

Recherche

QUARTERLY INSIGHT

4^{ème} trimestre 2022





Pandemonium, Jean Tinguely
1981. Huile, gouache, aquarelle et stylo feutre sur carton
Collection privée CBH Compagnie Bancaire Helvétique
Photo: P. Bitz

Index



Allocation d'actifs	1
Synthèse	2
Perspectives macroéconomiques	3
Prévisions de consensus sur le Forex	10
Performances des marchés	11



Allocation d'actifs

		Neutre	Sous-pondéré	Sur-pondéré	Δ
LIQUIDITE	\$			15%	
	€	5%		30%	
Liquidité	\$	5%		15%	6%
Liquidité	€			30%	6%
OBLIGATIONS PRIN.	\$			36%	
	€	50%		21%	
Gouvernementales 1-5 ans	\$	15%	10%		
	€		0%		
Gouvernementales 5-10 ans	\$	10%	5%		
	€		0%		
Investment Grade 1-5 ans	\$	15%		18%	
	€			18%	
Investment Grade 5-10 ans	\$	10%	3%		
	€		3%		
AUTRES OBLIGATIONS		0%		4%	
Hauts rendements 1 - 5 ans				2%	
Marchés Emergents devise forte				0%	-4%
Marchés Emergents devise locale				0%	
Senior loans				0%	
Convertible				2%	
ACTIONS		40%		34%	
Amérique du Nord		17%	15%		
Europe		8%	5%		
Asie Pacifique & Japon		4%	3%		
Chine		2%		3%	
Marchés Emergents		3%	2%		
Global		6%		6%	
AUTRES		5%		11%	
Or		2%		0%	-2%
Autres investissements		3%		11%	

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et il ne faut pas se baser uniquement sur elles.

Synthèse

Le ralentissement de la dynamique économique, la flambée de l'inflation, le resserrement de la politique monétaire et l'intensification des tensions géopolitiques ont ébranlé les marchés financiers ce troisième trimestre. À l'échelle mondiale, nous prévoyons que le pic d'inflation sera atteint au cours des prochains trimestres, même si nous nous attendons à ce que la désinflation soit un processus douloureusement lent. Les pressions inflationnistes en amont diminuent, mais les salaires commencent à augmenter dans un marché du travail tendu. Cela rendra la vie des banquiers centraux compliquée alors qu'ils tentent de ramener l'inflation à son niveau cible, quel que soit l'impact sur la croissance économique, quitte à pousser l'économie en récession. Dans de nombreux pays développés, l'activité économique est sur le point de se contracter, tandis que la Chine devrait reprendre un élan plus positif. Les incertitudes sont là pour rester, avec des pénuries d'énergie en Europe, des cas de COVID en Chine et des développements géopolitiques qui provoqueront des pics de volatilité au quatrième trimestre.

Nous ne discernons pas encore le pic d'inflation aux États-Unis, car il faut du temps à la Fed pour refroidir le marché du travail et contrôler la croissance des salaires. Les loyers n'ont pas encore atteint un sommet malgré l'affaiblissement du marché du logement, et, lorsqu'ils le feront, plusieurs mois seront nécessaires pour que cela se traduise dans les chiffres de l'inflation. Tant que nous ne sommes pas convaincus que l'inflation a atteint son plus haut, nous nous attendons à ce que les conditions financières se resserrent d'avantage. La Fed pourrait être contrainte de relever les taux de manière encore plus agressive et les rendements souverains américains pourraient rester élevés et continuer à grimper.

Le contexte macroéconomique européen apparaît différent et plus sombre. La principale source d'inflation globale provient des prix de l'énergie qui ont bondi alors que la Russie a suspendu les flux de gaz vers l'Europe via le gazoduc Nord Stream en représailles à son implication dans la guerre ukrainienne. Bien que le remplissage rapide des capacités de stockage et les politiques de rationnement aient atténué une partie de la pression sur les prix du gaz, l'impact sur l'inflation et sur la croissance dépendra des conditions météorologiques pendant l'hiver. Cette situation désastreuse aggrave une dynamique économique déjà ralentie alors que le resserrement de la BCE commence à se faire sentir. Le consensus s'attend à ce que la zone euro se contracte au cours des deux prochains trimestres. L'ampleur de la contraction est toutefois difficile à prévoir, car elle sera influencée de manière significative par les retombées du conflit ukrainien ainsi que par la profondeur de la crise énergétique.

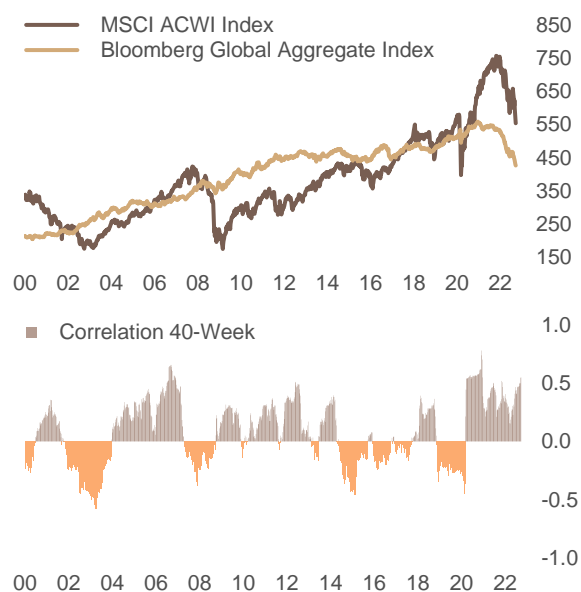
Cela se traduit dans la prudence de notre allocation d'actifs tactique. Bien que nous ayons réduit l'écart de durée au 3^{ème} trimestre, nous maintenons une durée plus courte que l'indice de référence étant donné que nous restons peu confiants sur le fait que les taux aient déjà atteint leur point haut dans ce cycle. Nous restons méfiants à l'égard du crédit à l'échelle mondiale, même si la valorisation semble

attrayante, car la classe d'actif pourrait rattraper les actions à la baisse compte tenu d'une détérioration ultérieure des conditions macroéconomiques. En conséquence, nous préférons clôturer notre surpondération sur la dette émergente.

Nous maintenons une sous-pondération aux actions, car nous pensons que le creux du marché baissier n'a pas encore été atteint. Les incertitudes sont omniprésentes, allant de l'inflation aux banques centrales en passant par la croissance et, enfin et surtout, la géopolitique. Les attentes en matière de bénéfices paraissent encore trop optimistes à notre avis compte tenu du contexte macroéconomique. En outre, nous doutons que les marges bénéficiaires puissent rester stables alors que les entreprises éprouvent de plus en plus de difficultés à maintenir leur pouvoir de fixation des prix. Le sentiment de déprime est fort et nous nous attendons à ce que cette situation perdure en raison de la probable poursuite des révisions baissières des bénéfices. Au niveau de l'analyse technique, la tendance baissière reste en vigueur et la force relative continue de s'afficher dans les secteurs et les styles défensifs. Nous continuons de privilégier les actions américaines malgré leur valorisation plus élevée et leur biais de croissance.

Bien que le cycle haussier du dollar américain soit déjà avancé, nous restons modérément optimistes. Le billet vert est certes cher, mais il reste le roi incontesté des valeurs refuge. Corollaire direct, nous restons prudents sur l'EUR, la GBP et le JPY compte tenu des facteurs idiosyncrasiques et ainsi que de nos perspectives récessionnistes. Nous nous attendons à ce que l'or s'affaiblisse à mesure que les rendements réels remontent, bien que ses propriétés défensives et d'actif réel devraient amortir la baisse. Notre exposition au métal jaune est momentanément réduite à zéro.

