cours/bénéfices nettement supérieur à celui de l'Europe, grâce à la présence des FANG, ces valeurs

des plateformes Internet qui comprennent notamment Apple Inc. Toutefois, même si nous excluons les entreprises de technologies et télécommunications, le reste du S&P se négocie toujours avec une surcote par rapport au Stoxx, en termes de multiples de prévisions de bénéfices, un écart qui s'est creusé depuis la pandémie. Les actions européennes sont-elles aussi bon marché qu'elles le paraissent ? De toute évidence, les secteurs de valeur tels que la finance, l'industrie et l'énergie, qui représentent conjointement 38 % de l'indice Stoxx 600, semblent bien préparés pour la reprise, notamment les banques en difficulté, qui pourraient offrir de bonnes opportunités en cas de redressement de l'économie et de hausse des taux (Bunds). Les entreprises du secteur manufacturier européen se portent étonnamment bien, comme en témoignent les données ISM et la performance du DAX allemand depuis le début de l'année. Toutefois, cette tendance est en fait davantage représentative de l'activité chinoise que de la demande économique locale. En outre, la dissociation de l'indice PMI manufacturier et de l'indice PMI des services de la zone euro met en évidence les failles du scénario de

reprise si le secteur important des services ne parvient pas à rattraper son retard. Il faudra surveiller attentivement les résultats du secteur ainsi que les chiffres de l'emploi lorsque les programmes publics de soutien à l'emploi seront progressivement supprimés. En termes de valorisations pures (nous utilisons le ratio PER CAPE), les actions allemandes sont 50 % moins chères que les américaines à 18,7x, tandis que l'Espagne à 13,6x est moins chère que le FTSE 100 britannique qui lui-même semble de plus en plus attractif. Les actions britanniques bénéficient en effet d'un contexte relativement favorable, grâce à des valorisations bon marché, des prévisions de croissance économique élevées, une campagne de vaccination avancée et, surtout, des inquiétudes liées au Brexit appartenant désormais pour l'essentiel au passé. La prise de bénéfice sur les actions des marchés émergents était facile à prévoir au premier trimestre, étant donné la forte correction des petites capitalisations américaines et des actions des pays asiatiques émergents (qui font partie de nos convictions depuis quelques mois). Même si les petites capitalisations conservent des perspectives

### Sentiment haussier des investisseurs américains d'après l'enquête AII



source : Bloomberg

Le sentiment haussier est prédominant parmi les investisseurs individuels aux États-Unis.

prometteuses en raison de la dynamique de croissance de l'économie américaine et de leur attractivité relative en termes de multiples, nous pensons qu'il convient de repenser la stratégie concernant les marchés émergents (notamment chinois). Après avoir rebondi d'environ 70 % par rapport à leurs plus bas de l'année dernière et enregistré une surperformance de 8 points de pourcentage par rapport aux actions mondiales, les actions des marchés émergents ne sont plus sous-évaluées. La dynamique de croissance s'est déplacée de la Chine vers les États-Unis, dans un contexte marqué par la hausse du dollar et des taux réels, un environnement dans lequel les marchés émergents sont généralement en difficulté. De même que les réponses à la pandémie ont créé des gagnants et des perdants sur le plan social, on observe des écarts importants au niveau macroéconomique: de nombreux pays sont confrontés à la perspective de devoir défendre leurs devises et de lutter contre l'inflation en supprimant leurs politiques de soutien alors même que la reprise est encore partielle. Le Brésil, la Russie et la Turquie ont déjà commencé à normaliser leur politique monétaire le mois dernier, ce qui a eu pour effet de pénaliser leurs indices respectifs, et même si la reprise économique chinoise reste solide et durable (l'activité non manufacturière a progressé sur 11 mois consécutifs en mars et la croissance des exportations est supérieure de 32 % à la tendance), les autorités chinoises semblent enclines à la prudence. S'il est vrai qu'à long terme un ralentissement du soutien monétaire chinois et un resserrement du crédit peuvent être positifs pour l'économie mondiale, ils risquent à court et moyen terme de freiner les marchés émergents qui dépendent des échanges commerciaux avec la Chine et les exportateurs comme l'Allemagne. De même, bien que l'essor de l'économie américaine soit généralement un élément positif pour

