

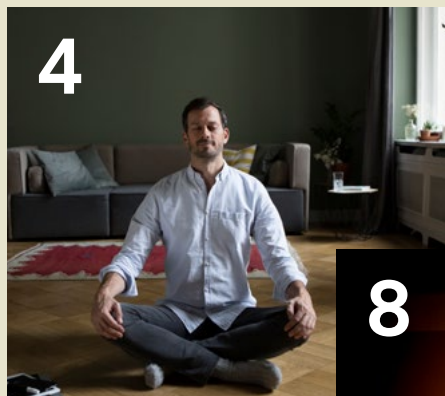
Vontobel

Investors' Outlook

La Chine délaissée par
les investisseurs ?
Non, mais ...

November 2022

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Il est parfois préférable de patienter sans bouger

6 Points saillants du marché

Le marché du travail US est robuste, mais des emplois semblent devoir disparaître

8 Point de vue

Comment les « Cinq Fragiles » sont devenus l'« Irrésistible Quatuor »

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Martin Gelnar

Auteurs*

Stefan Eppenberger
Head of Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber
Investment Strategist,
Vontobel

Thierry Larose
Portfolio Manager, Fixed-Income Analyst,
Vontobel

Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Sven Schubert, PhD
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an (prochaine édition :
décembre 2022 / janvier 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission

des contributions pour cette édition
3 novembre 2022

Remarques

* voir page 17 « Remarques juridiques » :
Confirmation des analystes

La Chine délaissée par les investisseurs ? Non, mais ...

Chers lecteurs,

Le mouvement de liquidation dont les actions chinoises ont fait l'objet après le récent congrès du parti communiste à Pékin a brutalement rappelé à quel point les « risques pays » pouvaient être élevés pour les investisseurs opérant sur les marchés émergents. S'il est vrai que tout le monde savait d'avance que Xi Jinping se verrait accorder un troisième mandat présidentiel, la confirmation téméraire de la politique de la tolérance zéro poursuivie par la Chine à l'égard de la pandémie de Covid-19 a, elle, constitué une véritable surprise pour le marché et réduit à néant les espoirs d'un assouplissement des mesures de restriction. De même, les investisseurs qui misaient sur l'annonce de mesures de relance économique ont vu leurs espoirs douchés. À cela est venu s'ajouter la manière très publique dont l'ancien dirigeant chinois Hu Jintao s'est vu, en dépit de la résistance qu'il semblait y opposer, escorté vers la sortie du congrès. Cela a donné lieu à une spectaculaire démonstration de consolidation du pouvoir et, dans le même temps, soulevé un certain nombre de questions quant aux problèmes de gouvernance pouvant se poser au plus haut niveau.

Alors que les confinements stricts mis en place dans le pays pour lutter contre la pandémie continuent de peser sur l'économie, la situation se trouve aggravée par des problèmes structurels et persistants. Le taux de chômage à deux chiffres qui affecte les jeunes, le vieillissement rapide de la population et le très fort niveau d'endettement des sociétés immobilières chinoises constituent également des défis de grande ampleur. La démondialisation et les récents efforts déployés par les États-Unis pour restreindre l'approvisionnement de la Chine en semi-conducteurs revêtent, en outre, un caractère préoccupant.



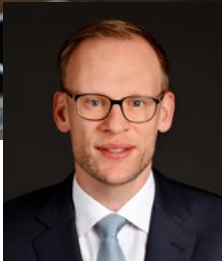
—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Les marchés émergents abritent près des deux tiers de la population mondiale, il est donc impossible de les ignorer. Mais les investisseurs sont toutefois déjà nombreux à avoir commencé à porter leur regard sur des pays moins médiatisés et que la deuxième plus grande économie du monde éclipsait quelque peu jusqu'à présent (« ME hors Chine »). Actuellement, c'est le groupe anciennement connu sous le nom des « Cinq Fragiles » qui pourrait bien offrir la meilleure des opportunités. Pour plus de détails, veuillez consulter l'article de fond que nous consacrons à ce sujet dans la présente édition.

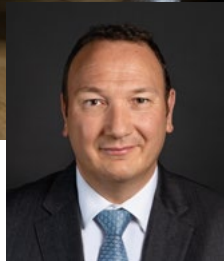
Nous continuerons à suivre de près les marchés émergents, Chine comprise. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, la presse bruisse de spéculations selon lesquelles la Chine pourrait envisager un assouplissement des politiques qu'elle met en œuvre en matière de confinements. En attendant, et de la même manière que pour tous les investissements, la décision finale concernant l'endroit où nous investissons et le moment auquel nous le faisons résulte toujours de la question de savoir si le potentiel de rendement estimé permettra de compenser le risque qui est pris.

→ Webcast

Pour visionner notre webcast sur les récents développements du marché, cliquez [ici](#)



Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Il est parfois préférable de patienter sans bouger

Cela peut sembler contre-intuitif, mais les investisseurs actifs peuvent aussi apprécier les pauses. Dans les périodes turbulentes, il est sage de garder son sang-froid en cas de repli du marché, un peu comme le ferait un yogi contemplant un joggeur haletant.

Prendre une pause pour réfléchir n'est pas synonyme d'inaction. La dernière réunion mensuelle de notre Comité d'Investissement nous a permis d'interroger la légère surpondération des actions annoncée il y a un mois. Nous la maintenons avec une forte conviction, malgré la probabilité d'une récession et la détermination des grandes banques centrales de combattre l'inflation (à juste titre).

Plusieurs facteurs plaident pour un maintien du positionnement sur les actions. Longtemps délaissées du fait de l'inflation négative, du durcissement des banques cen-

trales et de l'invasion de l'Ukraine, les actions ont rebondi. En outre, les fondamentaux qui déterminent le marché ne sont pas si mauvais. Les indices des prix à la consommation devraient se stabiliser puis baisser. Dans le même temps, la dégradation du marché du travail, notamment aux États-Unis, devrait assouplir l'approche des banques centrales en 2023. Les actions des marchés émergents restent sous pression, mais nous les avons déjà rétrogradées.

Notées globalement neutres, les obligations ont été malmenées, mais certains segments atténuent les risques, voire même offrent un rendement. Idem pour les obligations des marchés émergents en monnaies fortes, dont les prix semblent avoir touché le fond. Pour plus de détails, voir p. 5 ou p. 12 à 15 consacrées aux diverses classes d'actifs.