Actions vs obligations – Régime de corrélation positive



Perspectives macroéconomiques

États-Unis

L'inflation globale aux États-Unis s'est établie en juin à 9,1% en glissement annuel, un sommet jamais observé depuis 1981, puis a diminué pour s'établir à 8,5% en juillet et à 8,3% en août. Avons-nous ainsi vu le pic du cycle inflationniste ? Bien que cela soit une possibilité, la reprise du contrôle des pressions inflationnistes qui sont au plus haut depuis des décennies sera un processus obstinément lent. Bien que l'indice des prix à la consommation (IPC) d'août ait diminué en rythme annuel, il a tout de même surpris en étant plus élevé que prévu et en affichant une progression de 0,1 % sur un mois. Plus important encore, les deux derniers chiffres de l'IPC montrent que les sources de l'inflation américaine se déplacent des biens vers les services. Le ralentissement de l'augmentation des matières premières, conjugué à l'amélioration des goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement, ont atténué la pression à la hausse des biens. En outre, la baisse de l'indice des prix à la production (IPP), les prix à l'importation, et les prix des voitures d'occasion suggèrent tous que cette tendance persistera. Cependant, nous voyons également des signes que l'inflation des biens pourrait rester à un niveau élevé, car les marges bénéficiaires des entreprises demeurent élevées malgré l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Cela suggère que les entreprises conservent beaucoup de pouvoir de fixation des prix et n'ont aucun mal à impacter cela sur les consommateurs plutôt que de réduire les marges, phénomène plutôt rare en période de ralentissement économique.

Concernant les perspectives de politique monétaire, l'inflation sous-jacente est déterminante selon nous. Alors que les prix des biens de base ont ralenti, passant de 10,7 % à la fin de 2021 à 7,1 % en août, l'inflation des services de base s'est accélérée, passant de 3,7 % à 6,1% depuis le début de l'année. Celle-ci devrait rester importante tant que les tensions persistent au niveau du marché du travail et que la pression sur les salaires reste haussière. L'un des problèmes majeur est que les services de base contribuent significativement à l'inflation sous-jacente dans la mesure où environ 40 % de l'IPC de base est composé uniquement des loyers et des logements. Même si nous prévoyons un ralentissement de la hausse des loyers dans les mois à venir après un potentiel pic au-dessus de 7% prévu au premier semestre 2023, il est hautement probable que plusieurs trimestres seront nécessaires pour influencer dans les chiffres de l'inflation. Ainsi, bien que nous nous attendions à ce que l'inflation globale américaine commence progressivement à diminuer durant 2023, nous soupçonnons que l'inflation sous-jacente restera élevée plus longtemps que prévu, car la croissance des salaires et des loyers, qui dépasse déjà 6% en glissement annuel, pourrait s'aggraver à court terme. De plus, avec une inflation sous-jacente bien au-dessus de sa zone de confort, la Fed ne devrait pas envisager de marquer une pause. Les hausses de taux pourraient donc bien s'étendre jusqu'au second semestre 2023.

Inflation du logement aux États-Unis et croissance des salaires de la Fed d'Atlanta



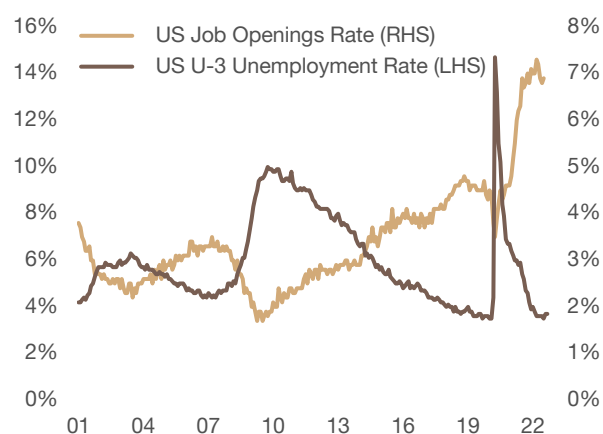
Après s'être rendu compte qu'elle était en retard, la Fed a montré sa détermination à lutter contre l'inflation en augmentant le taux directeur de 3% depuis mars, au prix d'une péjoration de la croissance à court terme. Selon nous, Jerome Powell et le FOMC sont déterminés à maintenir les taux élevés tant que l'inflation restera supérieure à la cible de 2% de la Fed. Les espoirs d'une politique monétaire plus accommodante ont pris une douche froide lors du symposium de Jackson Hole, et suite à la surprise de la hausse de l'inflation en août, le marché s'est rajusté pour un cycle de resserrement de la Fed plus long et plus agressif. Les attentes s'orientent vers des taux directeurs US à 4,25-4,50% après avoir procédé à deux hausses supplémentaires (75 pb en novembre, 50 pb en décembre). Lors de sa dernière réunion de septembre, la Fed a annoncé une hausse attendue de 75 pb et a de nouveau confirmé son orientation restrictive. Les membres du FOMC restent déterminés à faire baisser l'inflation, et le nouveau « dot plot », qui présente les taux de la Fed en fin d'année, estimées par les responsables de la Fed, affiche désormais une médiane de 4,375 % pour la fin 2022, de 4,625 % pour la fin de 2023 et de 3,875 % pour la fin de 2024. Le marché, quant à lui, table désormais sur une fin du resserrement du cycle en mars 2023 avec un taux estimé entre 4,5 à 4,75%.

La Fed ne prévoit pas explicitement une récession, néanmoins la rhétorique des officiels indique qu'ils pensent que le scénario optimiste d'un atterrissage en douceur est peu probable. En effet, les perspectives de croissance pour 2022 ont été révisées à la baisse à un maigre 0,2%. Dans son discours de Jackson Hole, le président de la Fed, M. Powell, a aussi souligné que la priorité de la Fed était de réduire l'inflation et a averti que les efforts en ce sens entraîneraient des difficultés économiques. Il a également déclaré que « personne ne sait si ce processus (resserrement monétaire) conduira à une récession ou, dans l'affirmative, quelle serait l'ampleur de cette récession ». En effet, comme la politique monétaire devra être plus restrictive et s'étendra probablement sur une plus longue durée, le taux de chômage devrait augmenter fortement; par conséquent, les chances d'un atterrissage en douceur diminuent clairement. À notre avis, l'orientation de la politique monétaire de la Fed dépend de l'inflation sous-jacente et, comme les salaires et les loyers n'ont pas encore

atteint un sommet, nous nous attendons à ce que l'inflation sous-jacente demeure élevée au cours des prochains trimestres. La Fed continuera donc à augmenter les taux au premier semestre 2023, et nous pensons qu'elle pourrait être contrainte d'étendre le cycle de hausse à un taux terminal de 5% au deuxième semestre 2023.

Pour que la Fed se rapproche de son objectif d'inflation à 2%, elle doit refroidir le marché du travail afin de limiter la croissance des salaires. Le fait est que le marché américain reste très tendu, avec des salaires de retour à leurs sommets d'avant la COVID et un taux de chômage de 3,7%. Le taux des emplois vacants reste à un niveau record (6,9%), et l'offre de main-d'œuvre reste faible, car l'économie américaine manque encore des travailleurs qui seraient naturellement ajoutés à la main-d'œuvre via la croissance démographique. De plus, nous ne nous attendons pas à ce que le taux de participation augmente durablement – des études récentes montrent que quelque 2 à 4 millions d'américains pourraient être sans emploi en raison des séquelles de la Covid longue. Pour freiner la croissance des salaires à un niveau compatible avec son objectif d'inflation de 2%, la Fed doit donc se concentrer davantage sur le recul de la demande plutôt que de compter sur une offre de main-d'œuvre plus importante. La Fed s'attend maintenant à ce que le taux de chômage atteigne 4,4% en 2023 et 2024, mais de nombreux économistes pensent qu'il s'agit là d'une projection trop optimiste. La question centrale est de savoir si la Fed peut réussir un atterrissage en douceur ou si elle poussera l'économie américaine en récession. À notre avis, il est peu probable que le scénario « Boucles d'or » d'un marché du travail robuste sans spirale des salaires se produise. Olivier Blanchard, expert macroéconomique de renommée mondiale, ne voit d'ailleurs aucune chance que les offres d'emploi diminuent sans une forte augmentation du chômage.