les actifs émergents s'il s'accompagne d'une hausse des rendements des bons du Trésor américain, cet essor risque en contrepartie de réduire leur attrait relatif. L'accroissement du poids de la dette des pays émergents dans le sillage de la pandémie et la menace accrue du risque géopolitique (Turquie, Russie, Taïwan, Brésil, etc.) signifient qu'un point d'entrée privilégié pour les actions des marchés émergents devrait apparaître dans les mois à venir.

Les marchés actions ont une nouvelle fois atteint de nouveaux sommets. Les valorisations, sous bien des aspects, sont tendues, et le ratio cours/bénéfices du S&P 500 dépassant désormais son pic d'avant la crise financière. Toutefois, compte tenu du maintien des conditions monétaires ultra-accommodantes (malgré une économie en plein essor) et des mesures de relance budgétaire exceptionnelles, le marché haussier semble appelé à se prolonger, en particulier dans la mesure où les obligations semblent peu attractives.

## PER à long terme - Principaux indices



source : Bloomberg

La divergence en termes de valorisations a été exacerbée au 1er trimestre : les États-Unis sont à un niveau de nouveau très élevé, la Chine s'est légèrement réajustée et le Royaume-Uni semble bon marché.

|                   | - | = | + |   |
|-------------------|---|---|---|---|
| <b>ACTIONS</b>    |   |   |   | La tendance haussière induite par la campagne de vaccination va se maintenir, malgré la volatilité observée sur certains segments du marché et la poursuite de la rotation cyclique. Une approche sélective est essentielle.  |
| États-Unis        |   |   |   | Certains segments du marché affichent des valorisations extrêmes, dopées par les acheteurs particuliers. Toutefois, l'économie américaine est solide, et nous privilégions les petites capitalisations et les grandes capitalisations sous-évaluées.  |
| 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. La campagne de vaccination contre le virus freine la croissance.  |
| Suisse            |   |   |   | La qualité et la nature défensive du marché pourraient entraîner un retard par rapport aux secteurs plus cycliques à mesure que l'économie se redresse.   |
| Marchés émergents |   |   |   | Nous privilégions l'Asie Émergente pour sa croissance à long terme et nous détournons du risque politique élevé dans les autres régions (par exemple, Brésil).  |
| 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 nervosité devrait rester à l'ordre du jour sur les marchés obligataires au cours des prochains mois. Face aux rendements des bons du Trésor qui se rappellent à leur bon souvenir, les banques centrales doivent trouver un nouveau moyen de rassurer les marchés et de les convaincre qu'elles ne vont pas relever leurs taux à chaque réunion mensuelle, ceci même si les statistiques économiques américaines laissent entrevoir une croissance rapide. Malgré leurs efforts, un scénario inflationniste s'est imposé et seuls les investisseurs les plus enhardis envisageront d'augmenter la durée à ce stade, suite aux mouvements sur la partie longue de la courbe des taux depuis le début de l'année. La Fed possède encore au moins un autre atout - le contrôle de la courbe des taux (voir le Japon), un outil dont le déploiement dépendra de la réaction des acteurs du marché obligataire, qui resteront à l'affût du moindre signe de hausse de l'inflation, dès lors que la croissance sera revenue à ses niveaux d'avant la pandémie. Lors du « taper tantrum » de 2013, les actifs risqués avaient commencé à paniquer lorsque le rendement (à 10 ans) avait atteint 3 %. Il devrait néanmoins rester en deçà cette fois-ci, d'autant que la Fed devrait intervenir avant que ce seuil ne soit franchi. Cela dit, de nombreux investisseurs devraient se contenter d'un revenu de 2 % pour détenir des bons du Trésor américain, si bien que toute hausse des rendements pourrait être interrompue naturellement à ce stade, ce qui aurait au moins pour effet de retarder le moment auquel la Fed devra réagir. Même s'il peut s'avérer rentable de sous-pondérer la durée voire de miser sur la courte durée à court terme, le résultat est généralement favorable aux banques centrales possédant le plus de liquidités. Nous ne sommes pas prêts