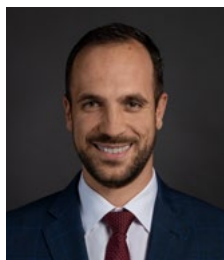
	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		→				Il y a un mois, nous utilisons une partie de nos liquidités pour renforcer notre positionnement en actions. Nous conservons la légère sous-pondération des liquidités qui en a résulté.
2 Obligations			→			Nous restons neutres sur les obligations. Les obligations semblent avoir connu cette année la pire baisse jamais enregistrée, principalement du fait de l'action des banques centrales pour maîtriser l'inflation. En 2023, leur remontée pourraient marquer une pause, voire initier une baisse des taux d'intérêt. Les rendements devraient donc baisser l'an prochain, notamment pour les échéances courtes. Un certain niveau de durée, c.-à-d. des obligations à longue échéance, semble approprié, ce qui suggère une surpondération en titres souverains. Sous-pondérés sur le haut rendement, nous restons neutres sur les obligations d'entreprises Investment Grade. Les rendements dans l'espace des monnaies fortes des marchés émergents paraissent relativement intéressants.
3 Actions				→		La légère surpondération témoigne de notre confiance dans les actions et reflète les attentes misant sur un changement de cap de la Fed au début 2023 face à l'assombrissement des perspectives économiques. Nous continuons à privilégier toujours les actions US et suisses. Ces deux marchés tendent à surperformer quand la croissance mondiale baisse, et leurs sociétés sont généralement plus résilientes en termes de marges bénéficiaires et de rendement des capitaux propres. Nous restons également neutres sur les actions européennes et japonaises après leur relèvement approprié du mois dernier. Le marché européen offre des perspectives pour le long terme, même après l'ajustement des estimations de bénéfices intégrant la probabilité accrue de récession. Si certaines actions semblent attractives face aux actions américaines, il n'est pas inutile de rappeler que le marché européen n'est plus le même qu'en 2008. Depuis, le poids du secteur financier est passé de 30% à moins de 12% et celui des secteurs liés à la consommation – produits discrétionnaires ou de base, p.ex. –, dépasse maintenant les 30%, en partie grâce au luxe. Pour le Japon, la faiblesse du yen stimule les exportations et pourrait renforcer la robustesse des entreprises en cas de ralentissement économique. Quant aux marchés émergents, notre révision à la baisse de ces titres à négatif nous convient.
4 Or				→		Nous restons surpondérés sur l'or malgré l'approche agressive de la Fed et les vents contraires qui en découlent cette année. L'or devrait regagner en vigueur dès que la Fed se montrera moins restrictive. À cela s'ajoute le fait que nous apprécions également l'or pour la couverture qu'il permet d'offrir face aux risques géopolitiques et aux poussées soudaines de pression inflationniste.
5 Matières premières			→			Notre restons neutres sur les matières premières. L'intérêt de cette classe d'actifs tient, p.ex., à de nombreuses années de sous-investissement dans les capacités de production et à la poussée vers une économie plus « verte », dont bénéficieront certains segments. Mais tout ralentissement de la croissance serait néfaste.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons globalement neutres sur les investissements alternatifs, avec une légère sous-pondération sur les hedge funds et un point de vue neutre sur l'immobilier.

Évolution par rapport au mois précédent : identique → augmentation ↗ réduction ↘

Le marché du travail US est robuste, mais des emplois semblent devoir disparaître



—
Michaela Huber
Investment Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Head of Multi Asset Strategy,
Vontobel

Dans sa chanson *My hometown*, son succès de 1985, Bruce Springsteen décrit le coût humain de la fermeture d'une usine textile (« Foreman says, these jobs are going, boys, and they ain't coming back »). Aujourd'hui, la situation de l'emploi US est fondamentalement différente, mais cette chanson reste d'actualité. Après une longue embellie, le marché du travail commence à ressentir la froide brise que lui souffle la Fed.

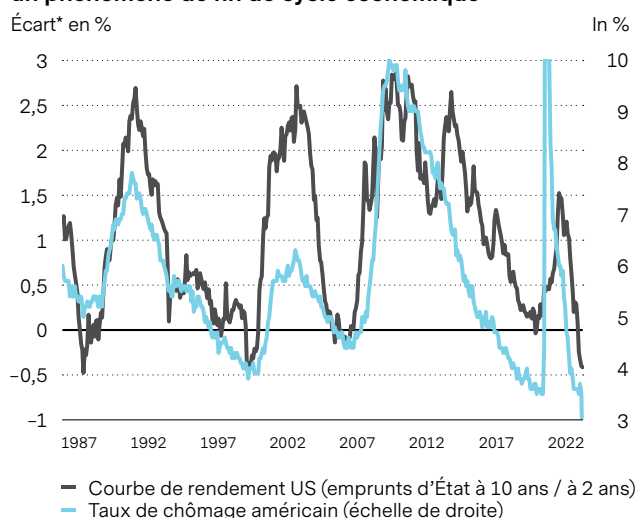
Ces derniers mois, les indicateurs économiques ont faibli les uns après les autres. Les indices des directeurs d'achat sont passés sous les 50 points, diverses enquêtes menées auprès des entreprises dressent un sombre tableau et la confiance des consommateurs est en berne.

Le « dernier employé debout » va s'effondrer

Le dernier bastion fort était le marché du travail US. Multipliant les offres d'emploi, ils affichaient des centaines de milliers d'embauches par mois. Le taux de chômage évoluait même cet été à son plus bas niveau depuis 50 ans (cf. graph. 1). Cela n'a pas échappé à l'autorité monétaire US. À chaque réunion, le président de la Fed, Jerome Powell, soulignait que le marché du travail « très, très fort » permettait un durcissement agressif de la politique monétaire pour empêcher la surchauffe de l'économie.

Les récentes données montrent que ce durcissement commence à se faire sentir. En août, le nombre d'offres d'emploi avait déjà chuté de plus d'un million, soit la plus forte baisse depuis le début de la pandémie (cf. graph. 2).

