

BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES

LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE



Yann Goffinet
Analyste financier senior

SOMMAIRE

DES BÉNÉFICES EN HAUSSE

Même si les banques européennes ont dégagé des résultats mitigés au troisième trimestre, alors que leurs consœurs américaines ont progressé, 2017 devrait marquer la première année de bénéfices satisfaisants pour le secteur bancaire après plusieurs années de résultats décevants, en particulier en Europe. Le marché a bien noté l'embellie et le secteur a surperformé ces derniers mois.

UN ENVIRONNEMENT PLUS CLÉMENT EN EUROPE

En Europe, où l'environnement est resté longtemps difficile après la crise financière, certains facteurs négatifs ont disparu. La croissance économique s'est accélérée, les menaces pesant sur la zone euro se sont dissipées et les bilans ont été assainis. Le récent accord sur la réforme de Bâle III (parfois appelée Bâle IV) met fin à l'incertitude sur le plan réglementaire, et les perspectives sur le front des taux d'intérêt font désormais débat. Les volumes de prêts, la qualité des actifs et le rendement du capital progressent.

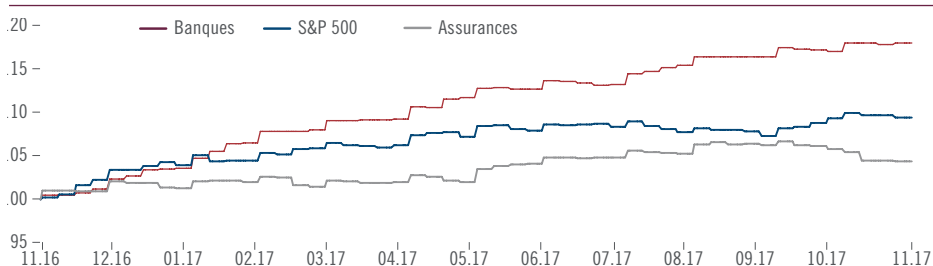
DES DÉVELOPPEMENTS FAVORABLES AUX ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, où le cycle est plus avancé, plusieurs facteurs continuent de soutenir le secteur, à commencer par le relèvement des taux d'intérêt et l'augmentation de la rentabilité du capital (env. 7% en moyenne). De nouveaux développements favorables aux banques américaines se profilent: la déréglementation du secteur bancaire et la réforme fiscale, si elle est adoptée sans être trop édulcorée, devraient doper les bénéfices. La qualité des actifs ne suscite que des inquiétudes mineures à ce stade.

DES VARIABLES MACROÉCONOMIQUES FAVORABLES, DES VALORISATIONS NEUTRES

La hausse des rendements obligataires pointe également vers une période de surperformance des banques de part et d'autre de l'Atlantique. Les valorisations sont plutôt neutres. Aux Etats-Unis comme en Europe, le ratio cours/bénéfices du secteur bancaire par rapport au marché élargi est d'environ 0,75x, soit un niveau proche de la moyenne sur 10 ans, mais inférieur à la moyenne à long terme de 0,8-0,85x.

GRAPHIQUE 1: RÉVISIONS DES BÉNÉFICES À 12 MOIS AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE



Source: PWM Equity Research, 6 novembre 2017

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

CONCLUSIONS D'INVESTISSEMENT

Nous sommes optimistes sur les perspectives des valeurs bancaires, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, où l'accord sur la réforme de Bâle III constitue le dernier acte de la révision réglementaire post-crise, permettant à de nouveaux investisseurs de se positionner face aux banques. Au-delà, les tendances macro et microéconomiques paraissent globalement porteuses dans les deux régions. Aux Etats-Unis, outre la réforme fiscale, l'évolution du cadre réglementaire pourrait offrir un soutien supplémentaire.

**BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES
LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE**

BÉNÉFICES

Les résultats pour le troisième trimestre 2017 ont été mitigés pour les banques européennes. Pénalisés par l'évolution des monnaies (baisse du dollar essentiellement), les revenus ont fléchi par rapport aux trimestres précédents, de même que les revenus du négoce, pour des raisons en partie saisonnières. La qualité des actifs continue toutefois de progresser, d'où des bénéfices globalement en ligne et de modestes révisions des bénéfices.