*“La vigueur du dollar depuis le début de l'année n'est pas allée dans le sens de notre opinion positive concernant la dette émergente en devise locale, mais un mélange d'obligations fortes et locales offre un niveau de rendement acceptable à condition d'adopter une approche sélective.”*

à nous opposer à elles, d'autant plus que la reprise est toujours en phase de démarrage et que les forces structurelles qui soutiennent le thème des taux d'intérêt bas à long terme restent largement en place. Nous maintenons donc une position neutre concernant la durée à moyen terme.

Même si nous ne sommes pas sûrs que l'inflation sera effectivement hors de contrôle au moment de la réouverture complète de l'économie mondiale (il reste encore beaucoup de capacités inutilisées sur le marché du travail et rien ne garantit que la hausse des matières premières se poursuivra), les marchés obligataires restent utiles, ne serait-ce que pour se prémunir contre la volatilité des actions, avec des rendements faibles dans un contexte de reprise cyclique. Nous maintenons donc notre positionnement neutre/sous-pondéré. Un panier diversifié d'obligations constitue une nécessité, étant donné qu'aucune sous-classe d'actifs ne présente d'attrait particulier - les obligations

d'entreprise semblent essentiellement se comporter comme une version bêta élevée des bons du Trésor, mais sans la marge de rendement qu'apportent la dette émergente et le haut rendement. Le crédit est au moins soutenu par les différents programmes d'assouplissement quantitatif des différentes banques centrales, qui, s'ils n'entraîneront pas une hausse substantielle des cours, devraient soutenir la classe d'actifs. Pour les investisseurs obligataires agiles, l'ancrage des taux à court terme a créé une pentification de la courbe relativement attractive, ce qui signifie que l'effet roll down sur le rendement total pour les investisseurs est désormais une option pour augmenter les rendements. La vigueur du dollar depuis le début de l'année n'est pas allée dans le sens de notre opinion positive concernant la dette émergente en devise locale, mais un mélange d'obligations fortes et locales offre un niveau de rendement acceptable à condition d'adopter une approche sélective. Malgré notre réticence à rechercher du rendement au détriment de la durée et de la qualité de crédit, nous pensons que les obligations titrisées (hypothécaires) ainsi que les obligations offshore chinoises offrent des avantages en termes de revenus et de diversification dans un contexte de redressement économique. En ce qui concerne les obligations offshore chinoises, étant donné le statut de devise de réserve du yuan et l'inclusion de la Chine dans les indices, les investisseurs étrangers commencent tout juste à se familiariser avec le marché obligataire du pays. En outre, la suppression des restrictions sur les participations étrangères dans les titres et les sociétés de gestion de fonds devrait fluidifier le flux d'informations. Par conséquent, cela devrait faciliter et approfondir la compréhension des marchés chinois, offrant ainsi des opportunités de rendement aux investisseurs disposés à faire preuve de la diligence nécessaire. Jusqu'à présent, les obligations des marchés émergents ont été le

seul segment du marché obligataire qui n'a pas été concerné par la contraction des spreads de 2021. Leur récente dissociation d'avec les obligations américaines à haut rendement fait d'elles une opportunité intéressante de valeur relative pour un niveau de risque similaire..

## Rendements obligataires à 2 ans

| PAYS      | ÉCHÉANCE              | RENDEMENT |
|-----------|-----------------------|-----------|
| Suisse    | SWISS 4 02/11/23      | -0,805    |
| Allemagne | BKO 0 03/10/23        | -0,712    |
| Finlande  | RFGB 1 1/2 04/15/23   | -0,703    |
| Pays-Bas  | NETHER 2 1/4 07/15/22 | -0,698    |
| Autriche  | RAGB 0 07/15/23       | -0,681    |
| France    | FRTR 0 02/25/23       | -0,671    |
| Belgique  | BGB 2 1/4 06/22/23    | -0,671    |
| Irlande   | IRISH 3.9 03/20/23    | -0,630    |
| Danemark  | DGB 0 1/4 11/15/22    | -0,593    |
| Portugal  | PGB 4.95 10/25/23     | -0,579    |
| Espagne   | SPGB 0 04/30/23       | -0,500    |
| Italie    | BTPS 0.05 01/15/23    | -0,370    |
| Suède     | SGB 1 1/2 11/13/23    | -0,316    |