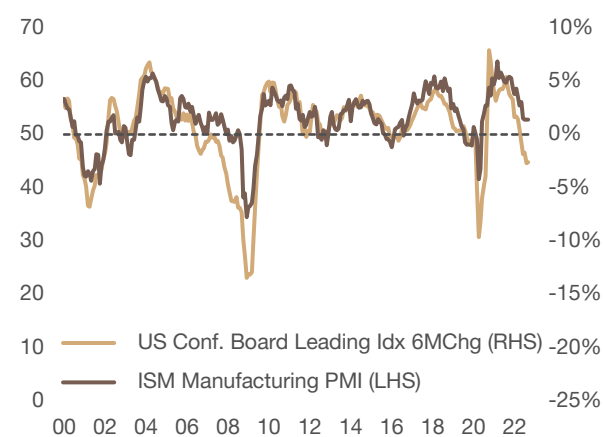
Offres d'emploi et taux de chômage aux États-Unis



Après le rebond post-COVID, l'économie américaine a nettement ralenti et les économistes ont fortement révisé leurs estimations de croissance du PIB cette année. Ils s'attendent désormais à ce que l'économie américaine connaisse une croissance de 1,6% en 2022 (contre 3,9% en début d'année) et de 0,8% l'an prochain (contre 2,5% en début d'année). Les données économiques montrent

que la confiance des entreprises et des consommateurs se détériore fortement, tandis que les données concrètes sont restées jusqu'à présent relativement solides, probablement soutenues par l'épargne excédentaire des ménages et le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Une telle résilience pourrait toutefois ne pas durer car le resserrement des conditions financières commence à faire des ravages. Alors que l'économie américaine fait face au pire choc inflationniste depuis des décennies, le pouvoir d'achat des consommateurs est ébranlé et l'effondrement de la confiance des consommateurs indique qu'ils se sentent acculés.

Indice économique avancé américain et indice PMI manufacturier ISM



Néanmoins, avec un marché du travail aussi fort, la probabilité d'une récession sévère semble minimale pour le 4^{ème} trimestre, dans la mesure où il faudra un certain temps pour que le resserrement des conditions financières induit par la Fed fasse grimper le taux de chômage. En outre, la santé des bénéfices des entreprises américaines est de bon augure pour la résilience de l'économie américaine à court terme. Toutefois, les chances que l'économie américaine se contracte au second semestre de l'année prochaine sont élevées.

Zone euro

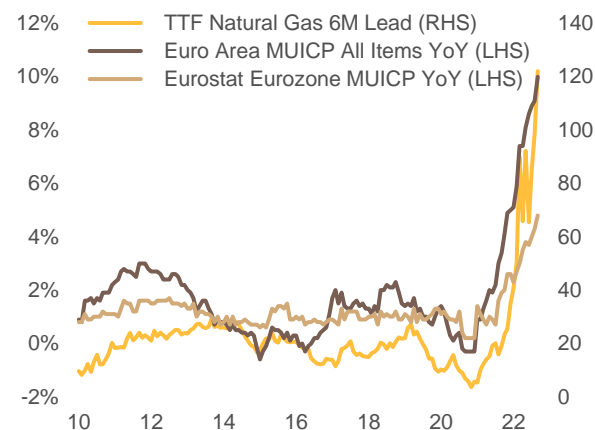
Le contexte inflationniste est différent en Europe par rapport à la situation aux États-Unis. La crise énergétique, conséquence directe du conflit ukrainien, reste la principale contributrice à l'inflation globale de la zone euro, le vieux continent étant fortement dépendant des importations de gaz russe (45 % des importations de gaz de l'UE). Plus précisément, environ 40 % de l'inflation globale récente peut être attribuée aux prix de l'énergie qui ont bondi de plus de 50 % en base annuelle. En conséquence, l'inflation globale de la zone euro a grimpé à 10% en septembre, la quinzième hausse mensuelle consécutive et la plus élevée depuis la création de l'Union européenne. Normalement, la flambée des prix du gaz naturel devrait continuer à se répercuter sur les consommateurs, poussant les prix de la zone euro encore plus haut dans les mois à venir. Cependant, nous nous attendons à ce que les États membres de l'UE protègent quelque peu les ménages en plafonnant les prix de l'énergie avec des politiques ciblées,

ce qui devrait stabiliser le niveau des factures d'énergie à partir de 2023 et atténuer la contribution énergétique dans l'inflation globale. En septembre, l'inflation sous-jacente a augmenté de 0,5 % pour s'établir à 4,8 %, mais elle reste inférieure de 1,8 % au niveau de l'inflation sous-jacente aux États-Unis. Alors que le resserrement du marché du travail exerce une pression à la hausse sur les salaires dans certaines parties du bloc, nous nous attendons à ce que la demande globale généralement plus faible diminue une partie des pressions salariales. Cela étant dit, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont généralisées, provenant à la fois des biens et des services, et l'IPC de base de l'Allemagne devrait poursuivre son ascension. En effet, certaines politiques d'amortissement des prix des transports ont expiré en septembre et le niveau du salaire minimum a été augmenté. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les pressions sous-jacentes sur les prix restent élevées à court terme.

La BCE a relevé son taux de refinancement de 75 pb à 1,25 % lors de sa dernière réunion, et le marché s'attend à ce que le taux directeur soit à 2,50 % à la fin de 2022 après une hausse de 75 pb en octobre et une hausse de 50 pb en décembre. Le consensus table à ce que la BCE termine son cycle de hausse l'été prochain à un taux terminal de 2,75% à 3,00%. Compte tenu d'une inflation historiquement élevée et de l'attente d'un niveau général des prix qui continue à augmenter au cours des prochains mois, nous pensons qu'il y a de fortes chances que la BCE intensifie ses actions et augmente ses taux de manière plus agressive et plus longue que prévu. Celle-ci affiche encore un fort retard dans la lutte contre l'inflation par rapport à la Fed. Cependant, les experts s'accordent à dire que la BCE devrait finalement resserrer moins que la Fed pour lutter contre l'inflation, le marché du travail dans la zone euro étant en situation de moindre surchauffe comparé aux États-Unis. Comme la Fed, la BCE est coincée entre une inflation galopante et une économie affaiblie, et le choix dans ce dilemme cornélien s'oriente également vers le sacrifice de la croissance pour la maîtrise inflationniste.

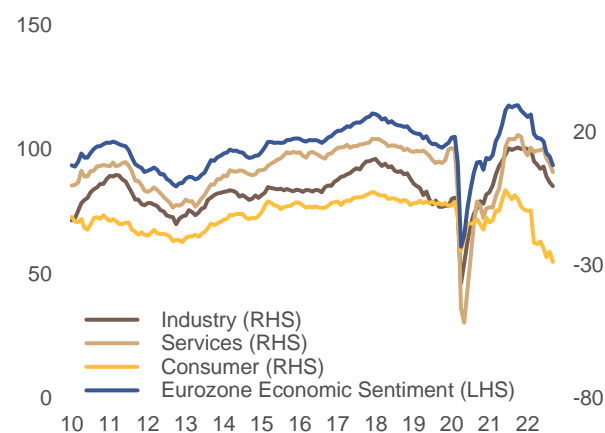
Nous reconnaissons que les prix du gaz naturel ont quelque peu baissé à mesure que l'Europe a rempli sa capacité de stockage de gaz rapidement avant l'hiver. Nous considérons également comme une évolution positive le fait que l'UE ait élaboré des plans visant à réduire la consommation de 15 à 20%. En outre, les importations se déplacent vers le gaz naturel liquéfié et les industries se tournent vers l'utilisation de plus de pétrole. Cependant, même avec tous ces développements positifs récents, la capacité de stockage ne tiendrait que 10 semaines dans des conditions hivernales normales. En outre, les États membres et la CE ont tenté de diversifier les fournisseurs de gaz (pays nordiques, Moyen-Orient, Algérie), mais le manque d'infrastructures augmente le défi d'assurer un approvisionnement régulier en énergie au cours des six prochains mois. Cela signifie que la crise énergétique est loin d'être résolue et qu'elle pourrait s'aggraver considérablement pendant l'hiver. Les économistes de Bloomberg ont estimé que la charge pesant sur la croissance européenne varierait entre -1% et -5% en fonction des conditions météorologiques et du rationnement.