Graph. 1 : La tension du marché du travail US est un phénomène de fin de cycle économique



* Plus l'écart de rendement (spread) est élevé, plus la probabilité de récession est faible. Les indicateurs négatifs indiquent que les taux d'intérêt à court terme sont supérieurs aux taux à long terme, signe de difficultés économiques

Source : Refinitiv Datastream, Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, Vontobel

Ceci cadre bien avec les données de l'association The Conference Board et la prudence des consommateurs US qui en ressort quant à leurs perspectives d'emploi. Pour l'heure, le refroidissement du marché du travail ne se traduit pas encore par une hausse significative du taux de chômage. Mais cela devrait changer au cours des mois à venir. Avec la détérioration du contexte macroéconomique, l'inflation toujours élevée et la politique monétaire restrictive, la récession semble inévitable et le chômage pourrait alors augmenter d'au moins 1% à 2%. Cela se produit généralement lorsque les coûts des sociétés commencent à atteindre le niveau des revenus, or, ces derniers temps, les coûts ont augmenté et la croissance du PIB a ralenti.

Freiner les salaires et la consommation

Qu'est-ce que cela signifie pour la croissance des salaires ? Les indicateurs avancés couramment utilisés suggèrent que la pression salariale devrait diminuer (cf. graph. 2). Cela devrait aussi avoir une incidence sur la consommation, même si celle-ci est déjà sous pression du fait de l'inflation élevée. Une spirale prix-salaires du type de celle des années 1970 nous semble donc peu probable.¹

Certains faucons de la Fed s'adoucissent

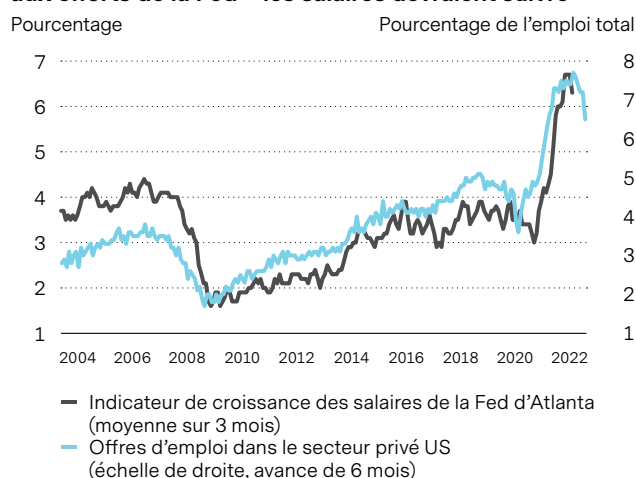
Une politique monétaire plus accommodante devrait finalement en découler. La Fed a, de fait, toujours abaissé les taux d'intérêt lorsque le taux de chômage augmentait de manière significative (cf. graph. 3). Certains membres de la Fed ont, par ailleurs, évoqué un éventuel « pic d'agressivité » au début de 2023, pic après lequel la banque centrale pourrait commencer à desserrer la vis monétaire. Mary C. Daly, de la Fed de San Francisco, a, en outre, indiqué que si les taux pouvaient encore augmenter, le moment était d'« envisager un ralentissement ». En résumé : un chômage élevé réduit la consommation et la

croissance, exerce une pression sur les salaires et l'inflation, et pousse la banque centrale à assouplir sa politique monétaire.

Qu'est-ce qui pourrait permettre de contenir le chômage ?

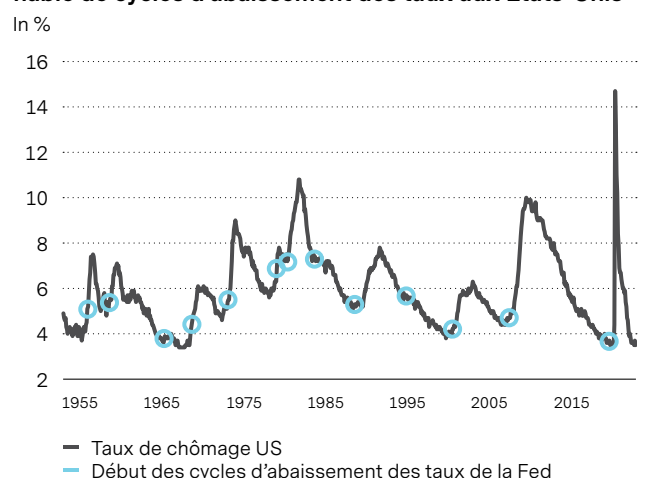
Plusieurs facteurs pourraient maintenir le chômage à un niveau structurellement ou cycliquement bas. Le taux d'activité de la population active reflète ainsi la part de personnes économiquement actives dans une population de référence. Le taux d'activité de la population active US s'est effondré en 2020 avec la pandémie, notamment parce qu'un grand nombre de travailleurs âgés ont quitté la population active, du fait des inquiétudes de cette cohorte face à la pandémie, de complications de santé ou de l'utilisation de la richesse personnelle pour une retraite anticipée. Ce taux est aussi affecté par les tendances démographiques générales (« baby-boomers » vieillissants) et la baisse de l'immigration (du fait des restrictions liées à la Covid, des retards dans le traitement des visas, etc.). La « courbe de Beveridge », qui représente la relation entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants, est également importante. Elle est généralement descendante, avec un taux de vacances qui diminue quand le taux de chômage augmente. La Fed mise toutefois sur une autre équation et cherche à faire baisser l'inflation en faisant baisser le nombre d'offres d'emploi sans être confrontée à la perspective d'une hausse significative du taux de chômage. Un problème se pose toutefois : la réduction des postes vacants ne permet pas aux sociétés de préserver leurs bénéfices, la suppression d'emplois existants, si. Il est donc peu probable que des emplois ne soient pas supprimés. Enfin, le chômage américain pourrait également être contenu par une démondialisation accrue via, p. ex., le « re-shoring » des chaînes d'approvisionnement critiques pour stimuler la demande de main-d'œuvre locale.

Graph. 2 : Forte baisse des offres d'emploi, conformément aux efforts de la Fed – les salaires devraient suivre



Source : Datastream, Atlanta Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, Vontobel

Graph. 3 : La hausse du chômage est un déclencheur fiable de cycles d'abaissement des taux aux États-Unis



Source : Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, Vontobel

¹ À cela s'ajoute le fait que les travailleurs américains sont également moins bien organisés aujourd'hui que dans les années 1970. Selon le département américain du Travail, le taux de syndicalisation est en effet passé d'environ 30% en 1970 à seulement 10% en 2021.