Aux Etats-Unis, les résultats du troisième trimestre ont été plus favorables, soutenant la reprise du secteur. Les marges nettes d'intérêt ont progressé en glissement trimestriel par rapport au deuxième trimestre 2017. Les volumes sont en revanche restés modestes (croissance des prêts de 2% en glissement annuel), les revenus du négoce plutôt modérés et la qualité des actifs mitigée, avec une détérioration des porte-

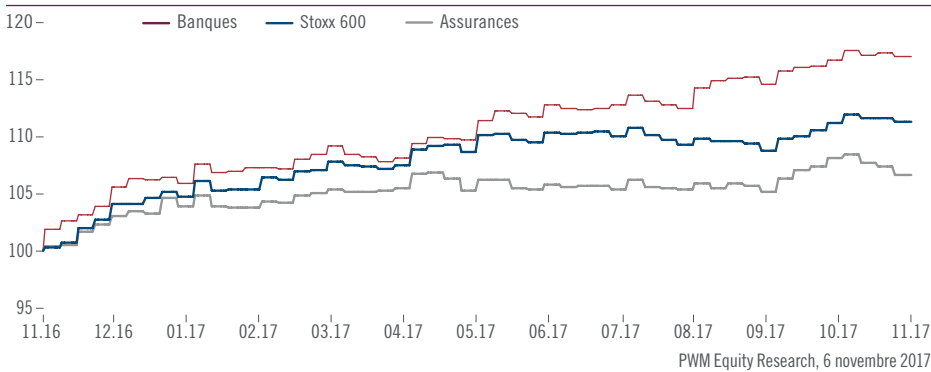
feuilles de cartes de crédit pour certains établissements (Citigroup, JP Morgan et Wells Fargo). Là aussi, les révisions de bénéfices à la hausse se poursuivent.

Les banques américaines et européennes surperforment sur un 1 an

Ces révisions font suite aux résultats robustes enregistrés par les banques américaines et européennes aux premier et deuxième trimestres. De fait, après plusieurs années de résultats décevants (notamment en Europe), et de rentabilité inférieure à la moyenne (rentabilité des fonds propres de 5-10%), 2017 marque la première année de bénéfices satisfaisants pour le secteur bancaire de part et d'autre de l'Atlantique. Aujourd'hui, les bénéfices des banques se renforcent, ce qui n'a pas échappé au marché: si les banques américaines et européennes sous-performent encore les indices S&P 500 et Stoxx 600 sur une période de 10 ans, elles surperforment sur une période de 1 an, dans les deux régions.

La surperformance du secteur pointe également vers une amélioration des perspectives pour les trimestres à venir. Le tableau ci-dessous met en évidence certaines raisons clés de cette évolution, en partie similaires en Europe et aux Etats-Unis, avec toutefois quelques différences notables.

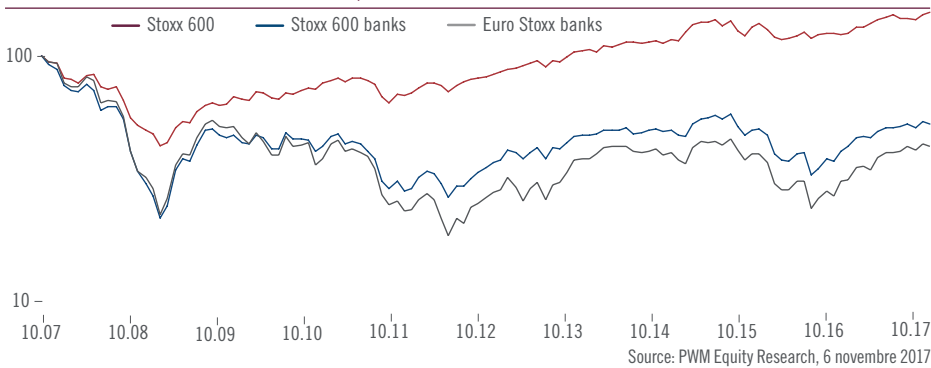
GRAPHIQUE 2: RÉVISIONS DES BÉNÉFICES À 12 MOIS AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE



GRAPHIQUE 3: BANQUES EUROPÉENNES, PERFORMANCE DES COURS SUR 1 AN



GRAPHIQUE 4: BANQUES EUROPÉENNES, PERFORMANCE DES COURS SUR 10 ANS



UN ENVIRONNEMENT PLUS CLÉMENT EN EUROPE

En Europe, où l'environnement est resté longtemps difficile après la crise financière, certains facteurs négatifs ont disparu:

- **Menaces pesant sur la survie de la zone euro.** Après la crise qui a secoué les économies de la périphérie, la zone euro connaît aujourd'hui une amélioration sensible. Les diverses menaces qui planaient sur la zone euro ces dernières années (la campagne électorale française constituant la dernière en date) se sont dissipées. Et ni les récents troubles politiques en Ca-

**BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES
LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE**

talogue ni les élections à venir en Italie ne devraient compromettre la survie de la zone euro. Certes, la structure institutionnelle de la zone euro doit encore être renforcée – selon nous, via un fonds de garantie des dépôts commun ou, mieux encore, via l'émission d'emprunts européens – mais les menaces immédiates ont disparu.

- **Bilans.** En Europe, la faiblesse des bilans des banques dans un contexte de durcissement des exigences de fonds propres a longtemps eu pour effet de repousser les investisseurs. Cette année, trois grands établissements (Credit Suisse, Deutsche Bank et Unicredit) ont enfin porté leurs capitaux à des niveaux satisfaisants. Et aujourd'hui, les 26 banques cotées dont la capitalisation boursière est supérieure à 20 milliards d'euros disposent toutes d'un coussin de sécurité (d'au moins 50 points de base/pb) supérieur au ratio de solvabilité CET1 de 10%.

D'autres difficultés sont en passe d'être levées.

- **Réglementation.** L'incertitude sur le plan réglementaire a été levée par la réforme de l'accord Bâle III (parfois appelée Bâle IV) approuvée en décembre. Cette réforme représente la dernière augmentation des exigences de fonds propres pour les banques européennes, de moins de 10% au niveau sectoriel. Surtout, la fin de l'incertitude scellée par cet accord permet aux investisseurs (comme à la direction des banques) de calculer les exigences de fonds propres finales pour chaque établissement, ce qui encouragera probablement davantage d'investisseurs à prendre des positions dans des banques et/ou entraînera une revalorisation du secteur.
- **Taux d'intérêt.** Les investisseurs spéculent depuis mars sur le timing du resserrement à venir de la Banque centrale européenne (BCE), et même si le moment du premier relèvement peut changer, au moins le débat est lancé. La BCE pourrait maintenir le taux de dépôt à -0,40% après la fin de l'assouplissement quantitatif, comme Mario Draghi l'a répété le 26 octobre dernier, et le relever en 2019. C'est là une perspective positive

pour le secteur bancaire, sachant que la sensibilité moyenne des banques européennes à une hausse de 100 pb des taux d'intérêt à court terme est d'environ 15-20% sur les bénéfices avant impôts.

Au-delà de ces difficultés, résolues ou en passe de l'être, certains facteurs ayant joué un rôle moteur dans les récentes révisions de bénéfices à la hausse devraient subsister:

- **Volumes de prêts.** Le rebond de la croissance devrait continuer d'alimenter une reprise des volumes de prêts.
- **Qualité des actifs.** Plus déterminant pour les bénéfices des banques, la qualité des actifs devrait continuer d'évoluer favorablement. Cet aspect est particulièrement important pour les banques d'Europe du Sud, et notamment d'Italie, où le risque systémique a disparu, mais où certains établissements restent fragiles.
- **Retour de capital à l'actionnaire.** Enfin, avec l'amélioration des bénéfices, l'assainissement des bilans et la clarification du cadre réglementaire, les retours de capitaux devraient augmenter. Le rendement du dividende des banques européennes se situe aujourd'hui à 4,1%, dépassant ces dernières semaines le rendement anticipé, en baisse, des intruments de crédit les plus risqués, les AT1. Le rendement du dividende pourrait monter à 4,6% en 2018. S'il est inférieur à ce niveau dans un an, l'explication tiendra peut-être moins à des attentes de dividendes une fois encore trop optimistes qu'à une revalorisation des banques (au détriment du crédit par exemple).

