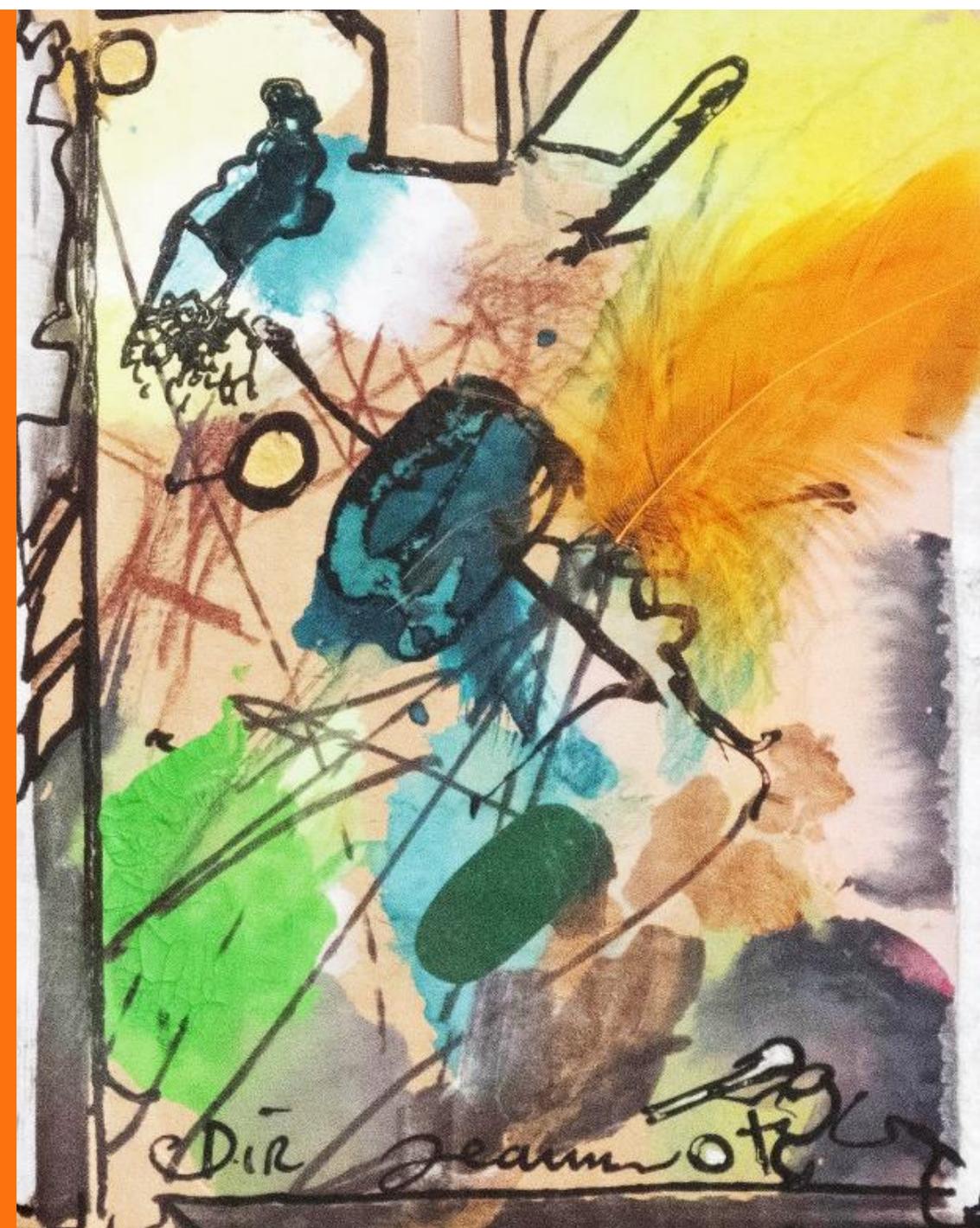


RECHERCHE

QUARTERLY INSIGHT

Été 2022





© Collection privée CBH Compagnie Bancaire Helvétique.
Photo: P. Bitz

Index



Allocation d'actifs	1
Commentaires de l'allocation d'actifs	2
Scénario macroéconomique	3
Prévisions devises	11
Performances des marchés	12
Présence géographique	13
Disclaimer	14



Allocation d'Actifs

		Neutre	Sous-pondéré	Sur-pondéré	Δ
LIQUIDITE	\$			9%	
	€	5%		24%	
Liquidité	\$			9%	-4%
Liquidité	€	5%		24%	6%
OBLIGATIONS PRIN.	\$			36%	
	€	50%		21%	
Gouvernementales 1-5 ans	\$		10%		5%
	€	15%	0%		
Gouvernementales 5-10 ans	\$		5%		5%
	€	10%	0%		
Investment Grade 1-5 ans	\$			18%	
	€	15%		18%	
Investment Grade 5-10 ans	\$		3%		
	€	10%	3%		
AUTRES OBLIGATIONS		0%		8%	
Hauts rendements 1 - 5 ans				2%	
Marchés Emergents devise forte				4%	
Marchés Emergents devise locale				0%	
Senior loans				0%	-3%
Convertible				2%	
ACTIONS		40%		34%	
Amérique du Nord		17%	15%		-2%
Europe		8%	5%		-3%
Asie Pacifique & Japon		4%	3%		
Chine		2%		3%	1%
Marchés Emergents		3%	2%		
Global		6%		6%	
AUTRES		5%		13%	
Or		2%		2%	
Autres investissements		3%		11%	3%

Le rendement passé n'est pas un indicateur fiable du rendement futur.

Commentaires de l'allocation d'actifs

Dans notre scénario central, nous nous attendons à ce que l'économie mondiale évite une récession, en grande partie grâce au soutien budgétaire et au resserrement plus progressif du rythme des banques centrales au cours du second semestre de l'année. Cela dit, un certain degré d'humilité dans les prévisions économiques est nécessaire. Il n'est jamais facile de prévoir les économies et les marchés, surtout à une époque où le risque d'un potentiel « cygne noir » est élevé.

C'est d'autant plus difficile compte tenu du comportement économique post-pandémique caractérisé par une réponse politique sans précédent. En outre, les projections sont influencées non seulement par des facteurs économiques et financiers, mais aussi par les décisions (binaires) qui seront prises par une poignée d'individus clés: les cercles politiques de Moscou, l'OTAN, les banques centrales et les priorités des politiciens, le président Xi et la politique chinoise zéro Covid, pour ne citer que quelques exemples.

Compte tenu de toutes ces nombreuses variables qui obscurcissent les perspectives, un certain degré d'humilité lors de la prévision des perspectives économiques est justifié. Cela se traduit par notre répartition de l'actif, où un portefeuille plus équilibré et défensif est prioritaire. C'est pourquoi nous adoptons une allocation plus neutre aux actifs à risque et aux obligations d'État par rapport aux éditions trimestrielles précédentes.

Dans la catégorie des titres à revenu fixe, après la forte remontée des rendements obligataires d'État, dits « sans risque » (en particulier aux États-Unis), au cours du premier semestre, nous augmentons notre exposition aux obligations d'État de haute qualité. La durée moyenne sera parallèlement elle-aussi augmentée dans le cadre de nos portefeuilles, ce, en présupposant que le marché intègre déjà un degré élevé du resserrement de la politique monétaire. Symétriquement, nos attentes anticipent un ralentissement des taux d'inflation au cours du second semestre de cette année.