Inflation dans la zone euro et prix du gaz naturel



Au 1^{er} semestre 2022, l'économie de la zone euro a fait preuve de résilience malgré la flambée de l'inflation, la compression du pouvoir d'achat et la baisse de confiance des ménages. La raison en est que le choc de croissance négatif de la guerre et de l'inflation ont été quelque peu compensés par les effets positifs de la réouverture des économies européennes Post-Covid. À l'avenir, la situation semble plus sombre pour la zone euro, car certains indicateurs avancés, tels que l'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier, sont tombés en dessous des niveaux d'avant la pandémie et indiquent que l'économie se trouve déjà en phase de contraction. Autre signe de ralentissement de la demande, le sous-indice des nouvelles commandes a chuté tandis que les stocks ont fortement augmenté. Le ralentissement économique est aggravé par l'impact négatif de la crise énergétique en cours sur la croissance, et l'économie européenne devrait maintenant se contracter au cours des six prochains mois. Indubitablement, le risque de récession augmente en Europe et s'oriente progressivement vers un ralentissement plus profond et plus prolongé. Cette récession semblerait être plus induite par la crise énergétique en cours qu'aux actions de BCE, contrairement aux États-Unis, où la cause la plus probable d'une récession à court terme réside dans les actions de la Fed.

Enquêtes sur le climat économique de l'UE



Chine

Pékin a récemment annoncé un plan de relance des infrastructures de 160 milliards de dollars pour soutenir l'économie, et il semble probable de voir émerger davantage de stimulus d'ici la fin de l'année. En outre, lors du 20ème Congrès du Parti communiste chinois en octobre, de nouvelles mesures de relance économique et un assouplissement des politiques de santé pourraient être annoncés afin de stimuler davantage l'économie. Sur le plan stratégique, la Chine affirme vouloir se concentrer sur sa « circulation interne » (c'est-à-dire la consommation intérieure) comme principale stratégie de développement, avec la « circulation externe » (c'est-à-dire le commerce international et l'investissement) comme stratégie supplémentaire. Nous constatons également que l'incertitude réglementaire et le risque de radiation des ADR chinois ont diminué avec la résolution du différend opposant chinois et américains concernant les rapports financiers et les règles comptables.

Du côté négatif, nous ne prévoyons pas de sitôt un apaisement des tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine. En outre, il est probable que la politique zéro COVID continuera de faire fuir les investisseurs internationaux dans un proche avenir. Les perspectives pour la Chine sont donc incertaines car il est difficile de prédire comment les aspects positifs équilibreront les aspects négatifs.

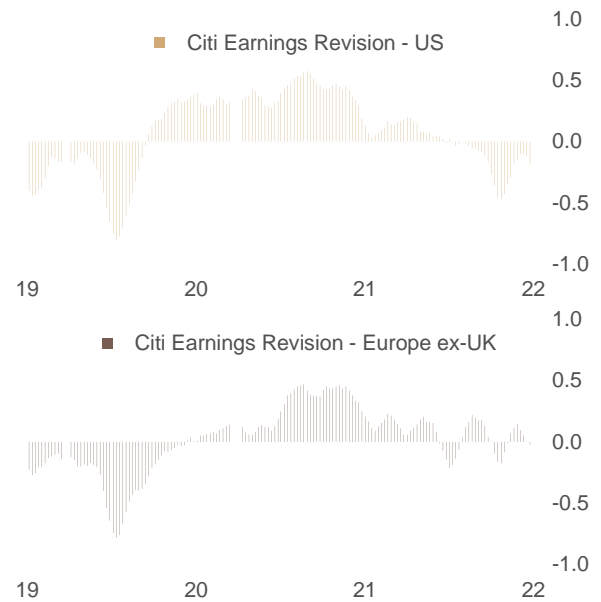
Actions

Le contexte macroéconomique s'est détérioré pour les actions mondiales au 3ième trimestre. Les incertitudes persistantes sur la croissance, l'inflation et la politique monétaire maintiendront probablement la volatilité à un niveau élevé. Bien que l'inflation globale soit proche du pic, nous craignons que l'inflation sous-jacente ne reste élevée pendant un certain temps et contraignent les banques centrales à prolonger leur cycle de resserrement monétaire. Cela pourrait pousser les rendements obligataires à la hausse, conduire à une hausse du chômage et à une baisse de confiance des consommateurs et des entreprises et, finalement, à une contraction de l'économie.

Du point de vue des entreprises, bien que l'expansion des marges bénéficiaires après la COVID ait pu atteindre un sommet au cours du 1er trimestre de cette année, elles sont jusqu'à présent restées résilientes. Ceci pourrait expliquer pourquoi les analystes restent relativement optimistes et s'attendent à une croissance des bénéfices dans toutes les régions, bien qu'avec une forte dispersion. Parmi les marchés développés, la croissance des bénéfices au cours des douze prochains mois est attendue à 11% en Suisse, 7% aux États-Unis, 6% dans la zone euro et 4% au Royaume-Uni. Cependant, compte tenu des incertitudes liées à la croissance, à l'inflation et à la fonction de réaction des banques centrales, nous pensons que les attentes bénéficiaires sont trop ambitieuses et que les bénéfices continueront d'être révisés à la baisse et peser davantage sur le sentiment général. Le ratio de révision bénéficiaire américain reste négatif mais semble avoir atteint un creux en juillet, alors que celui des marchés européens (oscillant autour de 0) pourrait plonger significativement dans le

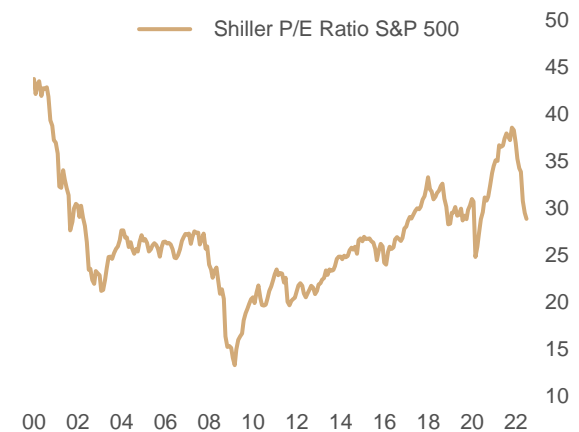
rouge au cours des prochains trimestres. Les bénéfices attendus des marchés émergents continuent d'être révisés à la baisse de façon plus prononcée qu'ailleurs.

Révision des bénéfices (États-Unis et Europe Ex. Royaume-Uni)



Au niveau des valorisations, les actions mondiales ont fortement dévaluées depuis le début de 2021 dans le sillage de la hausse des taux réels. Les modèles quantitatifs montrent que les rendements réels et les anticipations d'inflation ont récemment été les principaux facteurs d'influence du marché américain. En effet, la hausse des rendements a contribué de manière significative à la correction du premier semestre, frappant notamment les actions de croissance. À titre d'exemple, la compression de valorisation (12M Forward PE) du S&P 500 au cours des douze derniers mois est la quatrième plus importante depuis 1975. Néanmoins, les mesures d'évaluation de plus long terme, telles que le ratio Shiller PE ou Tobin'Q, affichent encore des valeurs significativement plus haute que leur moyenne historique.

