MARCHÉS OBLIGATAIRES

À LA RECHERCHE D'UN REFUGE

Lauréline Chatelain
Stratégiste obligataire

RÉSUMÉ

LA HAUSSE DES TAUX PRÉSENTE DES RISQUES

Le crédit a enregistré une performance spectaculaire l'an dernier et le début de 2017 se montre également favorable. Cependant, nous anticipons une hausse des taux d'intérêt souverains aux Etats-Unis et en Europe cette année. Cette hausse devrait théoriquement faire naître des pressions haussières sur les rendements des titres *investment grade* (IG) et de ceux à haut rendement (HY) en euros et en dollars US. Mais sachant que d'autres facteurs entrent également en jeu, certains segments du crédit pourraient offrir un refuge aux investisseurs obligataires dans un contexte de hausse des taux souverains.

LES INDICATEURS CLÉS SE REDRESSENT

Les taux d'endettement des entreprises IG et HY diminuent à la faveur du redressement des bénéfices et de la stabilisation des émissions obligataires. Les *spreads* des titres IG américains pourraient bénéficier de l'éventuelle baisse des impôts aux Etats-Unis et de la modification des règles sur le rapatriement des bénéfices. Par ailleurs, la remontée des cours du pétrole et l'assouplissement des conditions de prêt devraient contribuer à la diminution du taux de défaut dans le HY en dollars, lequel avait fortement augmenté en 2016.

LE NIVEAU ÉLEVÉ DES VALORISATIONS INCITE À LA PRUDENCE – POUR LE MOMENT

Les *spreads* de crédit sont étroits à l'aune de différents indicateurs, en particulier dans le segment HY, dans le segment HY, dont le spread est faible par rapport à l'IG. Nous anticipons un léger resserrement des *spreads* de crédit cette année, à l'exception des titres IG européens (qui risquent de pâtir des perspectives de possible réduction des mesures de soutien de la BCE), voire des titres HY américains (qui, dans la mesure où la diminution des taux de défaut et la hausse des prix des matières premières sont déjà intégrés aux cours, nécessiteraient probablement un plan de relance budgétaire de grande envergure aux Etats-Unis pour justifier une nouvelle phase de contraction des *spreads*).

TABLEAU 1: PERFORMANCES TOTALES ESCOMPTÉES EN 2017

		27.02.2017		Escompté fin 2017	
	Duration	Rendement	*Spread*	Rendement	*Spread*
Bons du Trésor US à 10 ans	8,7	2,36%		3,00%	
Bund allemand à 10 ans	9,8	0,21%		0,70%	
Obligations espagnoles à10 ans	9,3	1,64%		2,00%	
Obligations italiennes à 10 ans	9,0	2,09%		2,70%	
BofAML US IG	6,9	3,29%	122	3,92%	122
BofAML Euro IG	5,2	0,84%	125	1,38%	130
BofAML US HY	6,5	6,00%	375	6,89%	400
BofAML Euro HY	4,0	3,65%	351	4,03%	340
JPM EMBI (USD)	6,6	5,43%	311	6,71%	375
JPM CEMBI Broad (USD)	4,8	5,28%	302	5,90%	300
JPM GBI (devise locales)	4,6	7,05%		7,60%	

Source: Pictet WM - AA&MR, Factset, Bloomberg

MACROÉCONOMIE
GÉOPOLITIQUE
BANQUES CENTRALES
ALLOCATION D'ACTIFS
CLASSES D'ACTIFS
GESTION DE FORTUNE

CONCLUSIONS

Compte tenu de la hausse attendue des taux souverains et de l'absence de resserrement sensible des *spreads*, les performances (coupons inclus) des titres IG en 2017 risquent d'être faibles, à un niveau proche de 1%. Les performances des titres HY devraient être plus élevées, comprises entre 2% et 3%, permettant au segment du haut rendement d'offrir un meilleur refuge aux investisseurs obligataires dans une période de hausse des taux souverains. Cependant, compte tenu du niveau particulièrement élevé des valorisations à l'heure actuelle, et sachant que les incertitudes politiques sont susceptibles d'engendrer des hausses périodiques des taux cette année, nous estimons qu'il convient d'attendre un creusement des *spreads* avant d'accroître l'exposition aux titres HY, notamment américains.