Enfin, les risques de récession devraient pénaliser les actifs plus risqués et favoriser ceux perçus comme valeurs refuges. Une vision relativement positive vis-à-vis des obligations de sociétés de première qualité est adoptée. Les segments des basses notations du niveau d'investissement ainsi que le segment de meilleure qualité de niveau haut rendement sont préférés. Nous réduisons considérablement notre exposition aux obligations à haut rendement, en particulier par le biais d'une réduction des prêts de premier rang américains qui sont moins liquides, où les taux de défaut devraient augmenter à l'avenir en raison d'une économie plus faible.

Une position sous-pondérée par rapport à notre indice de référence est maintenue pour les actions. Le risque de nouvelles corrections est réel et nous pensons que nous devrions atteindre un meilleur point d'entrée à l'avenir afin de revenir à une position neutre ou surpondérée au cours du troisième ou du quatrième trimestre de l'année. Nous

continuons à sous-pondérer les actions de l'UE au profit des marchés américains. Nous sommes prudents sur les marchés émergents et ne ciblerions que les pays plus forts ou exportateurs de produits de base avec des indicateurs de crédit décents. Nous éviterions d'être exposés à des pays présentant des risques politiques et géopolitiques trop élevés. Par contre, nous devenons plus optimistes concernant la Chine. Nous nous attendons à ce que la majeure partie de la correction soit derrière nous et nous constatons déjà un environnement réglementaire plus favorable et une politique budgétaire et monétaire plus accommodante. Nous privilégierions les secteurs défensifs par rapport aux secteurs plus cycliques. En termes de style, les actions de valeur devraient continuer à surperformer et à rattraper les actions de croissance, au moins en termes relatifs.

Les investissements alternatifs, notamment l'immobilier et les infrastructures devraient continuer à bien se comporter dans le contexte actuel. D'une part, ces véhicules ont tendance à moins souffrir dans un environnement caractérisé par une forte inflation. D'autre part, ils peuvent également apporter de la diversification au sein d'un portefeuille, grâce à une faible corrélation aux actions et aux obligations. Les hedge funds sont également susceptibles de prospérer dans un environnement caractérisé par des volatilités plus élevées, en particulier des stratégies telles que les « Globales Macros », valeur relative ainsi que les « actions Long/Short ».

Nous adoptons une vision neutre à baissière sur les matières premières. Après la hausse forte et vertical des prix de nombreux produits de base, nous sommes maintenant plus confrontés à des risques asymétriques à la baisse, ce, en particulier, à moyen terme. Ainsi les marchés comme le pétrole et les métaux industriels devraient souffrir considérablement en cas d'un ralentissement marqué, voire de récession. Les multiples chocs qui ont frappé les marchés financiers au cours des derniers trimestres n'ont pas réussi à faire grimper significativement les prix de l'or face à un billet vert fort et à une hausse des taux d'intérêt. À moyen terme, une vision neutre à légèrement baissière du métal jaune est attendue.

Scénario macroéconomique

Un premier semestre tumultueux

Le premier semestre de l'année a été caractérisé par une volatilité accrue sur les principales classes d'actifs, avec presque aucun actif permettant aux investisseurs de se cacher. Une « tempête parfaite » a frappé les principaux marchés financiers mondiaux. Initialement, l'économie mondiale a été affectée par les effets retardés des pandémies. Les multiples confinements adoptés en Chine ces derniers mois ont encore exacerbé les problèmes de chaîne d'approvisionnement déjà présents.

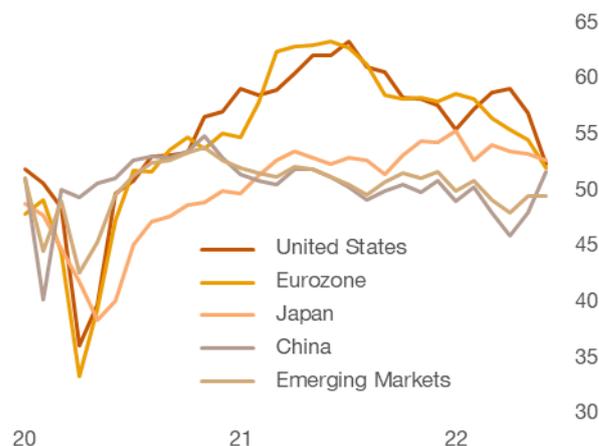
Durant cette période, la consommation - côté de la demande - a augmenté rapidement. La politique monétaire accommodante, les mesures de relance adoptées par les banques centrales et des gouvernements ont soutenu davantage la reprise de l'activité économique. L'offre n'a pas été en mesure de suivre le rythme de la hausse de la demande. Le récent conflit en Ukraine a encore exacerbé ce déséquilibre et entraîné une forte hausse des prix des produits de base. La combinaison d'une forte demande et d'une faible offre a généré d'additionnelles pressions inflationnistes. Les grandes banques centrales (US in primis) ont finalement réalisé qu'elles accusaient un retard spectaculaire. Lors de notre précédente publication trimestrielle, nous soulignons que le risque d'erreur de politique monétaire était l'une des principales menaces économiques et financières.

Des banques centrales particulièrement « en retard »

La stratégie de la Fed américaine consistant à laisser l'inflation augmenter en 2021 s'est retournée de manière spectaculaire au cours des premiers mois de 2022. Une soudaine volte-face narrative a été effectuée de la part des banquiers centraux, suite au constat que le choc inflationniste ne serait pas temporaire, mais qu'il était le résultat d'une période d'impression monétaire sans précédents et d'un mouvement de dé-mondialisation progressive. Ce retournement stratégique requiert dès lors l'adoption d'actions plus audacieuses et plus coûteuses, ce afin d'éviter une perte de contrôle, et, donc d'une perte de crédibilité des institutions monétaires.

Aux États-Unis, les prochaines élections de mi-mandat de novembre compliquent encore plus l'exercice. Le risque est maintenant que les banques centrales resserrent leurs politiques monétaires plus fortement que prévu. Ces actions pourraient entraîner un fort ralentissement, voire même une récession technique en 2023. Ce risque a été reconnu personnellement par le président de la Fed, M. Powell. Lors de sa réunion du 15 juin, le FOMC a relevé la fourchette cible des fonds fédéraux de 75 points de base à 1,50-1,75%. Les orientations d'une politique restrictive ont été renforcées. Le graphique des points du FOMC projetant le niveau approprié des taux d'intérêt à la fin de 2022 se chiffre à 3,375% contre 1,9% auparavant, et respectivement à 3,75% contre 2,8% pour 2023.