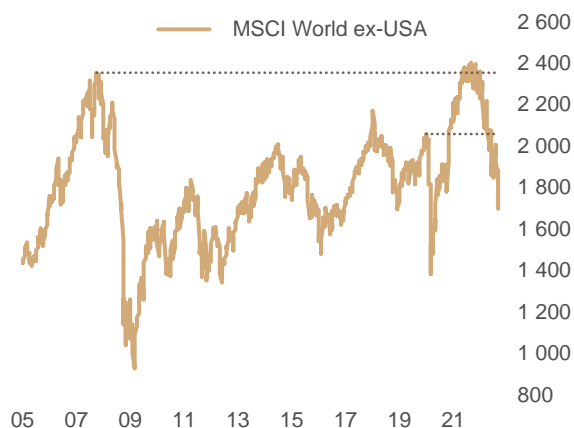
Ratios PE Shiller S&P 500



Le marché américain reste le plus cher en termes absolus, mais cela nous paraît justifié étant donné qu'il s'agit du marché régional le plus rentable. Les arguments de valorisation des actions européennes sont pertinents, notamment la décote la plus forte jamais réalisée par rapport aux actions américaines selon certaines mesures. Néanmoins, nous nous abstenons de surpondérer cette zone, car la valorisation n'est pas un argument suffisamment fort selon nous compte tenu des sombres perspectives macroéconomiques.

Les actions mondiales ex-US ont déjà atteint un sommet en juin de l'année dernière, tandis que les actions US ont atteint leur sommet au début de cette année. Au niveau technique, la plupart des indices boursiers montrent une claire tendance baissière avec une cassure des supports importants. Les récentes hausses n'ont constitué que des rebonds dans un marché baissier, et les signaux qui pourraient nous porter à penser que le marché a touché le fond restent invisibles. Les indicateurs de sentiment à court terme sont tendus et pourraient à nouveau atteindre un niveau de panique, déclenchant ainsi un nouveau rebond significatif du marché. Cependant, dans une perspective à plus long terme, nous n'observons pas le paroxysme de panique qui coïncide généralement avec la fin d'un marché baissier.

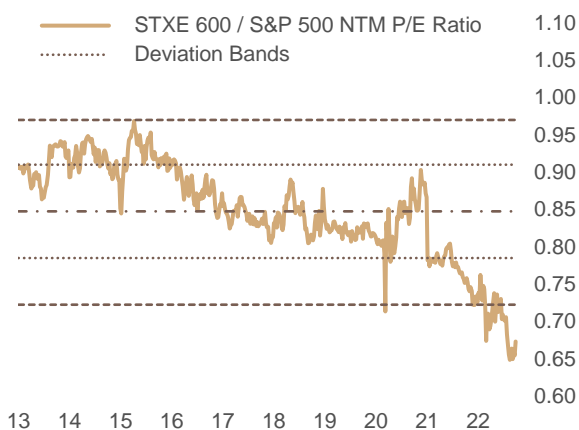
MSCI World ex-États-Unis



Le sentiment à l'égard des actions européennes est extrêmement négatif, et les investisseurs internationaux n'ont jamais été autant sous-exposés à la région. En d'autres termes, les actions européennes semblent être « non-investissables ». La guerre ukrainienne et ses conséquences, principalement la crise énergétique, sont au cœur de cette vision pessimiste du marché boursier européen. Fait intéressant, le Stoxx Europe 600 a été quelque peu plus résistant que le S&P 500 cette année, avec un recul maximal environ 6% moindre. Les rendements obligataires ont augmenté de la même ampleur en termes absolus en Europe et aux États-Unis, mais la plus grande sensibilité des marchés boursiers américains face aux taux constitue un élément d'explication. En outre, les taux de change ont été un facteur de soutien pour le marché boursier européen, alors que la force du dollar a pénalisé les actions américaines. Nous nous abstenons cependant d'augmenter notre exposition au marché européen pour

trois raisons. Premièrement, les conditions macroéconomiques sont plus sinistres en Europe qu'aux États-Unis et la probabilité d'une récession est plus élevée. Deuxièmement, les attentes de croissance bénéficiaire en Europe semblent être découplées des conditions économiques et seront probablement révisées à la baisse de manière significative. Troisièmement, l'évolution récente de la guerre en Ukraine suggère que la situation va d'abord s'aggraver avant de s'améliorer. La géopolitique devrait donc continuer à peser sur les actifs européens de manière générale.

Évaluation relative des actions européennes par rapport aux actions américaines



Nous restons également prudents à l'égard des actions des pays émergents tant que le pic des rendements américains et du billet vert n'est pas constaté. Les bénéfices continuent d'être révisés à la baisse dans les zones émergentes, et les perspectives des politiques monétaires, budgétaires et réglementaires chinoises sont incertaines. Il est difficile d'évaluer comment les aspects négatifs – politique zéro COVID, assèchement de la liquidité due à l'effondrement du marché immobilier – pourraient être contrebalancés par des aspects positifs, tels que l'avantage de soutiens monétaires et budgétaires. Cela étant dit, les valorisations du marché chinois sont revenues à des niveaux plus raisonnables, le MSCI China se négociant désormais en-dessous de la moyenne à long terme de 11x les bénéfices projetés à 12 mois.

Compte tenu de nos perspectives d'inflation, de la Fed et des rendements, les actions de croissance très sensibles aux taux d'intérêt ne sont pas nos favorites. Nous privilégions les secteurs moins cycliques, tels que les produits de base, les services aux collectivités et la santé. Nous sommes en outre légèrement optimistes à l'égard du secteur de l'énergie, car les fondamentaux et les valorisations demeurent solides. Enfin, les entreprises du secteur de la défense pourraient être bien soutenues en raison des risques géopolitiques accrus.

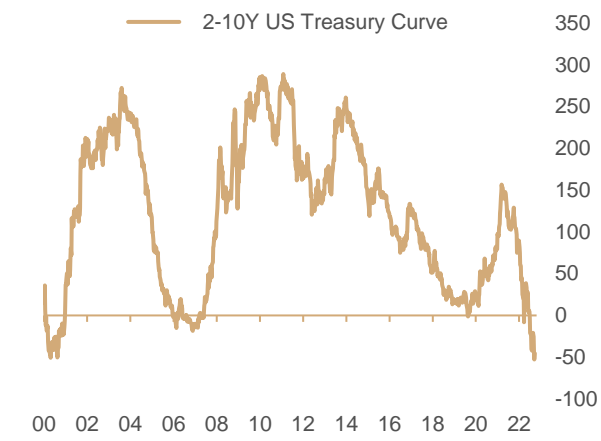
Obligations

Avec des niveaux d'inflation élevés et des banques centrales qui augmentent à la hâte les taux d'intérêt pour reprendre le contrôle de la stabilité des prix, il est difficile

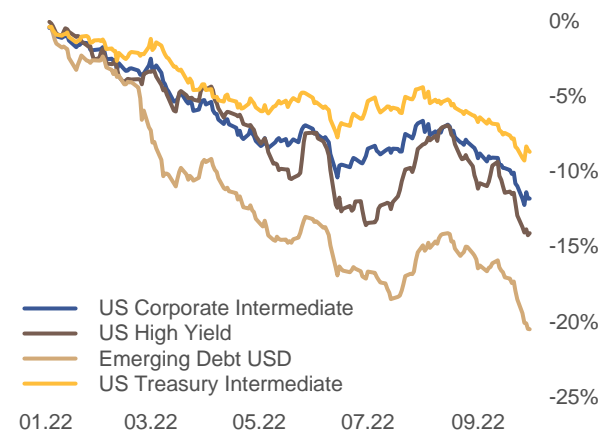
d'envisager un fort rebond des actifs obligataires à court terme. Pour les bons du Trésor américain, l'ajustement des taux de la Fed poussera à la hausse l'extrémité courte de la courbe des taux, tandis que les risques de récession sont susceptibles d'exercer une pression baissière sur la partie longue de la courbe en 2023.