PICTET 1805

MARCHÉS OBLIGATAIRES
À LA RECHERCHE D'UN REFUGE

LA HAUSSE DES TAUX PRÉSENTE DES RISQUES

Le crédit connaît un début d'année 2017 favorable comparé à l'an dernier, où les craintes de récession durant les premiers mois de 2016 ont engendré des performances négatives pour les actifs risqués comme les actions et les obligations à haut rendement. Mais cette performance positive pourra-t-elle durer jusqu'à la fin de l'année?

Le crédit a enregistré une performance totale spectaculaire l'an dernier. L'indice Bank of America Merrill Lynch (BofAML) US high yield (HY) a par exemple bondi de 17% et son équivalent européen de 9%. Les performances des titres *investment grade* (IG) ont été légèrement inférieures, comme on pouvait s'y attendre dans un contexte d'appétit pour le risque, avec une progression d'environ 5% pour les indices BofAML en USD et en EUR.

Comme nous l'évoquions dans nos perspectives obligataires pour 2017 (Flash Note *Sovereign bond yields to rise as reflation takes hold*, 10 janvier 2017), les investisseurs devront surveiller trois grands facteurs de risques macroéconomiques en 2017:

- **L'inflation,** qui va se normaliser et s'accélérer par rapport à ses bas niveaux de 2016 grâce au rebond des cours du pétrole et de la croissance économique.
- **Les politiques monétaires**, qui vont continuer à diverger. La Fed devrait relever ses taux d'intérêt à deux reprises, tandis que la Banque centrale européenne (BCE) devrait rester accommodante et s'abstenir de réduire ses achats d'actifs jusqu'en 2018.
- **La politique budgétaire**, qui va rester accommodante tant aux Etats-Unis que dans la zone euro - et pourrait même devenir plus favorable encore aux Etats-Unis si le président Trump parvenait à rallier le Congrès à son programme budgétaire expansionniste.

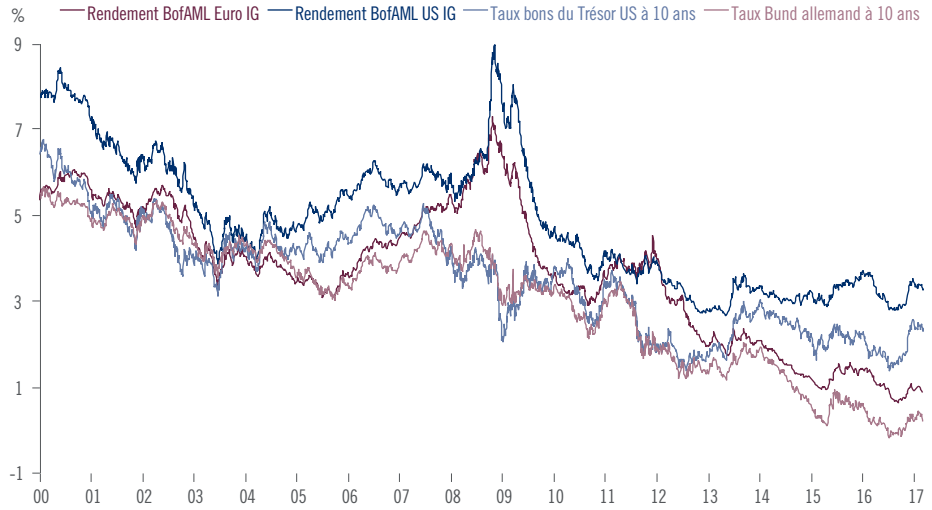
LE HAUT RENDEMENT OFFRE UNE PLUS GRANDE PROTECTION

Les rendements du crédit dépendent de deux éléments, à savoir le taux souverain dans les monnaies respectives (souvent appelé taux sans risque) et le *spread* de crédit, qui détermine l'ampleur du surcroît de rendement requis par les investisseurs pour prendre en charge le risque de liquidité et de crédit associé aux placements en obligations d'entreprise. Le taux des bons du Trésor américain à 10 ans devrait selon nous enregistrer une nouvelle hausse cette année, pour atteindre 3% fin 2017. S'agissant des crédits en euros, le taux des Bunds à 10 ans (un indicateur du taux sans risque) devrait également progresser, plus modérement pour atteindre 0.7%. Cette tendance devrait se traduire par une hausse similaire des rendements du crédit, à supposer que les *spreads* restent stables et que la pente des courbes de rendement respectives demeure constante. En réalité, ce n'est jamais le cas. Les investisseurs obligataires pourraient-ils dès lors se rabattre sur le crédit pour obtenir une performance (coupons inclus) positive dans un contexte de hausse des taux souverains?