Comment les « Cinq Fragiles » sont devenus l'« Irrésistible Quatuor »

En 2001, Jim O'Neil, qui officiait à l'époque en qualité d'économiste chez Goldman Sachs, forgea le terme BRICS pour désigner les économies émergentes à croissance rapide que constituaient alors le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et, plus tard, l'Afrique du Sud. Ce genre d'acronyme a toutefois tendance à perdre de sa pertinence au fil du temps. En 2001, les BRICS étaient les pays du futur. Aujourd'hui, seuls deux d'entre eux affichent un PIB par habitant plus élevé qu'il y a dix ans : la Chine et l'Inde. Le Brésil, la Russie et l'Afrique du Sud risquent, quant à eux, de rester encore longtemps des pays du futur.



—
Thierry Larose
Portfolio Manager,
Fixed-Income Analyst,
Vontobel

10 Point de vue

Cela nous amène à l'été 2013, lorsqu'un analyste de Morgan Stanley avait imaginé l'expression des « Cinq Fragiles », en référence à un ensemble de cinq pays émergents emblématiques : le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie. Ce groupe était supposé être très affecté par le « taper tantrum » provoqué en mai 2013 par la Fed lorsqu'elle avait choqué le marché obligataire en laissant entendre qu'elle envisageait de réduire sous peu le troisième cycle de son programme d'achat d'actifs connu sous le nom d'assouplissement quantitatif (ou simplement « QE3 » si vous voulez passer pour un expert incontournable).

La raison pour laquelle ces pays semblaient fragiles tenait à plusieurs constats :

- En 2013, ils présentaient tous une balance des paiements marquée par d'importants déséquilibres (du fait de déficits excessifs et persistants des comptes courants, voir graph. 1) qu'il leur fallait financer par des flux de portefeuille de dette (investisseurs étrangers apportant des dollars US pour acheter des obligations locales).
- Les flux de portefeuilles de dette ont tendance à privilégier les endroits où les taux d'intérêt corrigés de l'inflation se révèlent plus attractifs que dans les bons du Trésor américain. Cela n'était pas le cas des Cinq Fragiles, de sorte que les investisseurs étrangers ne trouvaient aucun intérêt à acheter les obligations locales de ces pays.

Puis il y en eu quatre

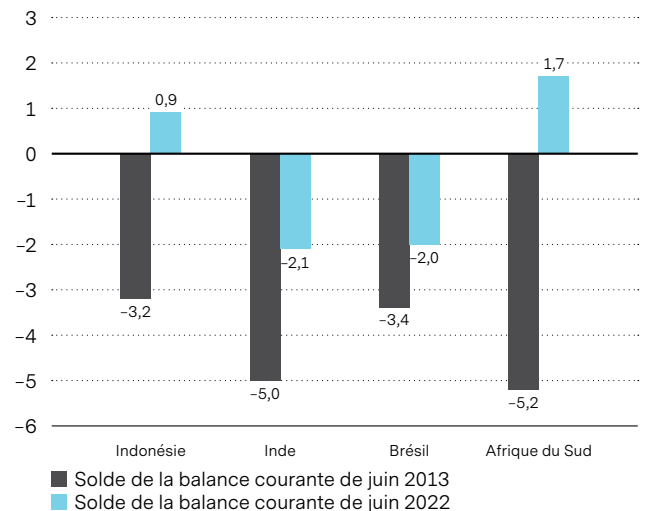
Sur les Cinq Fragiles d'origine, l'Indonésie est le pays qui est le mieux parvenu à tenir ses promesses; cela lui a permis d'enregistrer la réussite la plus remarquable des économies émergentes au XXI^e siècle. Croissance forte et inclusive, dynamique de réforme ininterrompue, stabilité politique, institutions crédibles, politiques économiques vertueuses : tous les éléments semblent réunis pour attirer les investisseurs étrangers. De juin 2013 à juin 2022, le solde de la balance courante de l'Indonésie est ainsi passé de -3,2 à +0,9% du PIB et le rendement réel des emprunts d'État à 10 ans (rendement nominal moins taux d'inflation) de +1,0 à +5,9% (données du mois d'octobre 2022). Et c'est ainsi que les Cinq Fragiles devinrent les Quatre Fragiles.

Puis il y en eu trois

À l'époque du « taper tantrum », l'Inde se trouvait confrontée à de nombreux et graves problèmes structurels tels que, pour n'en citer que quelques-uns, une corruption massive, des services publics défectueux, des infrastructures médiocres et des secteurs bancaire et énergétique en difficulté. Depuis 2014, cependant, la mise en œuvre, par l'administration du Premier ministre Narendra Modi, de politiques économiques favorables au marché a donné lieu à une amélioration drastique des comptes extérieurs et a permis de financer une partie des déficits courants restants via des investissements directs étrangers, ce qui constitue une source de financement bien plus stable que des flux de portefeuille. La banque centrale indienne en a profité pour accumuler

Graph. 1 : Tendances à l'amélioration des soldes de la balance courante de certaines économies émergentes

Solde de la balance courante en % (les chiffres négatifs sont des déficits)



Source : Bloomberg, Vontobel

une immense quantité de réserves de change dont le montant est désormais suffisamment important pour couvrir près de 12 mois d'importations.

Considérée sur le strict plan de la balance courante, l'Inde demeure, du fait de sa forte dépendance aux importations de pétrole, parmi les moins solides des ex-Cinq Fragiles, mais sa situation s'est améliorée. De juin 2013 à juin 2022, le solde de la balance courante de l'Inde est ainsi passé de -5 à -2,1% du PIB et le rendement réel des emprunts d'État à 10 ans de -2,7 à +4,2% (données du mois d'octobre 2022). Et c'est ainsi que les Quatre Fragiles devinrent les Trois Fragiles.

Puis il y en eu deux

Depuis qu'il a commencé à accumuler des réserves de change il y a maintenant 20 ans, le Brésil n'a jamais vraiment eu de problème avec sa balance des paiements. En 2013, les problèmes les plus graves auxquels le pays était alors confronté étaient celui de la croissance excessive du crédit (subventionné par les banques d'État), une série d'expériences hasardeuses en matière de politique économique et une surévaluation choquante du real brésilien, laquelle avait déclenché une véritable frénésie de biens importés. La profonde récession qui suivit mis un terme à tout cela.

Depuis, le real brésilien a perdu deux tiers de sa valeur nominale face au dollar US, ou la moitié de sa valeur après correction du différentiel d'inflation, et les déséquilibres extérieurs se sont alors ajustés de manière automatique. Le problème est résolu. De juin 2013 à juin 2022, le solde de la balance courante de du Brésil est ainsi passé de -3,4 à -2,0% du PIB et le rendement réel des emprunts d'État à 10 ans de -3,7 à +8,9% (données du mois d'octobre 2022). Et c'est ainsi que les Trois Fragiles devinrent les Deux Fragiles.