Le taux 2 ans a dépassé 4%, ouvrant la voie à un test du niveau de 4.50%, tandis que le rendement à 10 ans a brièvement touché 4% à la fin du mois de septembre. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la courbe des taux américains reste inversée. Les perspectives sont très similaires pour l'Europe puisque nous anticipons un nouvel aplatissement de la courbe des taux souverains, car la BCE intensifiera son resserrement et les risques de récession réduiront les pressions haussières à l'extrémité longue de la courbe. Dans ce contexte, et tant qu'un retournement clair des pressions inflationnistes n'est pas atteint, nous pensons qu'une approche de durée relativement courte est toujours justifiée. Personne ne sait exactement quand et où le sommet des rendements sera atteint, mais tant que les taux continuent de monter, seule une augmentation graduelle de la durée restera justifiée. Nous nous attendons à ce qu'il y ait plus d'opportunités en 2023 pour augmenter la durée de manière plus significative.

Courbe du Trésor américain sur 2/10 ans



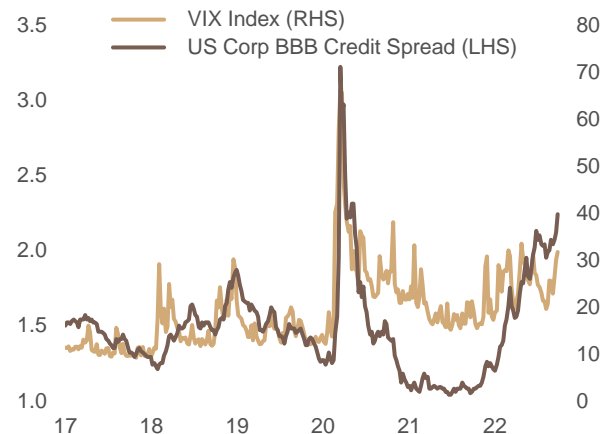
Rendement des sous-catégories d'actifs à revenu fixe depuis le début de l'année



Crédit

Compte tenu de la quantité d'incertitudes macroéconomiques qui assombrissent les perspectives, et de la dynamique actuelle de marché, nous pensons qu'une hausse de la qualité du crédit est justifiée pour le quatrième trimestre. Plus précisément, nous privilégions les obligations notées BBB-BB (crossover) pour les obligations libellées en USD, tandis que nous préférons les obligations BBB pour les papiers libellés en euros, la croissance étant plus à risque en Europe. Nous trouvons les instruments à taux variable attractifs pour se protéger des hausses de taux d'intérêt grâce à leur structure de réinitialisation des coupons. Toutefois, nous privilégions les obligations à taux variable de haute qualité afin de réduire le risque baissier en cas car d'un écartement des primes de crédit. Comme les obligations à haut rendement ont tendance à être moins corrélées avec le cycle des taux d'intérêt et beaucoup plus avec le cycle économique, elles sont plus à risque en cas de récession. Par conséquent, et même s'ils elles offrent une valorisation convaincante, la classe d'actifs pourrait rester volatile dans l'environnement actuel compte tenu de son bêta plus élevé. Nous préférons le haut rendement américain qui nous semble plus à l'abri des aléas des marchés que leurs contreparties européennes, et nous cibons des émetteurs de qualité raisonnable (notés BB).

Indice VIX et spreads de crédit BBB américains



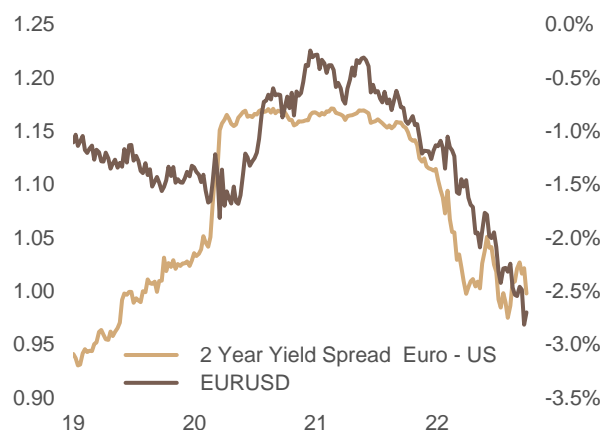
Nous adoptons une position prudente à l'égard de la dette émergente. Empiriquement, la classe d'actif a beaucoup souffert des mouvements d'aversion au risque sur les marchés financiers, probablement en raison des flux de capitaux. En outre, les obligations émergentes ont historiquement été pénalisées durant les phases de resserrement de la Fed et de dollar fort. Étant une classe d'actifs très hétérogène, nous privilégions les pays et les émetteurs d'entreprises les plus solides, c'est-à-dire ceux qui présentent de faibles risques de refinancement, qui dépendent moins du financement extérieur et présentent des mesures de crédit décentes. Concernant la dette financière subordonnée, la valorisation est attractive mais nous estimons que cela est quelque peu justifié par les risques accrus d'extension, les marchés réévaluant la probabilité que ces obligations soient appelées à leur première date d'appel. Nous pensons que les investisseurs devraient cibler les obligations subordonnées émises par

les banques et les assurances systémiques les plus solides qui ont des dates d'appel relativement courtes et des niveaux de réinitialisation de coupon plus élevés.

Forex

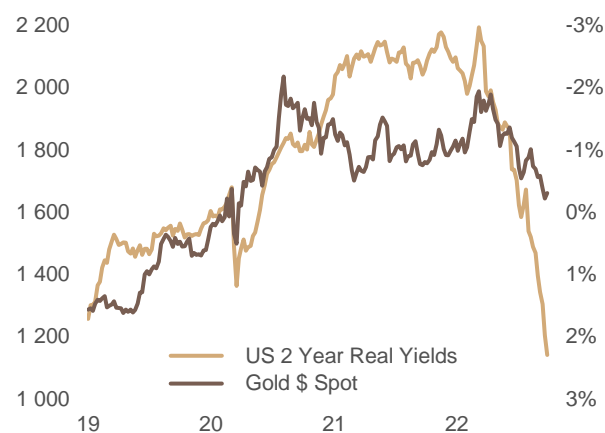
Depuis août, l'EURUSD s'est décollé du différentiel de taux d'intérêt et des anticipations de politiques monétaires relatives. Dans l'environnement actuel, nous pensons que les deux principaux moteurs de l'EURUSD sont les perspectives de croissance relative et l'aversion mondiale au risque, les deux fournissant un fort soutien au billet vert. Nous reconnaissons que le cycle du dollar s'étire d'un point de vue historique et de valorisation, toutefois nous nous abstenons de nous positionner pour le pic du dollar à ce stade, compte tenu des circonstances exceptionnelles que nous vivons. Dans notre optique, la recette du pic du dollar est composée de trois ingrédients principaux. Premièrement, les perspectives de l'économie mondiale doivent tourner la page et accélérer de nouveau. Deuxièmement, l'inflation, la politique monétaire et les rendements doivent également cesser de grimper et culminer aux États-Unis. Troisièmement, les actifs à risque, en particulier les actions, doivent se stabiliser et la volatilité doit diminuer. La dernière pièce du puzzle serait de voir des améliorations positives concernant la guerre ukrainienne.

Différentiel de rendement EURUSD vs Euro-US à 2 ans



De l'autre côté de l'équation, l'euro est en proie à des problèmes idiosyncrasiques, tels que le frein à la croissance provenant de la guerre et de la crise énergétique, les sorties massives de capitaux et le stress renouvelé sur les rendements souverains périphériques. En plus de cela, les prix élevés de l'énergie sur le marché international ont transformé un solide excédent commercial dans la zone euro en un déficit commercial substantiel. La livre sterling est en plein désarroi et a atteint son plus bas niveau jamais atteint à la suite du nouveau paquet budgétaire du gouvernement, qui a été reçu avec beaucoup de scepticisme. Quant au Japon, il est le seul pays développé à ne pas avoir rejoint le mouvement du resserrement monétaire ; il a chuté à son plus bas niveau en 24 ans en septembre, battu par un différentiel des taux croissant avec les États-Unis.