| PAYS             | ÉCHÉANCE             | RENDEMENT |
|------------------|----------------------|-----------|
| Grèce            | GGB 3 1/2 01/30/23   | -0,222    |
| Japon            | JGB 0.005 04/01/23   | -0,145    |
| Hong Kong        | HKGB 0.16 02/22/23   | 0,009     |
| Israël           | ILGOV 0 3/4 07/31/22 | 0,010     |
| Royaume-Uni      | UKT 0 1/8 01/31/23   | 0,047     |
| Australie        | ACGB 5 1/2 04/21/23  | 0,060     |
| États-Unis       | T 0 1/8 03/31/23     | 0,163     |
| Nouvelle-Zélande | NZGB 5 1/2 04/15/23  | 0,220     |
| Canada           | CAN 0 1/4 02/01/23   | 0,237     |
| Norvège          | NGB 2 05/24/23       | 0,401     |
| Singapour        | SIGB 1 3/4 02/01/23  | 0,431     |
| Islande          | ICEGB 7 1/4 10/26/22 | 1,390     |

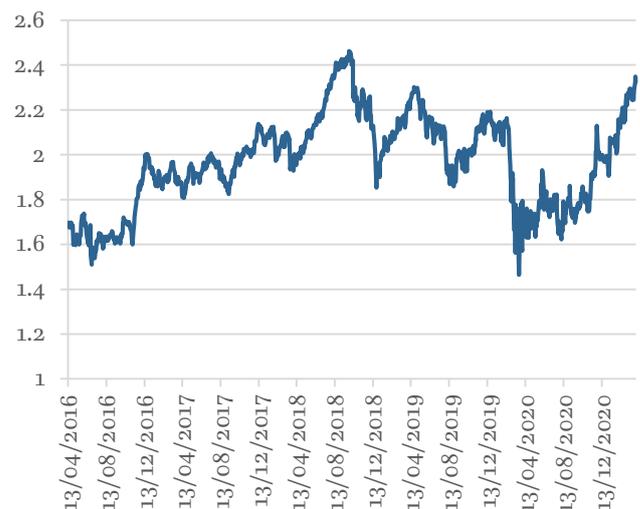
|  | - | = | + |   |
|--|---|---|---|---|
| OBLIGATIONS                                |   |   |   | Les rendements faibles des obligations souveraines ont commencé à remonter et le marché semble vulnérable aux forces inflationnistes. Il est important de surveiller les mesures prises par les banques centrales.  |
| 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, mais le rendement total reste limité. |
| Obligations à haut rendement               |   |   |   | Le rebond a été rapide et l'« argent facile » a été empoché. 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. Duration courte.   |