Puis il y en eu un

Depuis la crise financière mondiale de 2008/2009, l'Afrique du Sud souffre d'une stagnation de son revenu par habitant, d'un taux de chômage élevé et d'inégalités considérables en matière de revenus. Au-delà des défis économiques auxquels la plupart des économies émergentes devraient de toute façon se trouver normalement confrontées, le développement de l'Afrique du Sud a été profondément sapé par l'action du vaste système de corruption baptisé « capture de l'État » mis en place sous l'ancien président Jacob Zuma.

Les choses ont changé en 2018 avec l'élection de Cyril Ramaphosa à la présidence de la République. Nul doute que ses plans visant à relancer la croissance économique en s'attaquant à la corruption, à la pauvreté, aux inégalités et au chômage auront probablement besoin de plusieurs cycles électoraux pour porter leurs fruits (à condition que ses successeurs suivent la même voie réformatrice dans laquelle il s'est engagé). Mais, l'amélioration du climat d'investissement et des termes de l'échange des matières premières, ainsi que la part plus élevée prise par l'agriculture dans le panier d'exportation alimentent des raisons d'être optimiste. De juin 2013 à juin 2022, le solde de la balance courante de l'Afrique du Sud est ainsi passé de -5,2 à +1,7% du PIB et le rendement réel des emprunts d'État à 10 ans de +1,4 à +8,0% (données du mois d'octobre 2022). Et c'est ainsi que les Deux Fragiles devinrent Un Fragile.

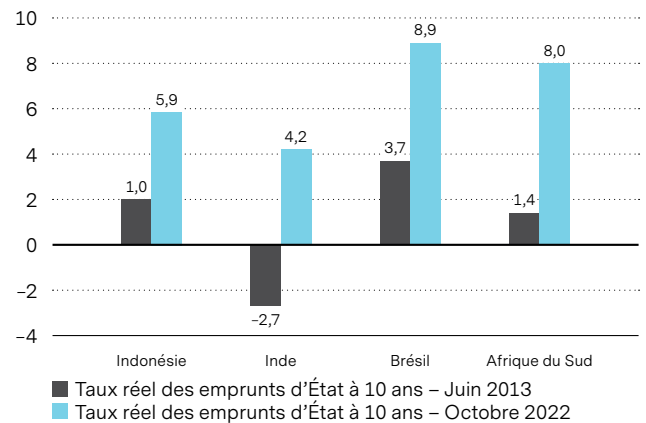
Le dernier pays en difficulté

La Turquie n'est plus le pays émergent typique par excellence. Le populisme non libéral et les délires de grandeur du gouvernement se sont traduits par la mise en œuvre de politiques économiques toxiques qui ont entraîné une crise de la balance des paiements et une inflation galopante. À -3,9% du PIB, le solde de la balance courante ne semble pas si alarmant, mais le niveau des réserves nettes de change est aussi bas qu'en 2004, alors que le pays sortait tout juste d'une profonde crise bancaire. Quant au rendement réel des emprunts d'État à 10 ans, il s'établit maintenant aux alentours du chiffre choquant de -68% (octobre 2022).

La Turquie est un pays d'une grande beauté, doté d'une économie dynamique et diversifiée, où les entrepreneurs locaux sont réputés pour leur sens aigu du commerce. La Turquie est aussi une puissance géopolitique, elle constitue un nœud stratégique majeur entre l'Est et l'Ouest, et joue le rôle d'un arbitre de tout premier plan dans les conflits régionaux. Elle constitue l'un de ces pays essentiels (l'Égypte en est un autre) que nul ne souhaiterait voir sombrer dans le chaos. Nous ne pouvons qu'espérer que la situation se stabilise et se redresse bientôt; pour l'heure, cependant, force est de constater que la Turquie n'est plus une économie émergente faisant la meilleure des figures.

Graph. 2 : Avantage considérable des obligations de l'« irrésistible quatuor » sur les obligations US à dix ans

Avantage de rendement réel en % par rapport aux bons du Trésor US



Source : Bloomberg, Vontobel

De solides soldes de comptes et des taux excellents

Il n'y a pas à tergiverser : la peur de la récession, de l'inflation et des crises géopolitiques qui ébranlent la confiance des investisseurs fragilisent l'économie mondiale. Sur le groupe des Fragiles d'origine, cependant, alors que l'économie de la Turquie tient plus du derviche tourneur que des délices du loukoum, l'Indonésie, l'Inde, l'Afrique du Sud et le Brésil sont, eux, parvenus à renforcer leur économie au point de ne plus pouvoir être classés comme fragiles.

L'objectif que nous poursuivons ici ne vise pas à brosser un tableau trop rose des économies émergentes. Les défis à relever subsistent et l'appétit pour les actifs risqués devrait, d'une manière générale, rester modéré jusqu'à ce que les pressions inflationnistes mondiales commencent à s'atténuer et que l'économie chinoise se remette à tourner à plein régime. Mais pour les obligations émises par des marchés émergents dans leurs devises locales respectives, le narratif qui avait déclenché la séquence de liquidations prolongée entre 2013 et 2021 est terminé. Les déficits des comptes courants ne constituent qu'une fraction de ce qu'ils représentaient auparavant, et les taux locaux des marchés émergents sont excellents par rapport à ceux des marchés développés. Cela signifie que des opportunités de rendement existe, de rendement réel. Il suffit, pour s'en persuader, de regarder l'écart de rendement réel existant par rapport aux bons du Trésor américain, lequel va de +4,2 (Inde) à +8,9% (Brésil), comme le montre le graphique 2. Au vu des besoins de financement externe moindres et des rendements bien plus élevés qu'il présente, il y a vraiment tout lieu de s'intéresser à l'« Irrésistible Quatuor ».

Nulle part où s'abriter, mais certains segments sont prometteurs



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

De mauvais à pire, puis mauvais. Les investisseurs obligataires n'ont vraiment nulle part où s'abriter cette année. Pour les plus résistants d'entre eux cette année sera l'occasion de prouver leur valeur. Nous maintenons notre point de vue neutre sur le segment des titres obligataires et réitérons l'ensemble de nos points de vue sur les sous-classes d'actifs.