Indices PMI manufacturiers



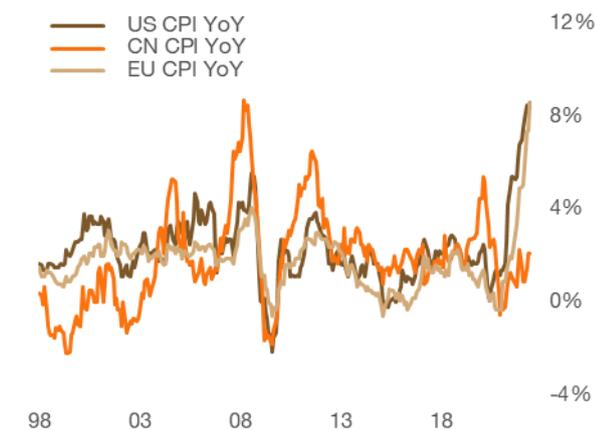
La Fed s'oriente aussi vers une nouvelle hausse de taux de 75 points de base pour sa réunion de juillet. De façon synchrone, l'institut monétaire réduit ses projections de croissance à 1,7% cette année, à 1,9% pour 2023, et à 1,9% pour 2024. De toute évidence, le FOMC doit apparaître suffisamment restrictif durant une certaine période. La Fed doit rester en mode « gestion des risques » afin de réduire les effets de « second tour » qui sont enracinés dans les anticipations d'inflation, anticipations qui ont temporairement dépassé 3% à long terme.

Anticipations d'inflation (taux swap d'inflation 5a-5a)



Dans les faits, le marché aide mécaniquement la Fed dans sa politique anti-inflationniste. Le marché du logement montre déjà un certain essoufflement et les dernières données de dépenses de consommation indiquent une claire inflexion. Les prix élevés de l'énergie réduisent le pouvoir d'achat, réduisant ainsi directement la consommation. Enfin, les conditions financières se sont déjà considérablement resserrées, produisant une hausse implicite des taux d'intérêt. Les anticipations d'inflation constituent l'un des principaux facteurs agissant sur l'inflation réelle future.

Taux d'inflation de l'IPC (% a/a)



Un ralentissement économique marqué, voire une récession, serait primordial afin de juguler ou ralentir l'inflation de manière durable. Cependant, une récession serait actuellement préjudiciable, compte tenu du niveau de dettes colossales gouvernementales (et dans certains cas, du secteur privé). A terme, les banques centrales devraient probablement être contraintes à adopter des politiques plus accommodantes, ce afin d'éviter une double crise, économique et budgétaire. Il est envisageable qu'elles devront accepter de fait des niveaux d'inflation plus élevés par rapport à leur objectif à long terme de 2%. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les pays les plus faibles et les plus endettés ressentent de fortes douleurs d'ajustement.

Un travail difficile d'« équilibre » attend la BCE

En Europe, les doutes sur la viabilité de la dette dans les pays périphériques et le risque de désintégration de l'euro refont surface. L'élargissement de l'écart d'endettement entre les pays européens les plus forts et ceux structurellement plus faibles resurgit. Un élargissement des écarts significatifs de taux d'intérêt sur leur dette cotée est actuellement visible. La BCE devra équilibrer la nécessité d'une politique monétaire plus stricte concomitant à un objectif de viabilité de l'euro. Avec des rendements italiens à 10 ans dépassant les 4% et des spreads qui se creusent, les risques de viabilité de la dette et de fragmentation de l'euro sont de nouveau sur la table. La BCE est déterminée à faire preuve de souplesse dans sa stratégie de réinvestissement et a annoncé la conception d'un nouvel instrument anti-fragmentation. Les détails manquent encore à ce jour. Les détails de ces mesures devraient cependant être annoncés avant la réunion de politique monétaire des 20 et 21 juillet, période durant laquelle une hausse des taux d'intérêt d'au moins d'un quart de point devrait survenir.

Les pays bénéficiant de ces mesures devraient probablement remplir certaines conditions afin d'éviter que la BCE ne finance directement les gouvernements. Face à cela, les décideurs sont déterminés à neutraliser toute intervention sur les marchés de la dette afin de ne pas exacerber les pressions inflationnistes. En attendant que ces détails soient dévoilés, il est peu probable qu'un

calme plus durable sur les marchés de la dette européenne s'installe.

Après la hausse de taux de 25 points de base annoncée pour juillet, la BCE a également signalé une nouvelle hausse de 25 à 50 points de base en septembre, si les perspectives d'inflation à moyen terme persistent. La BCE s'attend à ce que l'inflation atteigne en moyenne 3,3 % en 2022, 2,8 % en 2023 et 2,3 % en 2024, avec une croissance économique de 2,8 % en 2022 et de 2,1 % en 2023 et 2024. Les hausses de taux annoncées par la BCE sont bien en deçà de la hausse attendue de 200 points de base d'ici la fin de 2022 est déjà largement implicitement intégrée par les marchés. Un positionnement à court terme est toujours justifié sur les marchés obligataires libellés en euro. Compte tenu de la faiblesse des fondamentaux économiques dans la zone euro, les spreads de crédit (IG & HY) se sont également et naturellement élargis. Ceux-ci ne traitent toujours pas un niveau suffisamment attrayant.

Spreads périphériques de l'UE (10 ans Italie et Espagne vs Allemagne; %)



Corrections importantes, mais ordonnée, des marchés actions et obligations

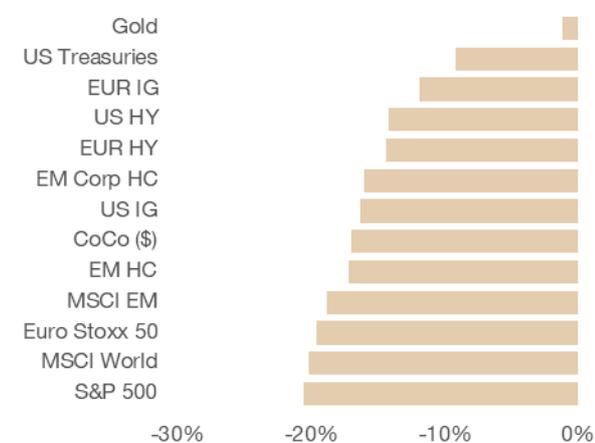
Après des décennies de baisse des niveaux d'inflation des marchés développés, ce contrairement aux marchés émergents qui affichent une certaine expérience, un environnement inflationniste réel est une première expérience pour de nombreux investisseurs. Cependant les marchés corrigent de manière relativement « ordonnée » et aucuns mouvements extrêmes semblables à ceux des crises systémiques de 2000 ou 2008 n'ont été observés. Le « Fear Index », à savoir le fameux VIX (indice de volatilité) a progressé, mais reste contenu par rapport aux crises systémiques précédentes. De même, d'autres mesures du stress telles que le TED-Spread et les spreads HY ont augmenté par rapport au passé récent, mais restent très contenues par rapport aux extrêmes. Cependant, il serait particulièrement naïf de nier que nous sommes confrontés à un changement de régime pluriannuel, après des décennies de baisse des rendements nominaux et réels. Il est habituel dans ce genre de situations de constater des dislocations importantes des marchés financiers. D'un point de vue

technique, cela signifie également que le potentiel d'un rebond durable à court terme fait toujours défaut, car la panique (capitulation) n'a pas été observée selon nombres d'indicateurs statistiques. Autre indicateur d'un profond changement, pour la première fois depuis de nombreuses années, les actions mondiales et les obligations ont été soldés à l'unisson. Les craintes de stagflation ont drainé le portefeuille traditionnel « 60% actions-40% obligations » affiche une performance négative de 17,8% depuis le début de l'année face à une performance positive moyenne de 7% par an entre 2008 et 2021.