Dans ce contexte, le niveau élevé des marchés du crédit et des marchés actions qui, grâce à une faible volatilité, a dopé les bénéfices des banques dans les activités de gestion d'actifs cette année, constitue peut-être le principal facteur de risque.

DYNAMIQUES POSITIVES AUX ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, où le cycle économique est plus avancé, un certain nombre de facteurs continuent de soutenir le secteur:

- **Taux d'intérêt.** En hausse depuis décembre 2015, les taux d'intérêt ont été relevés pour la troisième fois cette année en décembre, avec plusieurs hausses supplémentaires

Les diverses menaces qui planaient sur la zone euro ces dernières années se sont dissipées

l'an prochain (trois selon la Réserve fédérale américaine). A mesure que les taux augmentent, la sensibilité des bénéfices des banques aux relèvements diminue (aux niveaux actuels, chaque hausse de 100 pb entraîne une hausse d'env. 8% des bénéfices des banques américaines), mais reste positive – ce qui signifie que les marges nettes d'intérêt continueront de progresser.

BANQUES EUROPÉENNES

Difficultés levées	La survie de la zone euro n'est plus menacée Les banques se sont recapitalisées; le désendettement est achevé
Dynamiques positives	La croissance des prêts doit encore s'accélérer La qualité de l'actif des banques devrait continuer d'évoluer favorablement Les perspectives de rentabilité du capital s'améliorent
Dynamiques défavorables	Finalisation prochaine de la réglementation
En voie de résolution	Evolution des perspectives de taux d'intérêt

BANQUES AMÉRICAINES

Dynamiques positives	Taux d'intérêt en hausse Rentabilité du capital (rendement total ~7%), avec potentiel de hausse
Dynamiques potentiellement positives	Transition vers moins de réglementation Réforme fiscale Accélération de la croissance des prêts
Dynamiques négatives	Normalisation progressive de la qualité de l'actif des banques (rares poches d'endettement excessif)

**BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES
LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE**

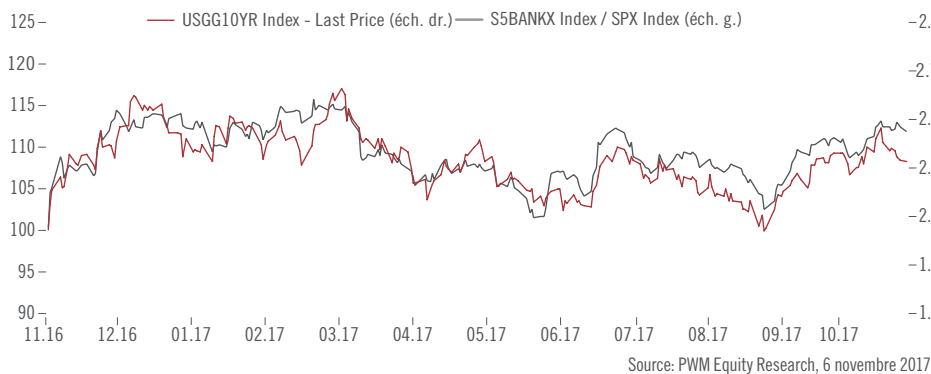
- **Retour de capital à l'actionnaire.** Les retours de capitaux, par le biais des dividendes et des rachats de titres, constituent également un facteur porteur. Les *stress tests* entrepris par la Fed en 2017 ont pour la première fois permis à certains établissements (Citigroup entre autres) de redistribuer plus de 100% des bénéfices générés. L'an prochain, les dividendes pourraient à nouveau augmenter, et la limite de distribution (qui se situe actuellement à un niveau bas de 30%) pourrait être relevée. En moyenne, le rendement du capital total des grandes banques américaines se situe aux alentours de 7% (2% pour les dividendes, et le reste via les rachats d'actions), soit un niveau toujours attractif dans le contexte de marché actuel.
- **Déréglementation.** Le thème de la déréglementation financière gagne du terrain après les propositions soumises en juin par le Trésor américain et la récente nomination de Jerome Powell à la tête de la Fed (à compter de février 2018) et celle de Randal Quarles au poste de gouverneur chargé de la supervision bancaire. Leur programme de déréglementation devrait contribuer à réduire les coûts, les liquidités obligatoires et les exigences de capitaux propres imposées aux banques, ce qui pourrait aussi se traduire par des bénéfices et des versements de dividendes accrus.
- **Réforme fiscale.** Si elle se concrétise, la réforme fiscale devrait également constituer un facteur de soutien. Les financières américaines sont soumises à un taux d'imposition moyen plus élevé (plus de 30%) que le reste du marché (29%)