> Le taux des bons du Trésor américain à 10 ans devrait selon nous enregistrer une nouvelle hausse cette année, pour atteindre 3% fin 2017

Comme le montrent les graphiques 1 et 2, les rendements des crédits IG sont plus fortement influencés par les taux souverains que les titres HY. Cela tient aux écarts de taux moins importants, sachant que le segment *investment grade* est plus liquide et présente un taux de défauts nul, ce qui le rend moins risqué. Grâce à ses *spreads* plus larges, le segment du haut rendement devrait offrir une meilleure protection aux investisseurs en période de hausse des taux souverains. En outre, avec leurs coupons plus élevés, leur duration plus courte et leur exposition plus importante aux petites et moyennes entreprises, les obligations HY devraient surperformer les crédits IG en termes de performance (coupons inclus) en 2017.

GRAPHIQUE 1: RENDEMENTS DES INDICES BOFAML US ET EURO IG COMPARÉS AUX TAUX DES BONS DU TRÉSOR US ET DES BUNDS ALLEMANDS À 10 ANS

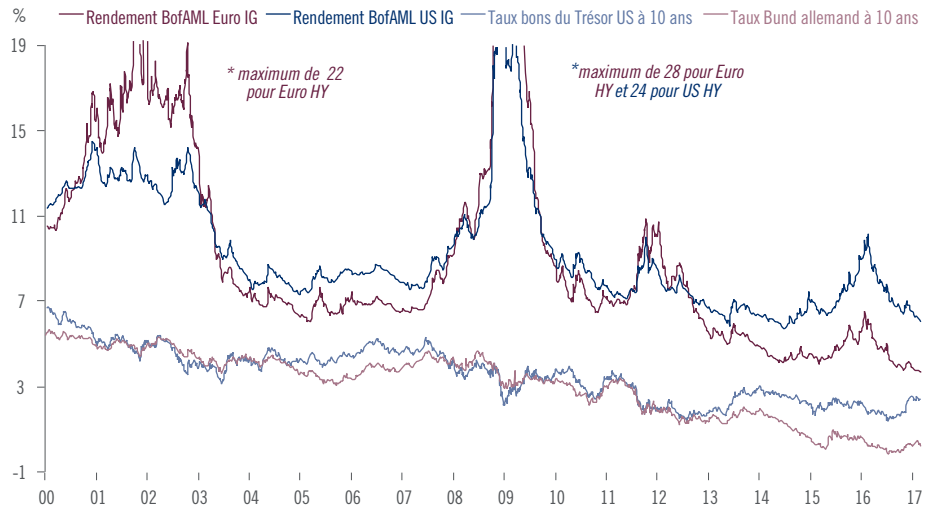


Source: Pictet WM - AA&MR, Factset

LES INDICATEURS CLÉS SE REDRESSENT

D'autres questions se posent également aux investisseurs en crédit. Un indicateur clé est le ratio d'endettement - globalement la dette divisée par les bénéfices. Une augmentation de ce ratio signifie que le niveau de la dette de l'entreprise croît davantage que ses profits, ce qui est susceptible de conduire à

GRAPHIQUE 2: RENDEMENTS DES INDICES BOFAML US ET EURO HY COMPARÉS AUX TAUX DES BONS DU TRÉSOR US ET DES BUNDS ALLEMANDS À 10 ANS



Source: Pictet WM - AA&MR, Factset

une situation intenable. Comme le montre le graphique 3, depuis 2014, les ratios d'endettement des sociétés américaines incluses dans l'indice BofAML US IG (un échantillon de 354 entreprises) et dans l'indice HY (380 entreprises) ont fortement augmenté. Cette hausse s'explique par la forte accélération de leur endettement et la diminution de leurs bénéfices. La détérioration des ratios d'endettement constituait une préoccupation pour les marchés du crédit début 2016, les investisseurs craignant une nouvelle baisse des bénéfices en raison du recul des cours du pétrole (particulièrement pénalisant pour le secteur de l'énergie, composante importante du segment HY américain) et d'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis. Cependant, les ratios d'endettement des entreprises IG américaines ont depuis légèrement diminué grâce au ralentissement de leur endettement et au rebond de leurs profits. La situation dans le segment IG européen est similaire, à la différence près que le pic atteint par les ratios d'endettement en 2015 était moins élevé que durant la crise financière, dénotant de moindres craintes quant à la santé financière des entreprises émettant des obligations en euros.