Le tableau de l'inflation ne s'est pas encore éclairci dans sa globalité. Alors que les principaux indicateurs US affichent des signes de ralentissement après avoir atteint un pic cet été, l'inflation sous-jacente (l'inflation dite « de base ») mettra, elle, plus de temps à baisser. Certains éléments nous semblent néanmoins indiquer que le robuste marché du travail US est sur le point de s'affaiblir. La trajectoire que prend l'inflation (plutôt en baisse) et l'évolution du chômage (plutôt en hausse) offriront à la Fed une fenêtre lui permettant de se montrer moins restrictive au début de 2023.

L'incertitude politique demeure un sujet de préoccupation

Le niveau élevé de l'incertitude géopolitique n'a pas non plus changé. La guerre que mène la Russie contre l'Ukraine est entrée dans son neuvième mois, sans qu'aucun dénouement ne semble en vue. La dichotomie Est-Ouest devrait s'accroître encore davantage. Après s'être vu accordé un troisième mandat, le président chinois Xi Jinping a promis de mener la Chine à la domination mondiale à l'horizon 2049.

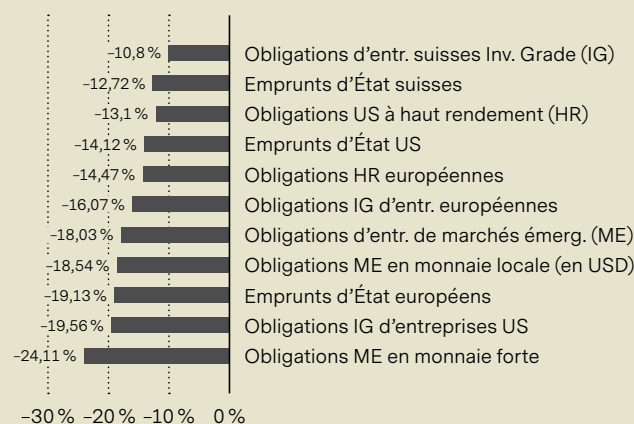
Cela nous amène aux obligations des marchés émergents, lesquelles ont connu une nouvelle séquence de liquidation importante, notamment dans le compartiment des monnaies fortes (cf. graph. 1). Cela étant, nous conservons un point de vue légèrement positif sur la dette des marchés émergents en monnaies fortes, où les valorisations ont enregistré un repli tel qu'elles en sont devenues plutôt attractives.

Les obligations en francs suisses se maintiennent

Sur le plan plus conventionnel des titres obligataires, c.-à-d. dans la tranche des marchés développés considérés de manière générale, nous continuons de privilégier les emprunts d'État aux émissions Investment Grade (IG, notation neutre) et à haut rendement (HR), que nous sous-pondérons. Les écarts IG et HR, c.-à-d. la différence de rendement par rapport aux obligations de référence à faible risque, se sont creusés, mais leurs prix devront peut-être encore baisser davantage avant de susciter l'intérêt des acheteurs.

Graph. 1 : Une dette des marchés émergents malmenée, les titres des entreprises suisses moins touchés

Rendements totaux depuis le début de l'année en USD



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel (données du 26 Octobre 2022)

Graph. 2 : Les obligations des marchés émergents en monnaies fortes suscitent à nouveau l'intérêt

Spread (ajusté en fonction des taux) en %



Source : Bloomberg, Refinitiv Datastream, Vontobel

Résultats solides, mais une suite qu'il convient de bien évaluer



— **Stefan Eppenberger**
Head of Multi Asset Strategy,
Vontobel

La récente saison des bénéfices n'a pas déçu et a en partie permis le rebond des actions depuis la mi-octobre. Le ralentissement mondial devrait malgré tout peser sur les bénéfices des entreprises au cours des mois à venir. Les investisseurs doivent donc évaluer avec soin les décisions qu'ils prendront.

Depuis la mi-octobre, les marchés des actions ont progressé de plus de 10%. Ce rebond rappelle celui de l'été, durant lequel les hausses étaient encore plus importantes. Dans les deux cas, le contexte alliait un optimisme extrême des investisseurs et un espoir d'assouplissement de la politique monétaire US. Les résultats trimestriels étonnamment bons des sociétés cotées ont aussi joué un rôle de soutien. À l'heure où nous écrivons, près 70% des sociétés US ont dépassé les attentes du marché pour leurs résultats du 3^e trimestre. Cela est légèrement inférieur aux derniers trimestres, mais proche de la moyenne à long terme (cf. graph. 1). Satisfaits, les investisseurs ont passé des ordres d'achat.

Gains importants du secteur énergétique

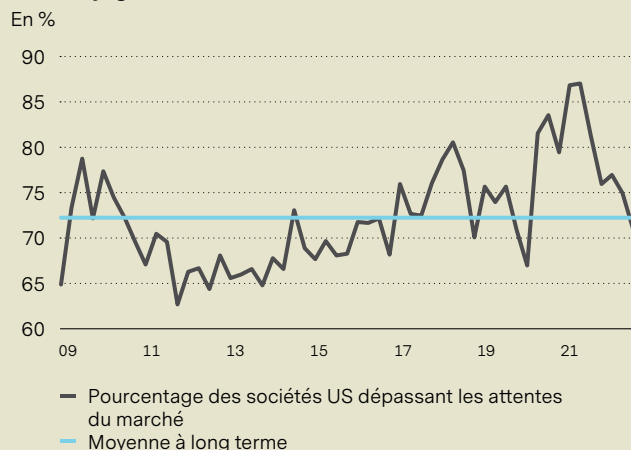
La révision à la baisse des attentes laisse toutefois un goût amer. Car, même si les bénéfices ont progressé

de 2,2% en moyenne sur un an, sans ceux du secteur énergétique – gonflés par la flambée des prix de l'énergie –, ils sont néanmoins en baisse de 5,1%. Les sociétés déjà aux prises avec la flambée des coûts font partie des principales victimes. La vigueur du dollar US a également pesé sur les bénéfices des entreprises américaines réalisés à l'étranger. En revanche, les sociétés dotées de marques fortes ont pu palier la hausse des dépenses en augmentant leurs prix, parfois jusqu'à 20% dans la consommation de base. Dès que l'inflation fléchira, de nombreuses sociétés devraient en bénéficier. Dans le même temps, la politique monétaire stricte et le ralentissement qui en résulte continueront de grever les bénéfices. Les analystes devraient de nouveau abaisser leurs estimations de bénéfices (cf. graph. 2).