Presque tout dans le rouge

Depuis le début de l'année, l'image apparait comme ci-dessous.

Performances des principaux marchés (% , YTD)



Les marchés boursiers ont globalement enregistré des reculs à deux chiffres depuis le début de l'année. Parmi les marchés développés, l'un des plus performants a été le Royaume-Uni – en ligne avec dernière publication trimestrielle - qui a bénéficié d'une exposition supérieure à la moyenne aux sociétés liées aux matières premières ainsi que des sociétés défensives. La faiblesse de la livre sterling a aussi contribué à ce développement. Les actions japonaises ont également bénéficié d'une BoJ plus accommodante et d'un yen plus faible. D'autre part, les marchés boursiers de la zone euro ont été l'un des principaux touchés par la baisse – ce, à nouveau, en ligne avec notre opinion négative - en raison de leur proximité géographique avec le conflit, d'une économie moins dynamique et de la crise énergétique actuelle. Les marchés américains ont également souffert d'un regain d'inquiétudes récessives liées à une Fed agressive.

En termes de style d'actions, les actions dites de valeur ont surperformé les actions de croissance. Il est peu probable que la situation change à court et à moyen terme. De même, au niveau sectoriel, les actions liées au pétrole et au gaz et aux matières premières ont surperformé le marché. La consommation cyclique a été à la traîne, les valorisations semblant toujours exigeantes et confrontées à des vents contraires structurels.

Le spectre obligataire n'offrait aucune valeur refuge contre les moins-values en capital. Les obligations des marchés émergents en monnaie locale ont relativement surperformé, l'Amérique latine profitant de la reprise à la hausse des matières premières. Les obligations en devises fortes émergentes ont été les principales sous-performantes, tirées vers le bas par la vente de papiers russes, ainsi que par les pays émergents européens. Les obligations d'État et les obligations indexées sur l'inflation ont également enregistré une correction importante, tirée vers le bas en raison de leur faible rendement et de maturités longues.

Au niveau du secteur des matières premières, le pétrole et le gaz naturel américain ont été les plus performants. En revanche, les métaux industriels (aluminium, cuivre et acier) et les métaux précieux ayant des applications industrielles (argent) ont été les moins performants, ceci face aux craintes liées à un environnement récessif mondial.

A quoi s'attendre à l'avenir?

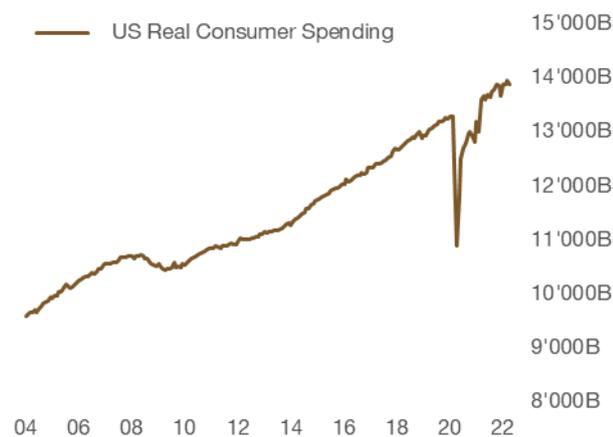
Nous pensons que de mettre l'accent sur les actifs réels fait du sens. L'environnement de marché actuel est l'un des plus difficiles auxquels de nombreux investisseurs ont été confrontés dans leur carrière. Premièrement, la géopolitique jouera à nouveau un rôle majeur à l'avenir. La démondialisation s'accélénera à mesure que les gouvernements tenteront de reconstruire des chaînes d'approvisionnement terrestres complexes et efficaces, réduisant ainsi la dépendance vis-à-vis de partenaires peu fiables. Nous assistons également à une instrumentalisation du système financier, avec un objectif clair de punir les pays non conformes, même si cela signifie que les investisseurs dans les marchés développés devront en pâtir de façon particulièrement significative. Le risque de confiscation du capital pour les investissements dans les pays sanctionnés est vivant et réel. Les investisseurs devront dorénavant tenir compte de cet important facteur lors de la constitution de leurs portefeuilles. Deuxièmement, l'inflation est de retour et semble s'inscrire dans la durée. Alors que nous nous attendons à ce qu'elle ralentisse au second semestre et en 2023, la lutte contre l'érosion des capitaux devient un sujet primordial. Concrètement, cela signifie devoir mettre l'accent sur les actifs réels (matières premières, immobilier et, partiellement, envers les actions) par rapport aux actifs nominaux (liquidités, obligation). En effet, l'histoire nous instruit que les actifs réels ont eu tendance à surperformer les liquidités et les obligations pendant les périodes d'inflation élevée mais contenue.

Restez dans les actions, mais vers les défensives

Il est conseillé de rester investi en actions. Cependant, de multiples risques obscurcissent l'horizon. Par conséquent, nous vous conseillons d'investir avec un penchant défensif. Les portefeuilles gérés s'orientent donc vers un biais défensif vis-à-vis des actions et, dans le même temps, évoluent vers une augmentation du degré de qualité de la classe obligataire, plus particulièrement dans le segment des obligations d'État. Les risques de récession ont augmenté, mais cela tend à être plus

préoccupant pour 2023 que l'année en cours. Bien qu'un net ralentissement de la croissance soit probable, nous ne nous attendons pas à ce que l'économie mondiale dérape. L'inflation a également grimpé en flèche suite à des événements indépendants de la volonté des banques centrales (prix de l'énergie et des matières premières, problèmes de chaîne d'approvisionnement, confinement de la Chine). Jusqu'à présent, l'inflation n'a pas entamé la demande et les consommateurs continuent de dépenser, cela même avec des prix majorés. Aux États-Unis, la création d'emplois reste solide et les niveaux de chômage sont historiquement bas.

Dépenses de consommation réelles des États-Unis (milliards de dollars)



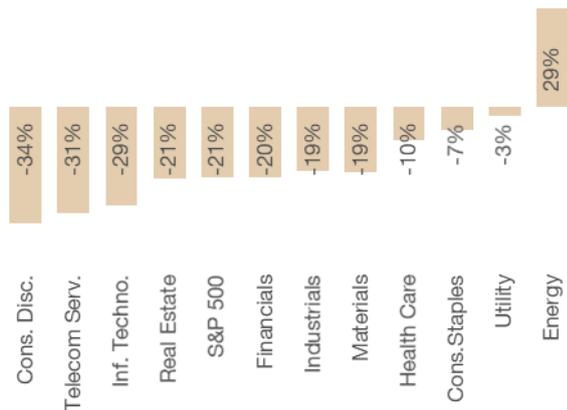
Les entreprises ont généralement des bilans plus robustes de nos jours que ceux qui prévalaient durant les crises précédentes, notamment celles de 2000 et 2008. Elles ont profité d'un environnement de faibles taux afin de se refinancer à des niveaux moins élevés, profitant aussi de rapporter au loin leurs échéances. Ainsi, les montants de dette que les entreprises devront repourvoir au cours des deux prochaines années apparaissent relativement bas en regards aux normes historiques. Cela réduit fortement les chances d'une crise de liquidité. Les entreprises ont également poursuivi leurs investissements, ceci, dans tous les domaines. L'inflation, comme déjà mentionné plus haut, devrait ralentir progressivement au cours des prochains mois et trimestres. D'un point de vue technique, les effets de base vont s'estomper. Le prix des voitures d'occasion secondaires aux États-Unis devrait presque doubler par rapport aux niveaux actuels, afin d'avoir un effet similaire à l'augmentation du niveau général des prix. Possible certes, mais improbable.