La baisse des ratios d'endettement des titres HY américains a été plus importante (voir graphique 3), sachant que l'indice global en 2015 avait été fortement impacté par les pertes subies par les entreprises du fait de la baisse des cours du pétrole, et les sociétés ont également accru le niveau de leur dette depuis 2014. En 2016 cependant, les entreprises ont vu leurs bénéfices renouer avec la croissance, en partie grâce au rebond des cours du pétrole, et elles ont réduit leur endettement.

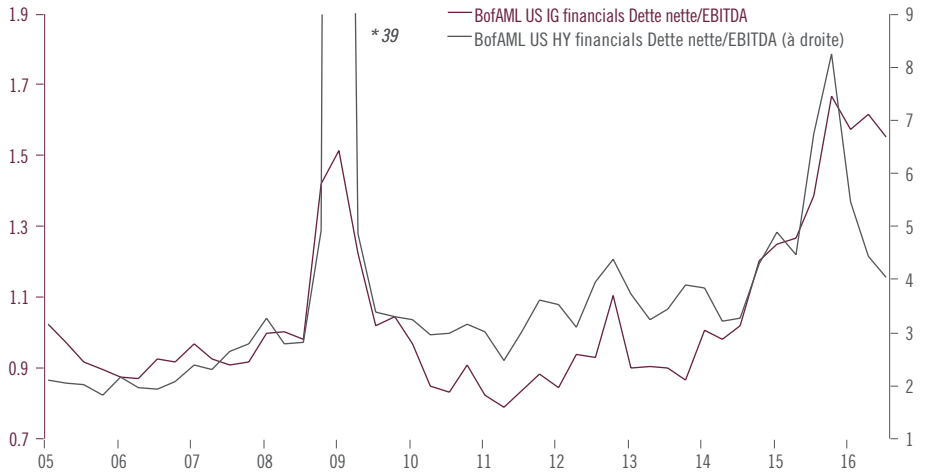
La baisse des ratios d'endettement des titres HY américains a été plus importante

LES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISE SE SONT STABILISÉES

Les émissions brutes d'obligations d'entreprise se sont globalement stabilisées en 2016, selon les chiffres d'UBS. Elles n'ont augmenté que légèrement comparé à 2015 dans le segment IG américain, à USD 1291 mia (une année record à dire vrai), tandis que dans le segment IG européen, la lancement du programme d'achat d'obligations d'entreprise de la BCE n'incitait pas à émettre davantage de dette, et le volume des émissions brutes est resté stable à EUR 525 mia. Dans le HY américain, les émissions brutes ont radicalement diminué début 2016, les entreprises étant moins disposées à se financer sur le marché des capitaux du fait de la hausse des taux; toutefois, à mesure de leur repli au fil de l'année, les émissions brutes sont parvenues à se hisser au niveau de 2015, à USD 290 mia. Dans le HY européen, les émissions ont diminué de moitié à EUR 58 mia.

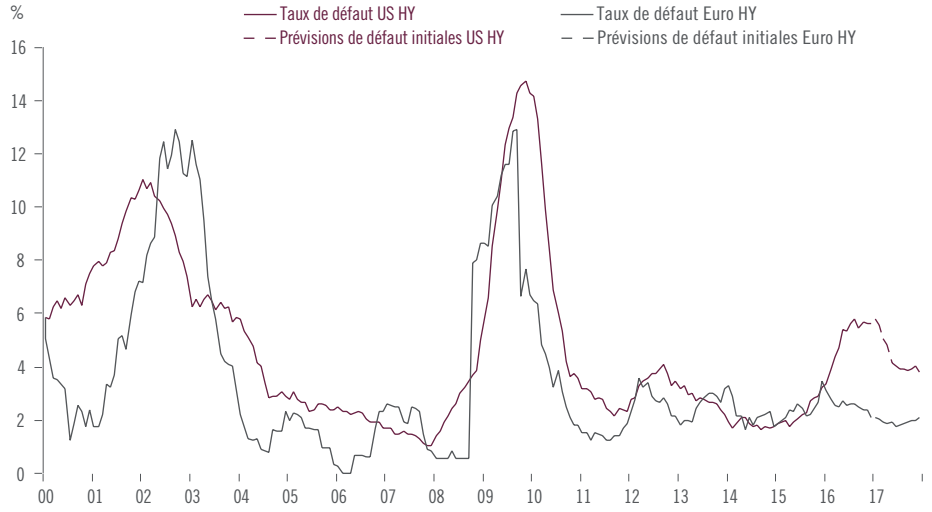
En 2017, les volumes d'émission devraient être similaires à ceux de 2016, à l'exception du segment IG américain, qui pourrait pâtir des éventuelles mesures visant à encourager