# DEVICES ET MATIÈRES PREMIÈRES

La vigueur relative du dollar a eu des répercussions sur la quasi-totalité des classes d'actifs. La hausse observée au premier trimestre n'a pas fait exception puisque la devise de réserve a déjoué les anticipations d'affaiblissement, en progressant de près de 4 % au premier trimestre contre d'autres devises. Alors que l'économie américaine a de nouveau devancé les autres régions grâce à un plan vaccinal plus efficace, les rendements des bons du Trésor devenant plus attractifs, les flux de liquidités internationaux ont afflué vers le dollar, alors que la zone euro en particulier était confrontée à de nouvelles mesures de confinement et à des retards dans la vaccination. Les devises refuges ont également commencé à perdre de leur attrait dans le contexte de reprise de la croissance. Le franc suisse et le yen notamment ont enregistré les plus mauvaises performances depuis le début de l'année. L'or a également enregistré un repli de 8 %. Toutefois, le dollar ne restera pas éternellement fort. Nous pensons qu'une fois l'euphorie du rebond initial et de la réaction au plan de relance seront retombées ; l'attention se portera à nouveau sur les dépenses publiques massives et le creusement du double déficit, sans compter que les autres régions vont rattraper leur retard au fil du temps. Malgré sa faiblesse à court et moyen terme, l'euro devrait à nouveau se stabiliser une fois que la campagne de vaccination battra son plein et que les tensions politiques actuelles seront reléguées à l'arrière-plan, avec les récentes élections néerlandaises et l'arrivée de l'ancien gouverneur de la Banque centrale européenne (BCE) Mario Draghi en Italie pour apaiser la situation. À plus long terme, l'euro devrait s'apprécier face au dollar. Nous pensons que la livre sterling pourrait

être la plus forte des grandes devises d'ici la fin 2021 ; la Grande-Bretagne étant parvenue à s'extirper de la situation inconfortable dans laquelle elle était plongée ces dernières années. La divergence entre les politiques monétaires de la Fed et de la BCE pourrait bien être en train de se matérialiser avec, d'un côté, Christine Lagarde qui s'intéresse en priorité aux effets secondaires de la politique non conventionnelle (rendements négatifs) et, de l'autre, les perspectives ultra-accommodantes de Jerome Powell et son apparente apathie face à l'inflation - une situation qui soutient l'EURUSD. Bien entendu, les rendements obligataires et les devises sont inextricablement liés. Les moindres soubresauts de cette classe d'actifs pourraient bien peser sur les devises mondiales: les devises à faible rendement telles que le franc

## Ratio or actions ( indice S&P500 en or)



source : Bloomberg

Nous savons que le S&P 500 est bien valorisé, et en particulier le ratio par rapport à l'or au comptant, ce qui laisse entrevoir une convergence à un moment donné.

suisse et le yen pourraient être affectées par une hausse durable des rendements des bons du Trésor, à mesure que les liquidités se déplacent vers les régions plus attractives en termes de taux d'intérêt.

Après une période de consolidation, le pétrole brut et les métaux de base devraient également continuer de se renforcer avec la consolidation de la reprise, soutenus également par une dépréciation du dollar américain, même si le blocage du canal de Suez et les récentes attaques contre une raffinerie saoudienne nous rappellent que le pétrole brut peut toujours faire l'objet de fortes variations à court terme. Les niveaux actuels des cours du brut conviennent très bien à l'OPEP qui réalise des marges très confortables. De leur côté, les producteurs de schiste américains se consolident dans de grandes entreprises qui n'auront recours au procédé de fracturation que si les prix du brut le justifient (les petites entreprises plus fragilisées produiront quant à elles à tout prix). Ils savent également que la transition verte serait accélérée par une très forte flambée des cours, et ne souhaitent donc pas vraiment une

envolée des cours du brut. La pression sur l'or s'est maintenue, de nombreux observateurs signalant que les derniers sommets atteints par le Bitcoin témoignent du statut de nouvel or « numérique » de la crypto-monnaie, et la hausse des taux d'intérêt réels ayant entraîné des sorties de capitaux du métal précieux. Nous ne considérons pas le Bitcoin comme un concurrent de l'or. La crypto-monnaie s'est révélée être un actif davantage calibré pour la prise de risque qu'un élément de diversification de portefeuille. En outre, rien ne prouve qu'il s'agisse d'un actif à détenir pendant les périodes d'inflation. En revanche, le Bitcoin pourrait être parfaitement indiqué en cas de poursuite de la reprise, même si l'or reste sous-évalué par rapport aux actions sur une base historique. Les arguments en faveur de l'or - de la monnaie saine à l'ère de la planche à billets - restent solides, même si le métal jaune est sujet à de longues périodes de consolidation.