Indice de la valeur des véhicules d'occasion aux États-Unis (1995 = 100)



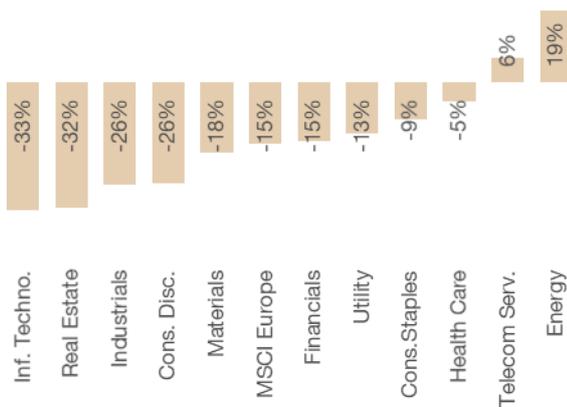
En outre, le recul attendu de composante demande ainsi qu'une normalisation progressive des chaînes perturbées d'approvisionnement devraient permettre une réduction de la pression inflationniste. En parallèle, le potentiel d'augmentation future de l'énergie est à notre avis plus limité que par le passé récent. Les prix du pétrole ont déjà intégré une énorme quantité de risques d'approvisionnement. Son prix élevés actuels devrait stimuler l'offre et freiner la demande. Cela étant dit, une forte volatilité est susceptible de persister en fonction du flux de l'évolution de la situation géopolitique. Enfin, le déclin attendu de la croissance économique et le concept de « décarbonation » évoluent de manière structurelle et en vents contraires pour le secteur énergétique. À moyen et à long terme, l'augmentation de l'offre, la destruction de la demande et la réduction de la prime de risque seront susceptibles de pousser les prix de l'énergie vers le sud. Pour toutes ces raisons, nous pensons, du moins selon les données actuellement disponibles, qu'une crise systémique du type 2000 (dot-com) ou 2008 (subprime) n'est pas à l'ordre du jour. Les investisseurs devraient donc rester investis dans la classe d'actif « actions ». Pour ceux qui ni s'y trouve pas déjà, un déploiement progressif et systématique des capitaux paraît justifié. Néanmoins, nous pointerons clairement vers une approche défensive au sein des portefeuilles. Nos cibles iraient vers les secteurs moins cycliques. Soit vers des entreprises ayant un fort pouvoir de fixation de prix et ainsi à même de protéger leurs marges.

Performances sectorielles US (% depuis le début de l'année)



A titre d'exemple, le secteur de la santé a tendance à afficher des bilans très solides, une croissance décente et une sensibilité relativement faible face au spectre de l'inflation. Ce à quoi il faut ajouter un solide pipeline de nouveaux produits. Les actions suisses peuvent également sembler attrayantes dans un environnement incertain, notamment grâce à la forte composante défensive des indices. Le marché britannique semble également être valorisé de manière attractive tout en offrant une exposition aux sociétés liées aux matières premières bénéficiant de flux de trésorerie et de bénéfices montant en flèche parallèlement à la hausse des prix des matières premières. Les entreprises alimentaires, pharmaceutiques, les producteurs d'articles personnels et ménagers devraient également bien performer en période d'incertitude grâce à une demande relativement inélastique, ceux-ci étant une nécessité de la vie quotidienne.

Performances sectorielles UE (% depuis le début de l'année)



Les actions à dividende élevé devraient se comporter relativement bien. Ce type d'entreprises a tendance à avoir des bilans établis, des valorisations attrayantes et une forte génération de flux de trésorerie disponibles. En sus, les rachats d'actions sont assez fréquents.

En revanche, les actions dites de croissance devraient poursuivre sur le chemin de la souffrance dans un environnement de hausse des taux. Beaucoup d'entre elles, malgré la récente correction, et, si des paramètres réalistes sont introduits dans les divers modèles d'évaluation, divulguent encore des valeurs actuelles nettes négatives significatives (ce qui est la différence entre ce qui devrait valoir à long terme ramener à aujourd'hui et le prix actuel). Mais tout n'est pas à jeter à la poubelle. Certaines actions de croissance de qualité semblent avoir été punies de manière discriminée. En d'autres termes, la sélectivité dans ces secteurs est un facteur particulièrement important. Avec un raccourci sémantique, les perdants des 2 dernières années (nourriture et boissons, tabac, défense, etc.) peuvent être les gagnants de l'année suivante, et vice versa.

Au niveau régional, une préférence pour les actions américaines est donnée par rapport aux actions européennes. En Europe, le Royaume-Uni reste notre marché de prédilection, grâce à une monnaie bon marché et à une exposition aux producteurs de matières premières.

Les marchés émergents requièrent une sélectivité élevée. Les marchés dont les économies disposant de fondamentaux plus solides et orientées vers la production de matières premières sont des cibles potentielles et particulièrement sûres. Les pays exposés à un risque d'escalade géopolitique sont indubitablement à éviter. En Chine, nous redevons plus positifs, grâce aux mesures gouvernementales proactives mises en place pour soutenir l'économie et à une politique accommodante de la banque centrale. Après une sous-performance notable, il semble que le marché de l'Empire du Milieu montre des signes tangibles de reprise. Les placements alternatifs devraient également se comporter relativement bien dans un environnement volatil réel, mais ils sont associés à des niveaux de liquidité plus faibles. L'immobilier et les infrastructures montrent de faibles corrélations avec les actions et les obligations et génèrent des flux de revenus qui ont tendance à augmenter avec l'inflation. Les « Hedge Funds » devraient prospérer dans l'environnement volatil actuel, en particulier les stratégies telles que les « Globales macros », les « relative value » et les véhicules actions « long/short ».

Il n'est pas idéal de liquider les portefeuilles aux niveaux actuels

En période de forte volatilité, les investisseurs ont tendance à augmenter leur allocation en cash. Sur une base tactique, cela semble paraître comme une bonne décision. A contrario, sur une base plus stratégique, cela pourrait se dévoiler comme une erreur notable, surtout en période de forte inflation. Si le montant absolu de cash ne change pas, donnant à l'investisseur un sentiment de sécurité, le pouvoir d'achat de ce cash, lui, sera régulièrement et implacablement érodé sous les coups des avancées de l'inflation. Il est bon ton de rappeler que les défis à court terme ont souvent tendance à créer la base d'opportunités à long terme. Ainsi, à l'instar du choc pétrolier des années 70, la crise énergétique actuelle

devrait « booster » la transition énergétique. Les valorisations des entreprises liées à la technologie climatique ont considérablement corrigé. Si leurs bénéfices augmentent à mesure que la transition s'accélère, ces entreprises pourraient maintenant offrir des opportunités attrayantes à moyen terme.