GRAPHIQUE 3: RATIOS D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES AMÉRICAINES DES INDICES BOFAML IG ET HY, HORS SECTEUR FINANCIER



Source: Pictet WM - AA&MR, Bloomberg

GRAPHIQUE 4: TAUX DE DÉFAUT DU HY AMÉRICAIN ET EUROPÉEN ET PRÉVISIONS MOODY'S

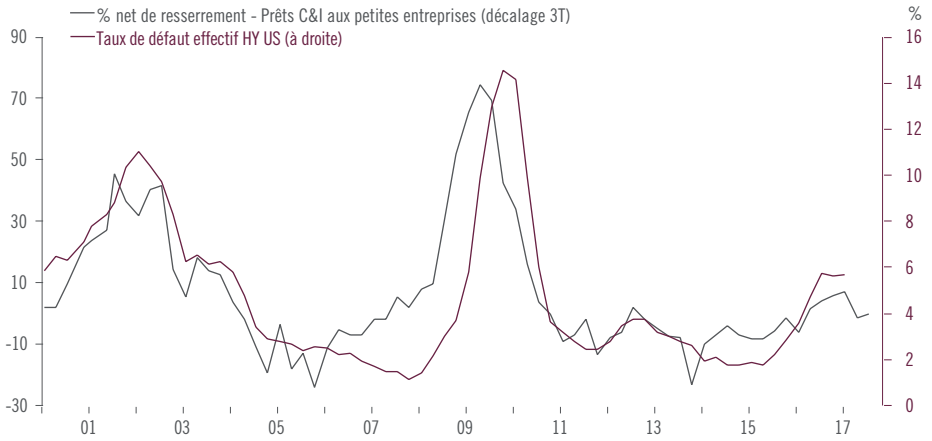


Source: Pictet WM - AA&MR, Moody's

les entreprises à rapatrier leurs liquidités détenues à l'étranger et la baisse de l'impôt sur les sociétés. Si elles sont mises en œuvre, les mesures sur le rapatriement risquent de réduire le besoin des entreprises IG américaines de faire appel au marché des capitaux, sachant qu'elles pourront consacrer leurs avoirs étrangers à des investissements et à des rachats d'actions. CreditSights, fournisseur indépendant d'analyses consacrées au crédit, anticipe une diminution d'environ 15% des émissions brutes. Cette réduction de l'offre pourrait s'avérer positive pour les *spreads* des titres IG américains, à supposer que la demande reste stable. Ce même effet serait plus modéré dans le segment HY, où les entreprises sont généralement de plus petite taille et moins exposées à l'international.

> Cette réduction de l'offre pourrait s'avérer positive pour les *spreads* des titres IG américains, à supposer que la demande reste stable

GRAPHIQUE 5: TAUX DE DÉFAUT DU HY AMÉRICAIN ET PRÊTS BANCAIRES AUX PETITES ENTREPRISES



Source: Pictet WM-AA&MR, Moody's & Bloomberg

L'éventuelle baisse des impôts sur les sociétés aux Etats-Unis profitera également davantage aux titres *investment grade* qu'à ceux à haut rendement. Selon nos calculs, basés sur le même échantillon que celui utilisé pour l'analyse des ratios d'endettement, environ 11% des entreprises HY américaines ont enregistré des pertes au troisième trimestre 2016, contre seulement 2% des entreprises IG, ce qui laisse penser que ces dernières réaliseront des économies d'impôts plus importantes.