US 2-Year Real Yield vs Gold \$



Prévisions de consensus sur le Forex

Principales devises

		Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
EURUSD	0.98	0.98	0.99	1.02	1.03	1.05
EURCHF	0.97	0.96	0.97	0.98	0.99	1.00
EURGBP	0.88	0.89	0.89	0.88	0.89	0.89
EURJPY	142	139.0	140.0	140.0	141.5	141.0
EURNOK	10.67	10.20	10.10	9.90	9.75	9.65
USDCAD	1.38	1.35	1.33	1.31	1.30	1.28
USDCHF	0.99	0.99	0.97	0.96	0.95	0.95
USDJPY	145	143.0	140.0	136.0	135.0	133.5
USDCNY	7.12	7.10	7.08	7.05	6.96	6.89
GBPUSD	1.12	1.09	1.12	1.13	1.16	1.17
NZDUSD	0.56	0.59	0.60	0.62	0.63	0.63
AUDUSD	0.64	0.66	0.67	0.69	0.70	0.72

Autres devises

		Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
USDMXN	20.1	20.3	20.4	20.4	20.4	20.4
USDBRL	5.41	5.3	5.3	5.2	5.2	5.2
USDARS	147.3	171.0	199.0	225.0	258.0	330.0
USDTRY	18.53	19.5	20.0	21.0	22.5	22.4
USDILS	3.57	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4
USDHKD	7.85	7.9	7.9	7.8	7.8	7.8
USDINR	81.3	81.0	80.3	80.0	80.0	80.0
USDRUB	60.1	62.0	65.0	67.0	70.0	72.5
USDPLN	4.95	5.0	5.0	4.7	4.6	4.4

Le tableau ci-dessus propose un aperçu des prévisions de marché pour les principales devises. Il est composé de douzaines de fournisseurs de prévisions individuels et propose des consensus de prévision. Ces consensus de prévisions représentent un nombre médian et toutes les prévisions évaluées correspondent à des dates de fin de trimestre civil.

Les prévisions ne garantissent pas les performances futures et ne doivent être utilisées qu'à titre indicatif.

Performances des marchés

	Nom	QTD *	YTD**	2021	2020	2019	2018	2017
Liquidité	Dollar 3m Total Return	0.5%	0.5%	0.1%	1.0%	2.5%	2.4%	1.1%
	Euro 3m Total Return	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Obligations d'Etat	US 1-5	-3.4%	-9.1%	-2.0%	6.2%	5.3%	1.5%	1.0%
	Eurozone 1-5	-3.2%	-8.7%	-1.2%	1.3%	1.9%	0.1%	0.1%
	US 5-10	-5.5%	-15.7%	-3.1%	10.0%	8.5%	0.9%	2.6%
	Eurozone 5-10	-5.7%	-17.5%	-2.9%	4.5%	6.7%	1.4%	1.3%
Investment Grade	USD Corp 1-5	-1.9%	-7.4%	-0.5%	5.4%	7.0%	1.0%	2.6%
	EUR Corp 1-5	-2.1%	-8.6%	-0.1%	1.1%	2.8%	-0.5%	1.2%
	USD Corp 5-10	-4.7%	-17.0%	-1.5%	9.7%	14.3%	-1.7%	5.6%
	EUR Corp 5-10	-4.9%	-22.6%	-2.0%	4.4%	10.9%	-2.4%	4.2%
Haut Rendement	USD Corp 1-5	-0.6%	-14.1%	5.0%	5.8%	13.9%	-1.8%	7.0%
	EUR Corp 1-5	-0.3%	-14.7%	3.4%	2.3%	11.3%	-3.8%	6.9%
	USD Corp 5-10	0.8%	-9.4%	4.7%	-2.0%	9.1%	-1.9%	7.6%
	EUR Corp 5-10	-0.9%	-20.9%	2.2%	2.8%	13.2%	-4.4%	8.0%
Pays Emergents (en \$)	Devises fortes	-4.1%	-20.5%	-1.7%	6.5%	13.1%	-2.5%	8.2%
	Devises locales	-5.0%	-13.5%	-1.6%	5.3%	9.5%	-3.4%	14.3%
	Yuan Chinois	-4.0%	-7.2%	8.7%	9.3%	2.8%	3.0%	5.0%
Autres	S&P Leverage Loan Index	1.4%	-3.3%	5.2%	3.1%	8.6%	0.4%	4.1%
	Convertibles Globales	-1.0%	-17.4%	2.5%	26.5%	18.2%	-1.2%	7.2%
Actions	Amérique du Nord	-5%	-26%	25%	19%	29%	-6%	19%
	Europe	-5%	-19%	22%	-5%	22%	-13%	7%
	Japon	-3%	-9%	11%	7%	16%	-17%	18%
	Asie Pacifique	-12%	-28%	-3%	17%	16%	-16%	29%
	Marchés développés	-7%	-26%	20%	14%	25%	-10%	20%
	Chine	-14%	-18%	-11%	23%	38%	-21%	32%
	Amérique Latine	1%	-4%	-13%	-16%	14%	-9%	21%
	Marchés Emergents	-12%	-29%	-5%	16%	15%	-17%	34%
Autres Investissements	HFRX Alternative	1%	-5%	4%	7%	9%	-7%	6%
	VIX	10%	84%	-24%	65%	-46%	130%	-21%
	G7 Volatilité des Devises	20%	115%	-15%	23%	-34%	21%	-36%
	DJ Matières Premières	-5%	12%	27%	-4%	5%	-13%	1%
	Or	-8%	-9%	-4%	25%	18%	-2%	14%
	Métaux industriels	-8%	-17%	30%	16%	5%	-21%	28%
	Agriculture	-1%	12%	27%	16%	0%	-13%	-12%
WTI Pétrole	-25%	6%	55%	-21%	34%	-25%	12%	
Devises (vs. \$)	Indice Dollar	7%	17%	6%	-7%	0%	4%	-10%
	Ind. Monnaies Emergentes	-6%	-8%	-9%	-6%	-1%	-11%	6%
	Euro	-7%	-14%	-7%	9%	-2%	-4%	14%
	Livre Sterling	-8%	-17%	-1%	3%	4%	-6%	10%
	Francs Suisse	-3%	-8%	-3%	9%	1%	-1%	5%
	Yen Japonais	-6%	-20%	-10%	5%	1%	3%	4%
	Yuan Chinois	-6%	-11%	3%	7%	-1%	-5%	7%