et une part plus importante de leurs bénéfices est réalisée aux USA (79%, contre 73% pour le S&P 500). Elles devraient donc être parmi les grandes bénéficiaires de la réforme fiscale. En règle générale, une baisse du taux d'imposition de 1% dope les BPA (bénéfices par action) des banques d'environ 1%. Ainsi, une baisse de 35% à 20% pourrait entraîner une hausse des BPA à deux chiffres. L'impact est plus important pour les banques régionales, dont les bénéfices sont exclusivement domestiques.

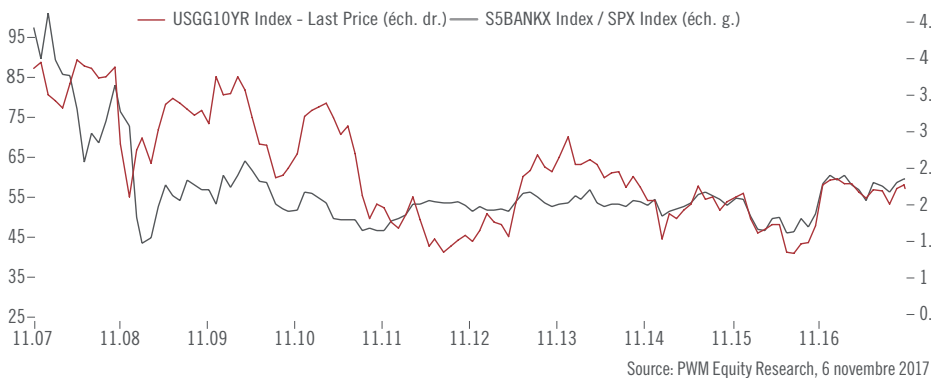
Les banques demeurent un secteur dépendant des données macroéconomiques et des variables de marché

Plusieurs développements favorables aux banques se profilent par ailleurs aux Etats-Unis:

GRAPHIQUE 5: PERF. REL. DES BANCAIRES US ET REND. DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR À 10 ANS SUR L'ANNÉE ÉCOULÉE



PERF. REL. DES BANCAIRES US ET REND. DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR À 10 ANS SUR L'ANNÉE ÉCOULÉE



- **Croissance des prêts.** Enfin, et grâce en partie à la clarification de la réforme fiscale, la croissance des prêts (qui a constamment déçu cette année et se situe actuellement aux alentours de 2% en glissement annuel) pourrait s'accélérer à 3-4%, ce qui alimenterait aussi les bénéfices.

Ces perspectives ne seraient pas complètes sans mentionner un élément moins favorable aux banques américaines: la normalisation de la qualité des actifs. Le cycle économique arrivera bientôt à maturité aux Etats-Unis, avec des taux d'intérêt en hausse, et l'endettement des entreprises atteint déjà des niveaux absolus élevés. Après plusieurs années de pertes marginales sur le front des prêts, la qualité des actifs des banques américaines se détériore à la marge. Les poches d'endettement excessif çà et là constituent une source de préoccupation. Certains établissements ont fait état de pertes sur les cartes de crédit dans leurs récents résultats (Citigroup par exemple); ces pertes restent faibles dans l'ensemble, mais devraient progressivement augmenter avec des taux d'intérêt en hausse. Si elle se concrétise, la réforme

**BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES
LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE**

fiscale pourrait toutefois améliorer la qualité des crédits aux ménages via une croissance plus élevée et une augmentation des salaires.