MOINDRES PERTES ESCOMPTÉES DANS LE SEGMENT HY

Les taux de défaut dans le segment HY constituent également un facteur important car, en parallèle aux taux de recouvrement, ils déterminent les pertes escomptées pour les investisseurs. En décembre 2016, le taux de défaut s'établissait à 5,6% pour le segment HY américain et à 2,4% pour son équivalent européen, selon Moody's (voir graphique 4). Cette divergence prononcée des taux de défaut, apparue en 2015 déjà, résultait de la forte exposition du segment HY américain aux secteurs de l'énergie et des métaux et minerais - durement touchés l'un et l'autre par la baisse des prix des matières premières. Le taux de défaut dans le segment HY américain devrait diminuer pour s'établir aux alentours de 4% d'ici fin 2017, tandis que celui du segment HY européen devrait rester stable. Le taux de perte escompté devrait donc être plus important dans le segment HY américain en 2017 (environ 2,4%) que dans son équivalent européen (1,2%).

La croissance réelle aux Etats-Unis devrait s'accélérer de 1,6% en 2016 à 2% en 2017, et si Donald Trump met effectivement en œuvre l'assouplissement budgétaire promis durant sa campagne électorale, la croissance américaine pourrait commencer à bénéficier d'une impulsion supplémentaire au fil de l'année, ce qui contribuerait à réduire plus encore le taux de défaut dans le segment HY. Dans la zone euro, la croissance devrait connaître une légère décélération de 1,7% à

GRAPHIQUE 6: TAUX DE SPREAD DU HY ET DE L'IG AMÉRICAINS ET EUROPÉENS

Source: Pictet WM - AA&MR, Factset

1,5% en 2017, ce qui n'est pas particulièrement favorable du point de vue du taux de défaut. Cependant, nous anticipons un redressement de la croissance des bénéfices à 6,7% pour les entreprises de l'indice S&P500 composite et à 7,7% pour les titres cotés au Stoxx Europe 600. Les bénéfices devraient connaître une croissance d'ampleur similaire dans l'univers du crédit.

Le risque serait qu'une accélération du resserrement monétaire n'alimente les craintes de voir la Fed faire capoter la reprise économique

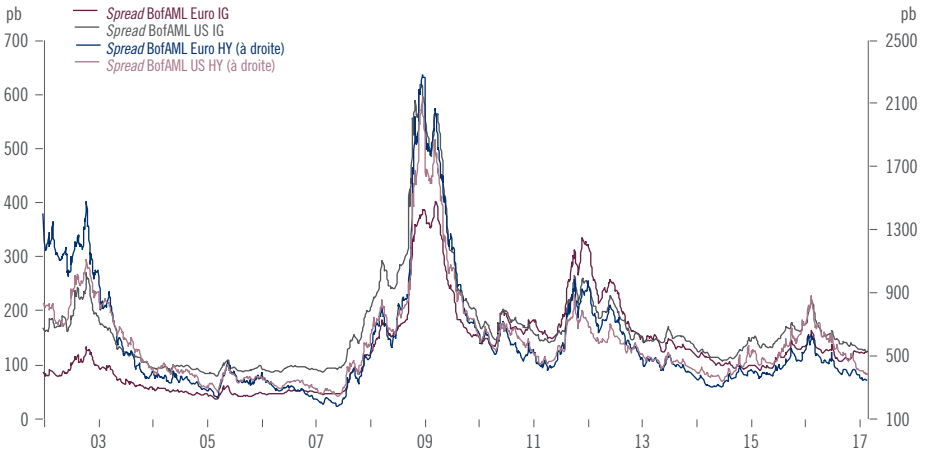
En outre, les banques américaines ont assoupli leurs conditions d'emprunt au deuxième semestre 2016, ce qui confirme les prévisions de Moody's d'une baisse du taux de défaut dans le segment HY américain, sachant que les conditions d'emprunt constituent un bon indicateur avancé (voir graphique 5). A supposer que la Fed reste prudente en matière de relèvement des taux, les conditions d'emprunt devraient continuer de favoriser la baisse du taux de défaut. Le risque serait qu'une accélération du resserrement monétaire n'alimente les craintes de voir la Fed faire capoter la reprise économique, entraînant un durcissement des conditions d'emprunt et une hausse du taux de défaut. Dans la zone euro, les banques ne devraient pas resserrer leurs conditions d'emprunt cette année, sachant que nous nous attendons à ce que la BCE conserve un ton très accommodant et s'abstienne de réduire ses mesures de soutien jusqu'en 2018.