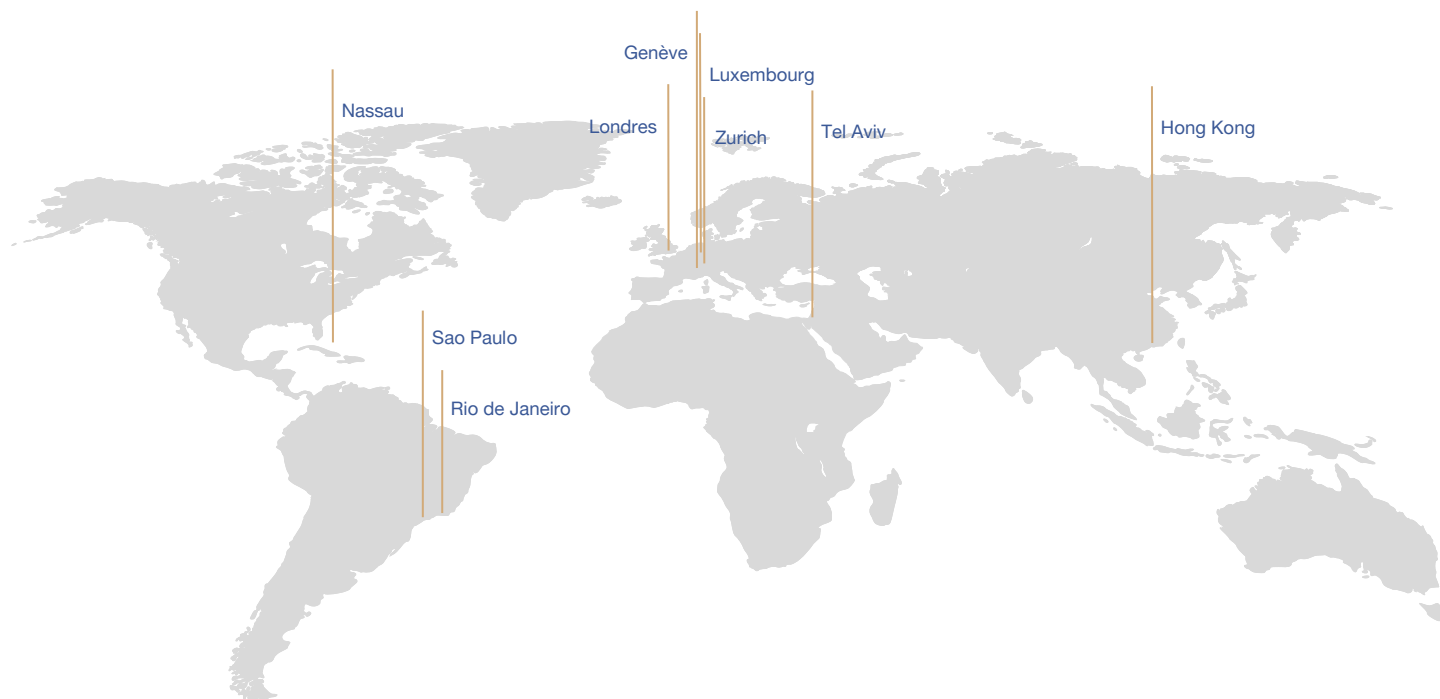
* Dernier trimestre

** Depuis le début d'année

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et il ne faut pas se baser uniquement sur elles.

Présence géographique

CBH est présent à Genève, Zurich, Londres, Luxembourg, en Israël, au Brésil, à Hong Kong et aux Bahamas. En raison de son exposition internationale, elle est sous la surveillance consolidée de la FINMA en Suisse et ses sociétés affiliées sont supervisées par la CSSF au Luxembourg, la FCA au Royaume-Uni, la Central Bank of Bahamas, la SFC à Hong Kong et la CVM au Brésil.



Genève

Siège
CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
Case postale
1211 Genève 3, CH
cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurich

Succursale
CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
Case postale 1213
8021 Zurich, CH
cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxembourg

SICAV
1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
L-8210 Mamer
Grand Duché de
Luxembourg
1618am.com

Londres

Filiale
CBH Wealth UK Limited
18 Savile Row,
Londres W1S 3PW, UK
cbhbank.com
t +44 207 647 1300

Hong Kong

Filiale
CBH Asia Limited
Suite 2001, 20th Floor,
K11 ATELIER, 18-24
Salisbury Road, Tsim Sha
Tsui, Kowloon, Hong
Kong, HK
cbhbank.com
t +852 2869 0801

Nassau

Filiale
CBH Bahamas Ltd.
CBH House, East Bay
Street
Case postale N-1724
Nassau, N.P., Bahamas
cbhbank.com
t +1 242 394 61 61

Rio de Janeiro

Asset management Co.
1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204 Salas 305 a 308
Leblon, Rio de Janeiro/RJ
CEP: 22440-033, Brazil
1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

Sao Paulo

Asset management Co.
1618 Investimentos
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi, São Paulo -SP
CEP: 01451-010
Brazil
1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

Representative Office
CBH Bank
Rehov Tuval 40
Ramat Gan
5252247 Israël
cbhbank.com
t +972 73 793 62 22

Disclaimer

Cette publication a été préparée pour le compte de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Elle ne constitue pas un conseil en placement, ni une incitation, ni une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier. Si les précautions nécessaires ont été prises pour assurer que les informations contenues dans le présent document ne sont ni fausses ni trompeuses au moment de sa publication, CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ne garantit aucunement leur véracité ou leur exhaustivité. Les informations contenues dans la présente publication peuvent être modifiées sans préavis.

Les opinions exprimées dans ce rapport reflètent fidèlement les opinions personnelles des économistes, analystes et conseillers concernés concernant les titres ou les émetteurs cités et la rémunération passée, présente ou future des analystes n'est en aucune mesure liée directement ou indirectement à l'inclusion de recommandations ou d'opinions particulières dans le présent rapport. CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, ses dirigeants et ses salariés déclinent toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu.

CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, ses dirigeants, ses salariés, ses comptes liés et discrétionnaires peuvent, dans une mesure non précisée ci-dessus et dans la mesure permise par la loi, détenir des positions longues ou courtes ou d'autres intérêts dans des transactions ou des placements (y compris des instruments dérivés) mentionnés dans le présent document. De plus, CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA peut fournir ou proposer des services bancaires, d'assurance ou de gestion d'actifs aux sociétés mentionnées dans le présent document.

Les placements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques significatifs, ne sont pas nécessairement disponibles dans tous les pays, peuvent être peu liquides et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur des placements ci-mentionnés ou les revenus qui en découlent peuvent fluctuer et/ou être affectés par l'évolution des taux de change. La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs.

Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions sans se fonder sur le présent document. Seuls les investisseurs disposant des connaissances et de l'expérience suffisantes des questions financières pour en évaluer le bien-fondé et les risques sont aptes à considérer un placement dans les recommandations, émissions ou marchés évoqués dans le présent document. Les autres personnes ne sauraient agir sur la base de la présente Publication.

Les recommandations de la Banque sont basées sur son usage exclusif d'analyses secondaires commençant généralement par les titres de qualité « investment grade », qui sont ensuite étudiés selon différents critères.

La présente publication est protégée par des droits de propriété intellectuelle. Sa reproduction, distribution ou publication par quiconque à quelque fin que ce soit sans l'autorisation expresse préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA est interdite. Tous droits réservés.

Informations importantes concernant la distribution

Suisse - Cette publication est distribuée par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, une entité agréée et réglementée par la FINMA, en Suisse.

Bahamas - Cette publication est distribuée aux clients de CBH Bahamas Ltd et n'est pas destinée à être distribuée à des personnes désignées comme citoyens ou résidents des Bahamas aux fins des règlements et règles sur le contrôle des changes en vigueur aux Bahamas. Il s'adresse donc uniquement aux personnes désignées ou considérées comme non-résidentes.

Hong Kong - Cette publication est distribuée par CBH Asia Ltd pour son propre compte à ses clients. CBH Asia Ltd est une société agréée auprès de la SFC et enregistrée auprès de la MPFA et de l'Autorité des Assurances de Hong Kong.

Royaume-Uni - Cette publication est distribuée aux clients de CBH Europe Ltd, agréée et réglementée au Royaume-Uni par la FCA [FRN 514546]. Le présent document est destiné à des fins d'information générale et n'est pas considéré comme une recherche en investissement. Pour de plus amples informations sur les communications de CBH Europe Ltd, vous êtes invités à consulter notre site Web ou à contacter votre gestionnaire.

États-Unis - Ni la présente publication ni aucune copie de celle-ci ne peuvent être envoyées, introduites ou distribuées aux États-Unis ou à toute Personne américaine.

Cette publication peut contenir des informations obtenues de tiers, y compris des notations, des changements de notation, des prix et d'autres données. La reproduction et la distribution de contenus de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, le caractère complet, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus de l'utilisation de ces contenus. Les fournisseurs de contenu tiers excluent toute garantie expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à une finalité ou à un usage particuliers. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, dépenses, honoraires juridiques ou pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) découlant de l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et ne constituent pas des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne portent pas sur la valeur de marché des titres ou sur l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme un conseil en investissement. Cette publication fait l'objet d'une protection des droits d'auteur et des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par toute personne à toutes fins sans l'accord exprès préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Tous les droits sont réservés.

Données au 30 septembre 2022

Publié le 3 octobre 2022

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
Case postale
CH - 1211 Genève 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com