VARIABLES DES MARCHÉS FINANCIERS

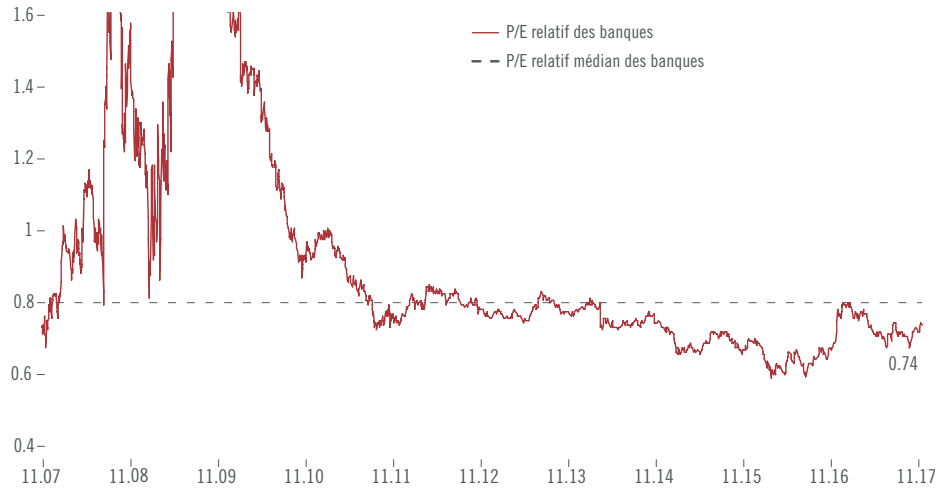
Jusqu'ici tout va bien. Mais les banques demeurent un secteur corrélé à des variables des marchés financiers. Dans quelle direction ces variables vont-elles évoluer? Outre les niveaux des marchés financiers évoqués plus haut, c'est surtout le rendement des obligations qu'il convient de considérer, compte tenu de sa corrélation avec la performance relative des banques sur les marchés actions, à court et à long terme.

Les perspectives pourraient être légèrement plus favorables aux banques américaines qu'aux banques européennes au cours des mois à venir.

Plusieurs aspects de cette corrélation méritent d'être brièvement commentés:

- **Ajustement anticipé.** Premièrement, les mouvements des rendements obligataires (dictés par le marché) précèdent souvent les mouvements des taux d'intérêt à court

GRAPHIQUE 7: RATIO COURS/BÉNÉFICES RELATIF DES BANQUES AMÉRICAINES



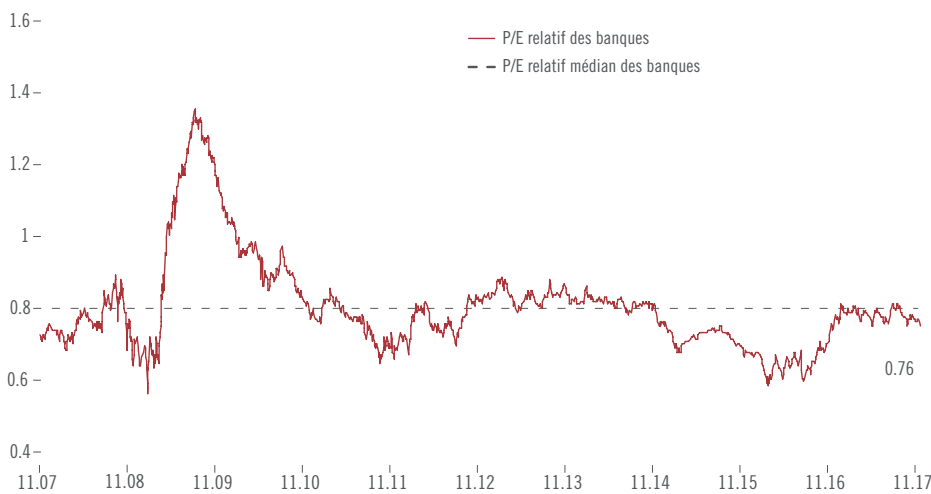
Source: PWM Equity Research, 6 novembre 2017

terme (dictés par les banques centrales), auxquels les banques sont plus ou moins sensibles (jusqu'à 90% pour certaines banques comme Bank of America). Lors d'une accélération de la croissance économique et/ou de l'inflation, le marché s'ajuste souvent à la nouvelle réalité par le biais des rendements obligataires d'abord, avant que les banques centrales ajustent leurs taux directeurs. En ce sens, la corrélation de la performance relative des banques avec les rendements des

obligations ne fait qu'anticiper l'impact des taux d'intérêt sur les bénéfices des banques