LE NIVEAU ÉLEVÉ DES VALORISATIONS INCITE À LA PRUDENCE – POUR LE MOMENT

S'il est vrai que les indicateurs clés se redressent, un autre facteur qu'il convient de garder à l'esprit est le niveau élevé des valorisations. A la faveur du rebond des cours du pétrole au-delà du niveau des 40 dollars le baril et de la dissipation des craintes de récession, les *spreads* du HY américain se sont massivement rétrécis en 2016. Après avoir atteint un sommet à 2000 pb, le *spread* du secteur de l'énergie est retombé à 400 pb, soit un niveau équivalent à celui de l'indice HY dans son ensemble. Dans le HY européen, le programme d'achat d'obligations d'entreprise annoncé par la BCE en mars 2016 a contribué au resserrement des *spreads* des titres IG et, dans une certaine mesure, de ceux des titres HY. La hausse des taux souverains depuis l'automne 2016 et la recapitalisation des banques italiennes ont donné un coup de pouce supplémentaire aux *spreads* du segment HY européen, du fait de son exposition élevée à la dette bancaire subordonnée.

Ces raisons font que les *spreads* de crédit sont étroits à l'aune de différents indicateurs, en particulier dans le segment HY, qui a largement surperformé le segment IG en termes de taux de *spread*. Comparés aux taux observés depuis 2010, les crédits HY américains et européens ont sous-performé à partir de l'automne 2015, mais ils surperforment depuis décembre 2016 (voir graphique 6). Cependant, les *spreads* n'ont

GRAPHIQUE 7: *SPREADS* DU HY ET DE L'IG AMÉRICAINS ET EUROPÉENS (EN POINTS DE BASE, PB)



Source: Pictet WM - AA&MR, Factset

pas encore renoué avec les plus bas atteints entre 2004 et 2007 (voir graphique 7), période caractérisée par une solide croissance économique tant aux Etats-Unis que dans la zone euro.

Le risque serait qu'une accélération du resserrement monétaire n'alimente les craintes de voir la Fed faire capoter la reprise économique

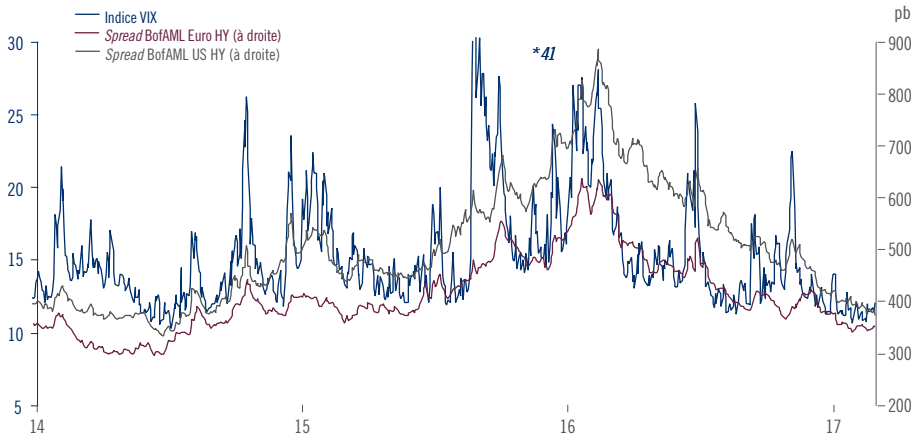
Nous anticipons un léger resserrement des *spreads* de crédit cette année, à l'exception du segment IG européen, voire du segment HY américain. Le segment IG européen a en effet bénéficié des achats de la BCE et les *spreads* sont susceptibles de se creuser à nouveau dès que cette dernière annoncera son intention (probablement en septembre) de réduire ses mesures de soutien en 2018. En ce qui concerne le HY américain, les indicateurs de valorisation montrent que les *spreads* intègrent déjà une diminution des taux de défaut en 2017 et le rebond des prix des matières premières. Dès lors, seule la mise en œuvre d'un assouplissement budgétaire significatif pourrait justifier une nouvelle phase de contraction des *spreads*. Ce n'est pas notre scénario central à ce stade, mais notre opinion à cet égard est susceptible d'évoluer.

LE HY SEMBLE PLUS PROMETTEUR POUR 2017

Compte tenu de la hausse attendue des taux souverains et de l'absence de resserrement sensible des *spreads*, la rentabilité totale de l'IG en 2017 risque d'être faible. Celle du HY doit être plus élevée, permettant au haut rendement d'offrir un meilleur refuge aux investisseurs obligataires dans une période de hausse des taux souverains.