|                              | - |  | = | + |  |  |
|------------------------------|---|--|---|---|--|--|
| 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 décorrélées 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 |   |  |   |   |  | Les matières premières sont en plein essor dans le sillage de la reprise économique.   |

|                      | - |  | = | + |  |   |
|----------------------|---|--|---|---|--|---|
| DEVICES              |   |  |   |   |  | Contrairement aux prévisions du consensus, le dollar se redresse depuis le début de l'année, l'économie américaine ayant bénéficié de l'accélération de la campagne de vaccination et de la hausse des rendements relatifs. Nous pensons qu'il se repliera à nouveau avec l'accélération de la reprise. |
| Dollar US (DXY)      |   |  |   |   |  | Les taux ont remonté et le portage est de retour. Le vaste projet de loi de relance devrait dopper l'économie, mais accroître le double déficit, ce qui laisse entrevoir une baisse à long terme.   |
| Livre sterling (GBP) |   |  |   |   |  | La livre sterling s'est appréciée, portée par la signature de l'accord commercial avec l'UE. Une campagne de vaccination encourageante et un calendrier établi ont permis de dissiper les craintes d'une prolongation du confinement.   |
| Euro (EUR)           |   |  |   |   |  | L'euro est sans doute dopé par l'affaiblissement du dollar. La banque centrale semble quelque peu paralysée et la campagne de vaccination se poursuit dans la lenteur.  |
| Yen japonais (JPY)   |   |  |   |   |  | Le yen a reculé en 2021, mais il n'a fait que renouer avec ses niveaux d'avant le Covid et globalement en ligne avec sa moyenne à 5 ans. Une devise intéressante pour la diversification en période d'aversion au risque.   |
| 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. Le yuan (CNY) s'est établi à un niveau de 6,5, tandis que d'autres économies rattrapent désormais leur retard.   |

# DISCLAIMER

## Information available in this marketing communication

This marketing communication 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 with the Luxembourg Trade and Companies Register (*Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg*) under number B147029 (“Banque Havilland”), and its branch or subsidiaries or representative office (together “Banque Havilland Group”). The information in this marketing communication 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 marketing communication are not offered in all jurisdictions and may not be available to you. 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 it accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. This marketing communication 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.

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 marketing communication is not an offer by Banque Havilland or Banque Havilland Group to take any deposits or provide any financing.

Past performance of a financial instrument, a financial index or an investment service is not a reliable indicator of future results, future returns are not guaranteed, any exposure to foreign currencies may cause additional fluctuation in the value of any investment and a loss of the invested capital may occur.

Any products and/or services described in this marketing communication may be provided, in accordance with their respective business licence, 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 marketing communication is provided for information only. The products and services described herein are generic in nature and do not consider specific investment products, services or objectives or particular needs of any specific recipient of this marketing communication. It is not intended as tax, 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 schemes, may well be different from that of your home jurisdiction.

No matter contained in this marketing communication may be reproduced or copied by any means without the prior written consent of Banque Havilland. Banque Havilland retains the right to change the range of services and products at any time without notice. All information and opinions in this marketing communication are subject to change.

## Liability

Any reliance you place on this marketing communication 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, or in connection with, the use of this marketing communication.

Banque Havilland Group has no obligation to update any information in this marketing communication. The only aim of this marketing communication is to offer information to existing and potential clients of Banque Havilland Group who will take their investment decisions based on their own assessment and not based on reliance on the information in this marketing communication. Banque Havilland Group disclaims all responsibilities for direct or indirect losses related to the use of this marketing communication 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 marketing communication.

## Conflicts of interest

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 marketing communication 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 marketing communication and is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this marketing communication.

Banque Havilland maintains and operates effective organisational and administrative arrangements taking all reasonable steps to identify, monitor and manage conflicts of interest. A policy relating to the prevention, detection and management of conflicts of interest (the “Conflicts of Interest Policy”) has been put in place, designated to prevent conflicts of interest giving rise to a material risk of damage to the interest of clients of Banque Havilland. For further information, existing or prospective clients of Banque Havilland can refer to the “Information on Conflict of Interest” available on the Banque Havilland website (<https://www.banquehavilland.com/en/about-us/annual-reports-and-public-information>) or the Conflicts of Interest Policy, which can be provided by Banque Havilland upon demand.