Cela étant, les actions méritent leur place dans les portefeuilles. D'où notre légère surpondération. Les partisans des actions attendent impatiemment une révision à la hausse des prévisions de bénéfices, mais il faudra une nette amélioration des perspectives pour que le marché des actions décolle. Cela vaut notamment pour les actions cycliques, dont les bénéfices dépendent du cycle conjoncturel.

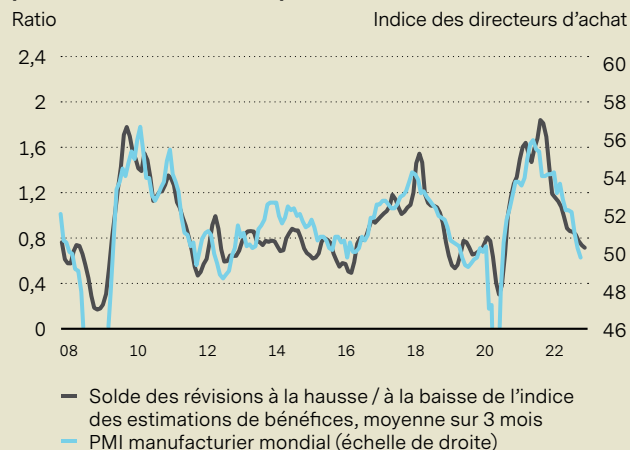
D'autres secteurs auront besoin d'un signe de la Fed. Fortement malmenées, les valeurs de croissance, ainsi que certains titres défensifs – actions de sociétés pharmaceutiques ou alimentaires connaissant une demande généralement stable – devraient surperformer dès que la Fed changera de cap. Nous restons donc tactiquement surpondérés sur les marchés américains et suisses et leurs nombreuses valeurs de croissance et défensives.

Graph. 1 : Au T3, les bénéfices des sociétés US ont été jugés satisfaisants



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Ralentissement économique : les analystes pourraient réduire leurs prévisions



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

L'Arabie Saoudite détient la clé de la production de pétrole brut



—
Stefan Eppenberger
Head of Multi Asset Strategy,
Vontobel

Les baisses de production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont stabilisé le marché pétrolier. Un prix plancher semble s'être formé aux alentours de 80 dollars US. Les États membres n'essayant plus de gagner des parts de marché via des offres bon marché, le pétrole devrait augmenter à long terme.

Le ralentissement économique réduit la demande de pétrole (cf. graph. 1) et les cours sont inférieurs à ceux antérieurs à l'invasion de l'Ukraine. Le cours actuel d'env. 80 dollars US semble juste à des marchés financiers davantage inquiets de la croissance que de la faiblesse pluriannuelle des stocks mondiaux, théoriquement positive pour le pétrole. Parallèlement, la tendance baissière de juin dernier semble s'être arrêtée. Cela tient surtout aux baisses de production de l'OPEP.

L'or noir a peut-être cessé sa chute, mais selon la période de référence, son prix est encore assez élevé. Alors pourquoi l'Arabie saoudite chercherait-elle à en pousser davantage le prix ? L'objectif officiel de l'OPEP vise à compenser une baisse de la demande mondiale sur les budgets de ses membres. Le cartel estime aussi que des prix plus élevés inciteraient à développer de nouveaux projets. Ces deux arguments ne peuvent être rejetés,

mais ils ne tiennent pas vraiment. La volonté de l'OPEP de soutenir activement le secteur, concurrents compris, laisse en effet dubitatif. Cela est d'autant moins crédible, que les relations entre l'Arabie saoudite et les États-Unis se sont fortement détériorées depuis l'élection de Joe Biden.

L'OPEP poursuit plus probablement des intérêts personnels. Leader incontesté du groupe, l'Arabie saoudite doit répondre aux exigences d'une population jeune en forte croissance. Cela nécessite un budget important que seuls le pétrole et le gaz peuvent lui fournir.

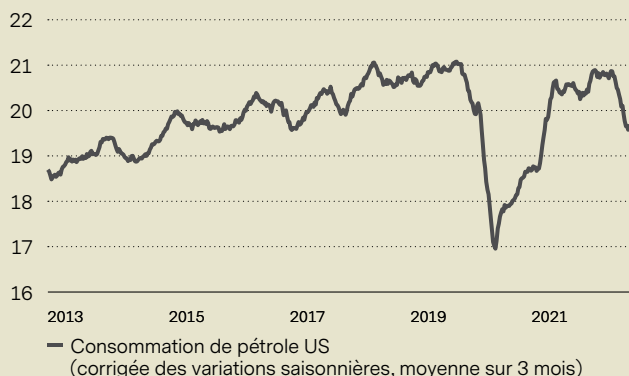
La lutte pour des parts de marché via la baisse des prix est terminée

En outre, la lutte que se livraient les États membres de l'OPEP pendant la pandémie de Covid-19 pour des parts de marché via des baisses des prix est terminée. Lié à une réglementation accrue, à la transition énergétique et aux pénuries de matériaux et de main-d'œuvre, le déclin des investissements réalisés dans les capacités de production des pays non affiliés à l'« OPEP plus » (OPEP et Russie) est également propre à soutenir les prix. Cela vaut notamment pour le pétrole de schiste aux États-Unis, pourtant en plein essor avant la Covid.

Plus puissante, l'OPEP (lire : l'Arabie saoudite) peut facilement augmenter sa part de marché mondiale, ce qui a déjà entraîné des hausses du pétrole dans le passé (cf. graph. 2). Riyad semble pour cela même prêt à vexer Washington.

Graph. 1 : La demande de pétrole US s'est sensiblement redressée

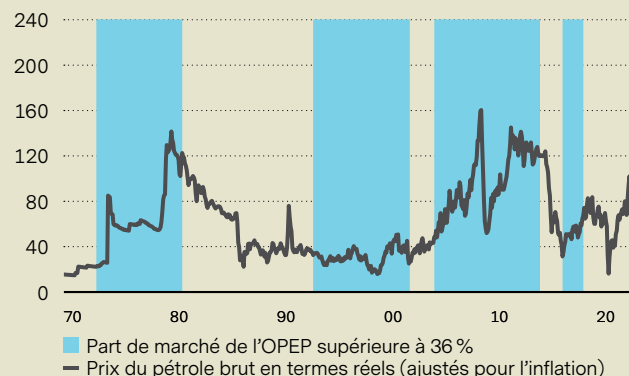
Millions de barils par jour



Source : Energy Information Administration (EDA), Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : En général, les prix du pétrole augmentent lorsque l'OPEP augmente son emprise

En USD



Source : Energy Information Administration (EIA), Refinitiv Datastream, Vontobel

Franc en hausse, yen en baisse, mais quelle force à long terme ?