- **Secteur de substance (value).** Deuxièmement, le secteur bancaire est un secteur de substance (value), par opposition aux secteurs de croissance comme la santé, la technologie ou la consommation de base. Si les rendements obligataires chutent, les bénéfices futurs des secteurs de croissance valent plus aujourd'hui, ce qui aide ces secteurs à surperformer. La prise en compte des bénéfices à un horizon de plusieurs années en cas de chute des rendements ne change pas grand-chose pour les banques, alors qu'elle est favorable aux secteurs de croissance, mais le mécanisme s'inverse lorsque les rendements obligataires repartent à la hausse.
- **Environnement de taux bas.** Troisième aspect à prendre en considération: le niveau absolu des taux d'intérêt. La corrélation entre la performance relative des banques et les rendements obligataires est plus élevée (au plus haut de tous les secteurs de marché en Europe à l'heure actuelle) lorsque les taux d'intérêt sont bas, comme aujourd'hui. L'explication est simple: les banques réalisent leurs marges sur l'actif (opérations de prêt) et sur le passif (dépôts) de leur bilan. Quand les taux d'intérêt se situent à 2%, si elles cré-

GRAPHIQUE 8: RATIO COURS/BÉNÉFICES RELATIF DES BANQUES EUROPÉENNES



Source: PWM Equity Research, 6 novembre 2017

BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

ditent les déposants et les détenteurs de comptes de 50 pb, elles gagnent 150 pb en marge de dépôt. Si les taux tombent à 50 pb, cette marge descend à zéro – sauf si le versement aux déposants est de zéro, auquel cas elles réalisent tout de même une marge de 50 pb sur les dépôts. Si les taux se situent à zéro ou en dessous, les marges de dépôt peuvent s'inscrire en territoire négatif, ce qui rend difficiles le paiement des réseaux de succursales, frais informatiques et salaires et la réalisation d'une rentabilité acceptable. Ce mécanisme tend à accroître la sensibilité du secteur bancaire à l'évolution des taux d'intérêt, raison pour laquelle la corrélation de la performance des banques avec les taux d'intérêt est plus élevée quand les taux sont bas.

Quoi qu'il en soit, dans l'environnement actuel d'accélération de la croissance économique aux Etats-Unis et en Europe et de retrait des programmes de relance sous forme de QE des banques centrales (voire de réduction de la taille de leur bilan, à l'instar de la

Fed), les rendements obligataires devraient augmenter. Nos prévisions tablent sur un rendement du Bund à 10 ans de 0,9% et un rendement des emprunts du Trésor américain aux alentours de 2,6% fin 2018. Des niveaux qui suggèrent une période de surperformance pour le secteur bancaire sur le marché actions.

Les valorisations doivent aussi être prises en compte, et elles sont globalement neutres. Le graphique ci-dessous montre les ratios cours/bénéfices auxquels s'échange le secteur bancaire par rapport au marché aux Etats-Unis et en Europe, sur la base des estimations de bénéfices futurs. Dans les deux régions, le multiple relatif est d'environ 0,75x, soit un niveau proche du PER relatif moyen sur 10 ans. Certes, l'importante décote à laquelle les banques se traitaient mi-2016 par rapport au multiple à long terme de 0,75x s'est réduite, mais le multiple relatif moyen à 10 ans est lui-même faible, puisqu'il ne comprend que les années post-crise, et se compare à un multiple moyen à plus long terme encore plus proche de 0,8-0,85x.

D'une manière générale, ces prochaines semaines jusqu'à la fin de la période de publication des résultats annuels, les perspectives pourraient être légèrement plus favorables aux banques américaines qu'aux banques européennes – au-delà, les tendances sont favorables. Aux Etats-Unis, la réduction du bilan de la Fed, les relèvements de taux à venir et la dynamique de la dérégulation bancaire et de la réforme fiscale constituent des facteurs de soutien. En Europe, en revanche, l'attitude accommodante affichée récemment par la BCE a repoussé le moment de la première hausse du taux de dépôt, actuellement à -40 pb, à 2019. Mais le débat autour du timing du resserrement monétaire de la BCE devrait être relancé au premier semestre 2018 si l'économie de la zone euro continue d'évoluer favorablement. Et l'accord sur la réforme de Bâle III constitue le dernier acte de la révision réglementaire post-crise et permettra à de nouveaux investisseurs de se positionner face aux banques. ●

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.