## Specific warnings per jurisdiction

This marketing communication 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 information in this marketing communication approved for distribution and the distribution of it in its jurisdiction are done so in compliance with applicable 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](http://www.cssf.lu)). The CSSF has neither verified nor analysed the information contained in this marketing communication.

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 further information on the deposit guarantee scheme. In addition, relevant information can be found on [www.fgdl.lu](http://www.fgdl.lu).

Banque Havilland S.A. operates a branch in the UK (the “UK Branch”), with registered offices at 5 Savile Row, London, W1S 3PB. The UK Branch is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation

Authority in the UK under the Temporary Permissions Regime, with registration number 511239 ([www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)). The UK Branch is a member of the Financial Services Compensation Scheme (FSCS). Upon request, the UK Branch can provide its clients with further information on the deposit guarantee scheme. In addition, relevant information can be found on [www.fscs.org.uk](http://www.fscs.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](http://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 further information on the deposit guarantee scheme. In addition, relevant information can be found on [www.garantiedesdepots.fr](http://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 (Liechtenstein) AG is also a member of a deposit guarantee scheme, the Deposit Guarantee and Investor Compensation Foundation PCC (EAS Liechtenstein). Upon request, Banque Havilland (Liechtenstein) AG can provide its clients with further information on the deposit guarantee scheme. In addition, relevant information can be found on <https://eas-liechtenstein.li/en/>

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 Representative Office is licensed by the UAE Central Bank. Its permitted activities in the United Arab Emirates are limited to market and promote Banque Havilland’s products and services. The information contained herein is exclusively addressed to the recipient. Any product referred to in this marketing communication may not be offered or sold in the United Arab Emirates except in circumstances permitted by the regulatory authorities. The distribution of this marketing communication 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, Boulevard du Théâtre, 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. Banque Havilland (Suisse) S.A. and its Zurich branch are members of the deposit guarantee scheme of “esisuisse” with registered office Steinentorstrasse 11, CH-4051 Basel. Upon request, Banque Havilland (Suisse) S.A. and its Zurich branch can provide their clients with further information on the deposit guarantee scheme. In addition, relevant information can be found on <https://www.esisuisse.ch/en/>.

Author: Jonathan Unwin  
Asset Management Department  
e. [j.unwin@banquehavilland.com](mailto: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](mailto:info@banquehavilland.com)

**BANQUE HAVILLAND S.A. (UK BRANCH)**

5 Savile Row, London | W1S 3PB | United Kingdom  
t. +44 20 7087 7999 | f. +44 20 7087 7995 | e. [info.uk@banquehavilland.com](mailto: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 | e. [info.monaco@banquehavilland.com](mailto:info.monaco@banquehavilland.com)

**BANQUE HAVILLAND (LIECHTENSTEIN) AG**

Austrasse 61 | LI-9490 Vaduz  
t. +423 239 33 33 | e. [info.lie@banquehavilland.li](mailto:info.lie@banquehavilland.li)

**BANQUE HAVILLAND S.A. REP.OFFICE (DUBAI)**

Aspin Commercial Tower | Office # 4001 | Sheikh Zayed Road  
P.O. Box 414678 | Dubai, United Arab Emirates  
t. +971 4 306 28 88 | e. [info.dubai@banquehavilland.com](mailto:info.dubai@banquehavilland.com)

**BANQUE HAVILLAND (SUISSE) S.A.**

10, Boulevard du Théâtre | CP 5760 | 1211 Geneva 11  
t. +41 22 818 82 22 | e. [info.switzerland@banquehavilland.com](mailto:info.switzerland@banquehavilland.com)  
**Zurich Branch:** Bellariastrasse 23 | 8027 Zurich  
t. +41 44 204 80 00 | e. [info.switzerland@banquehavilland.com](mailto:info.switzerland@banquehavilland.com)



LUXEMBOURG LONDON MONACO  
LIECHTENSTEIN DUBAI GENEVA ZURICH

BANQUE HAVILLAND