Les investisseurs se doivent d'identifier leur profil de risque, leurs objectifs de rendement et leurs futures besoins de trésorerie. Ces derniers doivent également s'assurer de disposer d'un portefeuille d'investissement diversifié afin de réduire autant que possible les corrélations entre les actifs. De nombreux investisseurs, y compris professionnels, tentent de « time the market » afin d'acquérir des actifs aux prix les plus bas possibles. Des études empiriques montrent que cette stratégie n'est guère rentable et conduit irrémédiablement les investisseurs à manquer une grande partie de la hausse à long terme du marché, voire pire, d'encaisser toute la baisse. Une stratégie plus sage consiste à déployer la liquidité progressivement et de manière disciplinée, en faisant la moyenne des prix d'entrée à la baisse, tout en respectant, bien évidemment, la tolérance prédéfinie au risque. La grande majorité des investisseurs est influencés par le flux constant d'informations, qui dans de nombreux cas n'est rien d'autre que du bruit brownien. Ce bruit peut certes exercer une influence à court terme mais aucune à long terme. Cela résulte en une source critique d'erreur, en particulier pendant les ralentissements du marché. Cela augmente l'incompréhension et la confusion, que ce soit à la hausse ou à la baisse. La probabilité de prendre la mauvaise décision au pire moment possible devient particulièrement élevée. Cela incite souvent les investisseurs à opérer des transactions trop fréquemment, à rééquilibrer trop souvent leurs portefeuilles et, en fin de compte, à ne pas augmenter le nombre de mauvaises décisions. Au lieu de cela, l'histoire montre que l'investisseur moyen a tendance à sous-performer une stratégie « Buy & Hold » pure et simple. Ce message n'est pas destiné à être interprété optimiste. Dans les faits, les risques de nos portefeuilles s'orientent vers des caractéristiques plus défensives, sans toutefois opérer une liquidation au niveau actuel. Cela nous permettra de constituer des réserves, qui pourraient être redéployées en temps voulu.

Les marchés obligataires intègrent une énorme quantité de nouvelles négatives

La stratégie ci-dessus s'applique également aux investisseurs obligataires. La tempête parfaite qui a caractérisé le début de l'année a conduit les marchés obligataires mondiaux à corriger de manière significative, rapide et sans précédent dans l'histoire financière connue. La correction a été particulièrement rapide et violente par rapport au passé, également parce que le point de départ a été différent. Au cours des dernières années, nous avons vécu dans un environnement mondial à rendement zéro. Une correction partant de ce niveau de (non) rendement est beaucoup plus dommageable pour les investisseurs par rapport, par exemple, que celle de la période qui a suivi le choc pétrolier des années 70, où les taux « sans risque » traitaient à deux chiffres.

Depuis le début de l'année, l'indice « Bloomberg Global Aggregate Bond » – qui est une mesure phare de la dette mondiale « investment grade » de vingt-quatre marchés en devises locales, y compris les obligations du Trésor, les obligations gouvernementales, les obligations d'entreprise et les obligations titrisées à taux fixe des émetteurs des marchés développés et émergents – a perdu 13,9 %, une correction jamais enregistrée. L'indice mondial des obligations d'État a perdu encore plus, cédant 14,8 %. L'indice « Global High Yield » a également enregistré une correction à deux chiffres, en baisse de plus de 16,8%. Une telle correction des prix offre à nouveau mécaniquement des rendements obligataires attractifs. L'objectif principal de la Fed est actuellement centrée davantage sur la problématique de l'inflation que celle à une promotion de la croissance. Les actions et la rhétorique de la Fed sont clairement devenues restrictives, incitant les acteurs du marché à ajuster leurs prévisions. Bien qu'il ne soit pas exclu que les rendements obligataires augmentent davantage, entraînant ainsi une baisse des prix des obligations, il nous semble que les prix actuels reflètent déjà beaucoup de vents défavorables. Dans les segments obligataires plus risqués, les « spreads » se sont également élargis pour atteindre des niveaux plus attractifs. Les « spreads » de l'indice « Markit iTraxx Europe Crossover » (à 575 pdb) sont désormais supérieurs aux moyennes historiques. Cependant, ils restent bien en deçà du pic atteint lors du pire moment de la crise du Covid-19 en mars 2020 à 707 pb. Il semble trop tard pour vendre maintenant, mais il est encore trop tôt pour augmenter de façon significative notre allocation dans ce segment. Pour les marchés obligataires libellés en euros, la situation présage un proche avenir plutôt sombre. La BCE n'a pas encore entamé sa politique de normalisation et, sans une véritable union monétaire et budgétaire, sa tâche ne sera pas aisée.

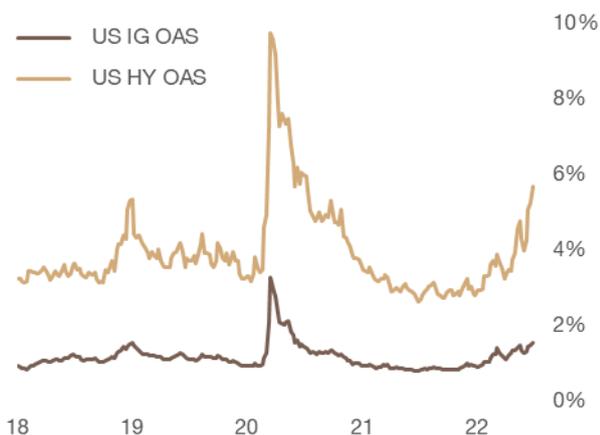
En revenant à ce qui est encore le baromètre mondial, le marché américain, et dans le contexte actuel, nous nous en tiendrions donc à la stratégie adaptée au cours des derniers trimestres. Nous ciblerions les obligations à court et à moyen terme. Le moment d'augmenter de façon agressive la durée ne semble pas encore propice. Si l'inflation ne culmine pas bientôt, les opérateurs de marché pourraient être tentés de pousser les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans vers les niveaux observés en 2007-08 (à 4,0-4,5%). Un portefeuille avec une durée moyenne courte devrait être moins sensible à la hausse des taux. Cela dit, après la forte hausse des rendements, les obligations d'État deviennent de plus en plus attrayantes. De plus, la pente de la courbe des taux, qui est définie par la différence entre les rendements à 10 ans et à 2 ans, poursuit son aplatissement. Cela signifie que proportionnellement, les taux courts augmentent plus rapidement que les taux longs. Une augmentation progressive de la durée ne serait pas dépourvue de sens afin de saisir le rendement plus élevé offert, constituant aussi par là une couverture précieuse dans le cas où nous entrerions en récession. De plus, il n'est pas inutile de rappeler qu'une courbe inversée est généralement un indicateur avancé de l'occurrence d'une future récession. Dans une telle situation, les taux longs baissent, de sorte que les prix des obligations augmentent mécaniquement.

Pente de la courbe des taux des obligations d'État américaines et européennes (10Y-2Y)



Une stratégie « barbell » (investissement dans les parties courtes et longues de la courbe, en évitant la partie centrale), ciblant une durée de portefeuille proche de 3 ans, pourrait également être judicieuse. Les obligations à court terme devraient être moins sensibles aux taux de référence plus élevés que les obligations à plus long terme, mais celles à plus long terme permettraient de capter un rendement plus élevé, ce qui devrait être bénéfique au cas où la Fed réagirait de manière excessive. D'autres faiblesses des bons du Trésor américain peuvent être utilisées afin d'ajouter plus de durée et des couvertures de portefeuille, mais ce mouvement serait opérer graduellement. Le poids des obligations d'État américaines augmente donc dans notre allocation d'actifs, ce après de nombreuses années de fortes sous-pondérations dans le segment. Les obligations de sociétés sont préférées aux obligations d'État. Le segment cible reste le « cross-over » (émetteurs notés BBB-BB) offrant des « spreads » plus larges, un avantage qui peut couvrir partiellement les effets négatifs liés à des taux de référence plus élevés.