Se pose toutefois la question du moment opportun pour investir. Les valorisations sont en effet particulièrement élevées à l'heure actuelle (autrement dit, les *spreads* sont déjà comprimés) et il convient d'attendre un creusement des *spreads* avant d'accroître l'exposition au haut rendement, et notamment aux créances HY américaines. Comme les autres actifs risqués, les *spreads* du HY présentent une corrélation positive avec l'indice VIX, qui montre la volatilité implicite du S&P 500 (voir graphique 8). Lorsque le VIX augmente, les *spreads* du HY augmentent également. Le VIX affiche un niveau particulièrement bas depuis le début de l'année en raison de l'embellie de la conjoncture et des bénéfices. Cependant, nous anticipons des accès périodiques de volatilité du fait des incertitudes politiques en 2017. Une hausse du VIX pourrait fournir un meilleur point d'entrée dans le HY. ●

GRAPHIQUE 8: *SPREADS* DU HY AMÉRICAIN ET EUROPÉEN ET INDICE VIX (EN POINTS DE BASE, PB)



Source: Pictet WM - AA&MR, Factset

Avertissement : ce document marketing n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou qui auraient leur domicile dans un Etat ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois et règlements en vigueur.

Les informations, données et analyses qu'il contient sont fournies à titre indicatif uniquement. Elles ne sauraient être considérées comme des recommandations, que ce soit des recommandations de nature générale ou adaptées à la situation individuelle d'une personne quelle qu'elle soit. Sauf indication contraire, tous les cours et prix figurant dans le présent document sont fournis à titre purement indicatif. Aucune entité du groupe Pictet ne peut être tenue pour responsable de ces données, qui ne constituent en aucune façon une offre commerciale ou une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire des titres ou tout autre instrument financier. Les informations fournies dans le présent document ne sont le résultat ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers ni d'une recherche en investissements au sens des dispositions applicables de la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers (dite directive MiFID). Bien que les informations et les opinions figurant dans ce document proviennent de sources jugées fiables et soient obtenues de bonne foi, le groupe Pictet ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie, implicite ou explicite, quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité.

Nonobstant les obligations éventuelles d'une entité du groupe Pictet à son égard, le destinataire du présent document devrait examiner l'adéquation de la transaction envisagée avec ses objectifs individuels et évaluer de manière indépendante, avec l'aide d'un conseiller professionnel, les risques financiers encourus ainsi que les possibles conséquences sur les plans juridique, réglementaire, fiscal et comptable, et en termes de solvabilité.

Les informations, opinions et estimations contenues dans ce document reflètent une appréciation émise à la date de publication initiale, et sont susceptibles d'être modifiées sans notification préalable. Le groupe Pictet n'a en aucun cas l'obligation d'actualiser ou de tenir à jour les informations figurant dans le présent document. Lorsque celui-ci mentionne la valeur et le rendement d'un ou de plusieurs titres ou instruments financiers, ces données reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles, et sont susceptibles de fluctuer. La valeur de marché des instruments financiers peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, des fluctuations des taux de change, de la durée résiduelle, des conditions de marché, de la volatilité ainsi que de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. L'illiquidité d'un marché peut rendre certains investissements difficilement réalisables. De même, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des investissements mentionnés dans le présent document. Pour tout investissement sur un marché émergent, il convient de noter que les pays émergents présentent une situation politique et économique nettement moins stable que celle des pays développés, et sont ainsi exposés à un risque plus élevé de connaître des bouleversements politiques ou des revers économiques.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. De plus, le destinataire du présent document est entièrement responsable des investissements qu'il effectue. Aucune garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la performance future. Par ailleurs, des prévisions ne constituent pas une indication fiable de la performance future.

Le contenu du présent document ne doit être lu ou utilisé que par son destinataire. Le groupe Pictet n'assume aucune responsabilité quant à son utilisation, à sa transmission ou à son exploitation. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification ou publication dudit contenu ressort de la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire s'engage à respecter les lois et règlements en vigueur dans les Etats où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Publié par Banque Pictet & Cie SA, le présent document ainsi que son contenu peuvent être cités, à condition que la source soit indiquée.

Banque Pictet & Cie SA est un établissement bancaire de droit suisse disposant d'une licence bancaire et soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Distributeurs: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) SA

Tous droits réservés. Copyright 2017.

PICTET 1805