Spreads obligataires américains « IG & HY » (%)



Nous adoptons une approche sélective sur les crédits HY. Le ralentissement économique, voire une récession, entraînera inévitablement des taux de défaut plus élevés, affectant principalement les entreprises ayant une assise financière faible, donc les émetteurs HY. Grâce au biais de politique restrictive de la FED et à la réévaluation des taux offerts, le rendement est enfin de retour. Cela nous permet d'augmenter la qualité de nos portefeuilles obligataires en ciblant les obligations dans l'univers « investment grade », partie base des Ratings. Dans le même temps, l'exposition aux obligations à rendement plus élevé, plus corrélées avec les actions, et donc susceptibles de souffrir davantage dans le contexte d'un fort ralentissement économique, est réduite. La sélectivité et la diversification restent des facteurs clés afin d'éviter une perte de capital. En conclusion, l'environnement actuel offre des rendements et des « spreads » attractifs en assumant des risques de crédit modérés. En euro, notre préférence va à la partie inférieure de l' « Investment Grade ». L'environnement macroéconomique est sans aucun doute nettement plus fragile et vulnérable, donc plus risqué, que celui des États-Unis.

Compte tenu de la forte capitalisation des banques de l'UE, la dette financière subordonnée est à nouveau attrayante après la forte remontée des rendements. Toutefois, si la menace de viabilité de la dette périphérique revenait en vogue, ce secteur devrait continuer à souffrir de manière significative. Les banques/assurances dites « systémique » les plus solides de la région sont la cible à privilégier. Ce type d'instruments ne convient qu'aux clients ayant un profil de risque supérieur à la moyenne. En résumé, pour les titres à revenu fixe, dans le même cas que pour les actions, nous pensons qu'il est utile de rester investi, avec une exposition de durée relativement courte. Sur une base d'une valorisation au jour le jour, comme au cours du premier semestre, les portefeuilles obligataires pourraient souffrir à nouveau. Certes, il est presque impossible de cibler correctement le sommet des rendements. Cependant, gardez à l'esprit votre horizon temporel, diversifiez vos portefeuilles et soyez sélectif afin d'éviter autant que possible les défauts de paiement.

Correction des titres à revenu fixe plus risqués (HY, CoCos) en ligne avec les actions



Il convient également de rappeler que les prix des instruments à revenu fixe ont tendance à se rapprocher du pair à mesure que leur échéance s'approche. Ainsi, une performance négative à court terme devrait être progressivement absorbée au fil du temps. Ceci, bien sûr, à condition que l'émetteur ne fasse pas faillite. En excluant ce dernier cas, la réalisation de pertes aujourd'hui n'a pas de sens. Si vous détenez un portefeuille à durée relativement courte, la correction des prix (valorisation négative au jour le jour) que vous avez déjà subie cette année signifie que votre portefeuille rapporte maintenant beaucoup plus et que le temps de récupération sera plus court. En termes réels, à la fin de votre horizon de placement, vous serez toujours mieux loti que dans le cas d'une réalisation des pertes immédiates, et ce faisant, laissez dormir le cash. En fait, l'inflation érodera votre cash en diminuant son pouvoir d'achat.

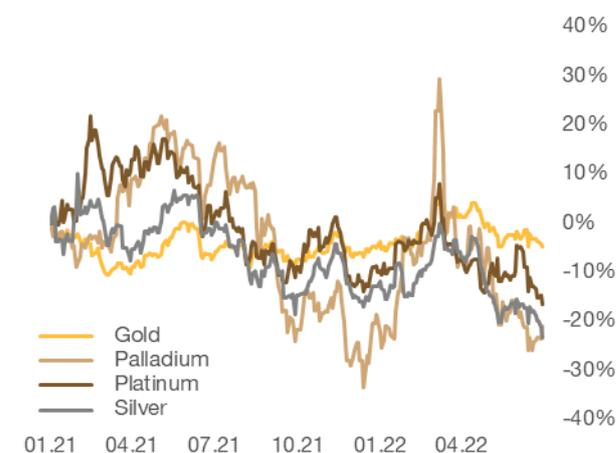
Les matières premières semblent être à bout de souffle

Les prix des matières premières, tant que les facteurs géopolitiques et les blocages des chaînes d'approvisionnement demeurent présents, devraient rester à des niveaux élevés. Cependant, si un ralentissement économique mondial marqué (ou même une récession) se produisait, probabilité augmentant peu à peu, alors les celles-ci devraient se corriger à mesure que la demande s'érode. Les prix du pétrole nous donnent un avant-goût de l'évolution future probable. Malgré de multiples vents contraires affectant le marché pétrolier, les prix ont reculé ces dernières semaines sous l'influence croissante de menaces récessives. Cela nous a naturellement amenés à adopter une approche neutre vis-à-vis de l'or noir à court et à moyen terme. À plus long terme, la courbe des contrats à terme continue de montrer une structure en «backwardation», structure indiquant qu'à long terme, les marchés s'attendent à une normalisation des prix. La croissance économique mondiale devrait ralentir considérablement au cours des prochains trimestres, ce qui affectera naturellement la demande d'énergie. Avec une offre inchangée et une demande en baisse, les prix devraient mécaniquement corriger.

À court terme, l'or semble se comporter davantage comme une monnaie que comme une couverture contre l'inflation. L'important flux de revers économiques et géopolitiques observés ces derniers mois n'a pas suffi à pousser les prix du métal jaune au-delà des sommets de 2020. Un facteur important qui pourrait pousser les prix de l'or à la hausse plus régulièrement serait probablement un affaiblissement du billet vert. À court terme, il semble peu probable que cela se produise compte tenu de la posture de la Fed. L'horizon temporel de cette publication étant trimestriel, nous adoptons un positionnement neutre sur ce métal précieux. En dehors de ces considérations techniques, l'or, à long terme, est historiquement la seule « monnaie » qui ne perd pas son pouvoir d'achat. Prenons l'exemple trivial du prix d'une « Ford T » en 1920. Ce véhicule s'adressait aux classes moyennes supérieures et a été très largement commercialisé. Ce véhicule valait environ USD 400 et une once d'or représentait USD 20,68. Chaque véhicule valait donc 19,34 onces d'or. Ces 19,34 onces converties au prix actuel représenteraient plus ou moins USD 35'000 courant, soit, en d'autres termes, le

prix d'une voiture de classe moyenne (Golf et comparable). L'or n'est donc pas un investissement, mais une réserve de valeur non imprimable et relativement moins confiscable que le cash, sans parler de la monnaie scripturale, à condition que celui-ci soit physique et non le fruit de produits d'ingénierie financière.

Performances des métaux précieux depuis 2021 (%)



Plus généralement, l'indice Bloomberg des matières premières n'a pas réussi à dépasser son record de 2014. Il est fort probable que cet indice ait atteint un sommet provisoire. A l'instar du pétrole, il semble raisonnable de s'attendre à ce que les gains rapides réalisés durant la première partie de l'année s'inversent fortement. Une évolution verticale des prix, plus spécifiquement mesurée en l'échelle semi-logarithmique, est généralement suivie d'une baisse elle-aussi, tout autant verticale. Ainsi, le spectre des matières premières présente actuellement un profil de risque asymétrique, avec un risque biaisé en faveur d'une correction, toutes choses étant égales par ailleurs. Bien sûr, de nouveaux événements géopolitiques inattendus ou des bouleversements des chaînes d'approvisionnement pourraient remettre en question ce scénario. Sans exclure un tel scénario, il semble que le marché ait massivement intégré le pire ou quelque chose soit proche de cela.

Performances des principaux indices des matières premières depuis 2021 (%)



Prévisions devises

Principales devises

		Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
EURUSD	1.05	1.06	1.08	1.09	1.10	1.12
EURCHF	1.00	1.02	1.03	1.03	1.04	1.05
EURGBP	0.86	0.86	0.86	0.86	0.87	0.87
EURJPY	142	140.0	139.0	138.0	138.0	138.0
EURNOK	10.32	10.20	10.08	10.00	9.90	9.53
USDCAD	1.29	1.27	1.26	1.25	1.25	1.24
USDCHF	0.96	0.97	0.97	0.96	0.95	0.96
USDJPY	136	132.0	130.0	127.0	125.5	120.0
USDCNY	6.70	6.75	6.74	6.74	6.67	6.60
GBPUSD	1.22	1.23	1.24	1.26	1.27	1.30
NZDUSD	0.62	0.64	0.65	0.66	0.67	0.69
AUDUSD	0.69	0.71	0.73	0.74	0.74	0.76

Autres devises

		Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
USDMXN	20.1	20.1	20.3	20.3	20.0	20.4
USDBRL	5.26	5.2	5.2	5.3	5.3	5.2
USDARS	125.2	140.0	149.0	170.0	179.0	218.0
USDTRY	16.70	18.0	19.0	18.8	21.0	19.3
USDILS	3.49	3.5	3.5	3.4	3.4	3.2
USDHKD	7.85	7.9	7.9	7.8	7.8	7.8
USDINR	79.0	78.5	79.0	78.5	78.5	78.0
USDRUB	54.2	65.0	69.4	73.4	75.0	80.0
USDPLN	4.48	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1

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 futures 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	0.1%	0.1%	0.1%	1.0%	2.5%	2.4%	1.1%
	Euro 3m Total Return	-0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Obligations d'Etat	US 1-5	-1.4%	-6.0%	-2.0%	6.2%	5.3%	1.5%	1.0%
	Eurozone 1-5	-2.8%	-5.6%	-1.2%	1.3%	1.9%	0.1%	0.1%
	US 5-10	-4.5%	-10.8%	-3.1%	10.0%	8.5%	0.9%	2.6%
	Eurozone 5-10	-7.0%	-12.5%	-2.9%	4.5%	6.7%	1.4%	1.3%
Investment Grade	USD Corp 1-5	-1.9%	-5.6%	-0.5%	5.4%	7.0%	1.0%	2.6%
	EUR Corp 1-5	-4.1%	-6.7%	-0.1%	1.1%	2.8%	-0.5%	1.2%
	USD Corp 5-10	-6.4%	-12.9%	-1.5%	9.7%	14.3%	-1.7%	5.6%
	EUR Corp 5-10	-11.6%	-18.6%	-2.0%	4.4%	10.9%	-2.4%	4.2%
Haut Rendement	USD Corp 1-5	-9.6%	-13.6%	5.0%	5.8%	13.9%	-1.8%	7.0%
	EUR Corp 1-5	-10.7%	-14.4%	3.4%	2.3%	11.3%	-3.8%	6.9%
	USD Corp 5-10	-8.0%	-10.2%	4.7%	-2.0%	9.1%	-1.9%	7.6%
	EUR Corp 5-10	-14.7%	-20.1%	2.2%	2.8%	13.2%	-4.4%	8.0%
Pays Emergents (en \$)	Devises fortes	-8.7%	-17.1%	-1.7%	6.5%	13.1%	-2.5%	8.2%
	Devises locales	-7.0%	-9.0%	-1.6%	5.3%	9.5%	-3.4%	14.3%
	Yuan Chinois	-4.4%	-3.3%	8.7%	9.3%	2.8%	3.0%	5.0%
Autres	S&P Leverage Loan Index	-4.5%	-4.6%	5.2%	3.1%	8.6%	0.4%	4.1%
	Convertibles Globales	-11.8%	-16.6%	2.5%	26.5%	18.2%	-1.2%	7.2%
Actions	Amérique du Nord	-17%	-22%	25%	19%	29%	-6%	19%
	Europe	-10%	-15%	22%	-5%	22%	-13%	7%
	Japon	-5%	-7%	11%	7%	16%	-17%	18%
	Asie Pacifique	-12%	-18%	-3%	17%	16%	-16%	29%
	Marchés développés	-17%	-21%	20%	14%	25%	-10%	20%
	Chine	9%	-5%	-11%	23%	38%	-21%	32%
	Amérique Latine	-24%	-4%	-13%	-16%	14%	-9%	21%
	Marchés Emergents	-12%	-19%	-5%	16%	15%	-17%	34%
Autres Investissements	HFRX Alternative	-4%	-5%	4%	7%	9%	-7%	6%
	VIX	40%	67%	-24%	65%	-46%	130%	-21%
	G7 Volatilité des Devises	33%	79%	-15%	23%	-34%	21%	-36%
	DJ Matières Premières	-6%	18%	27%	-4%	5%	-13%	1%
	Or	-7%	-1%	-4%	25%	18%	-2%	14%
	Métaux industriels	-27%	-10%	30%	16%	5%	-21%	28%
	Agriculture	-6%	13%	27%	16%	0%	-13%	-12%
WTI Pétrole	5%	41%	55%	-21%	34%	-25%	12%	
Devises (vs. \$)	Indice Dollar	6%	9%	6%	-7%	0%	4%	-10%
	Ind. Monnaies Emergentes	-3%	-2%	-9%	-6%	-1%	-11%	6%
	Euro	-5%	-8%	-7%	9%	-2%	-4%	14%
	Livre Sterling	-7%	-10%	-1%	3%	4%	-6%	10%
	Francs Suisse	-3%	-4%	-3%	9%	1%	-1%	5%
	Yen Japonais	-10%	-15%	-10%	5%	1%	3%	4%
	Yuan Chinois	-5%	-5%	3%	7%	-1%	-5%	7%

* Dernier trimestre

** Depuis le début d'année

Le rendement passé n'est pas un indicateur fiable du rendement futur.

Présence géographique

CBH est présent à Genève, Zurich, Londres, Luxembourg, en Israël, 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
P.O. Box 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

Bureau de représentation
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 Wealth UK Limited, 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 Wealth UK Limited, vous êtes invités à consulter notre site Web ou à contacter votre gestionnaire de fortune.

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 juin 2022
Publié le 1^{er} juillet 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