Sven Schubert, PhD
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Malgré sa piètre performance depuis le début de l'année, la monnaie japonaise est, après le franc suisse, la deuxième monnaie la plus forte depuis la fin du système de Bretton Woods en 1973. Si sa robustesse à long terme ne compte pas pour l'instant, elle pourrait bientôt se redresser lorsque la Banque du Japon (BoJ) changera de cap. Le franc suisse devrait rester fort.

En Suisse et au Japon, la hausse relativement faible des prix à la production et à la consommation a conduit à un gain de compétitivité des deux pays et a constitué un atout à long terme pour les deux monnaies. L'extraordinaire faiblesse du yen depuis le début de l'année (cf. graph. 1) tient à la souplesse de la banque centrale qui a même surpris les observateurs du marché. L'inébranlable défense de la courbe des taux d'intérêt des emprunts d'État par la BoJ a fortement déprécié la monnaie et entraîné une intervention du ministère des Finances sur le marché des changes. Le yen risque encore de souffrir à court terme, mais la situation devrait se normaliser du fait de la baisse des anticipations de taux américains ou d'une politique monétaire japonaise plus stricte.

Un solide ancrage suisse

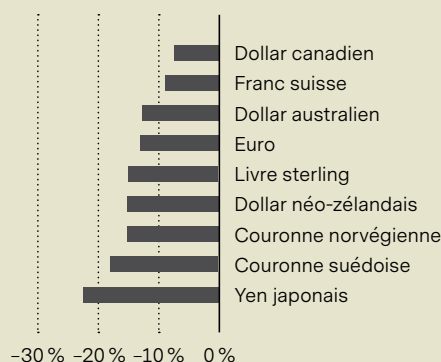
Sortant de l'ombre de la Banque centrale européenne (BCE), la Banque nationale suisse (BNS) a commencé à durcir sa politique et précédé en cela son homologue de Francfort. La crise énergétique européenne et le risque de récession qui se profile ont permis au franc suisse de s'apprécier face à l'euro. Le mix énergétique plus diversifié de la Suisse et sa moindre dépendance vis-à-vis de la Russie ont permis à une partie des sociétés suisses de renforcer leur compétitivité relative de manière significative et de compenser l'effet négatif de l'appréciation du franc. Le maintien d'une pression haussière sur les prix énergétiques pourrait soutenir la monnaie suisse au cours des prochains mois.

Le rebond du dollar est bien avancé

Le dollar US pourrait perdre un allié important cet hiver : les anticipations de taux. Le durcissement politique le plus fort depuis le mandat de Paul Volcker à la Fed dans les années 1980 explique en partie l'étonnant rebond 2021-2022, qui a vu le dollar US gagner 22% contre l'euro et en termes pondérés des échanges depuis juin 2021. Même si la Fed a déçu des espoirs d'une politique plus accommodante début novembre, les taux de base US ne devraient pas augmenter beaucoup plus. La BCE a, elle, de bonnes raisons de rester agressive face à la hausse de l'inflation dans la plupart des économies de la zone euro. Le stade auquel le taux de change EUR / USD pourrait se retourner dépendra aussi de la guerre en Ukraine, des prix énergétiques en Europe et du ralentissement mondial. Il semble toutefois que la forte appréciation du dollar US entre dans sa phase finale.

Graph. 1 : Le yen est la monnaie des marchés développés qui a le plus reculé cette année

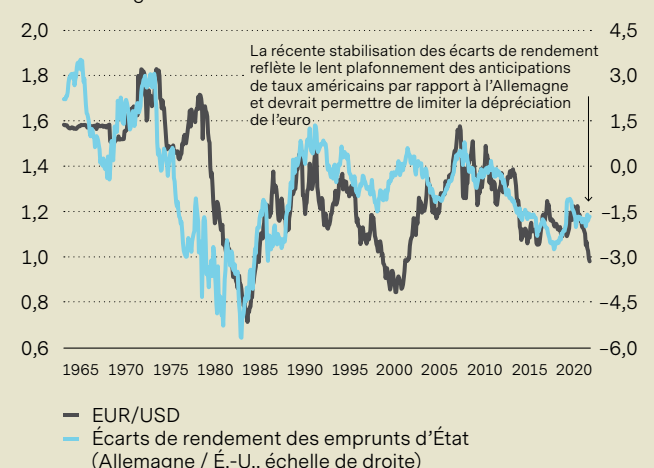
Performance des monnaies depuis le début de l'année face à l'USD



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel (données du 31 octobre 2022)

Graph. 2 : Les écarts de taux d'intérêt ne soutiennent plus le dollar

Taux de change



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2020-2023

La liste suivante présente les valeurs effectives, cours de change et prix pour le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et les prévisions d'inflation, les taux directeurs, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2020 à 2021, ainsi que les prévisions du consensus pour 2022 et 2023.

PIB (EN %)	2020	2021	ACTUEL¹	CONSENSUS 2022	CONSENSUS 2023
Mondial (G20)	-2,6	5,2	1,7	2,4	2,0
Zone euro	-6,3	5,3	0,2	3,0	-0,1
États-Unis	-3,4	5,7	1,8	1,7	0,4
Japon	-4,7	1,8	1,6	1,6	1,4
R.-U.	-9,3	7,2	0,2	4,2	-0,4
Suisse	-2,5	3,8	2,5	2,2	0,8
Australie	-2,1	4,9	0,9	4,0	2,0
Chine	2,2	8,1	3,9	3,3	4,8

INFLATION	2020	2021	ACTUEL²	CONSENSUS 2022	CONSENSUS 2023
Mondial (G20)	1,7	3,3	7,4	7,3	5,0
Zone euro	0,3	2,6	10,7	8,3	5,6
États-Unis	1,2	4,7	8,2	8,0	4,1
Japon	0,0	-0,3	3,0	2,3	1,5
R.-U.	0,9	2,6	10,1	9,0	6,3
Suisse	-0,7	0,6	3,0	2,9	2,0
Australie	0,9	2,9	7,3	6,4	4,5
Chine	2,5	0,9	2,8	2,2	2,4

TAUX DE LA BANQUE CENTRALE (EN %)	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	-0,50	1,50	2,48	2,40
USD	1,75	0,25	4,00	4,85	4,35
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,04	-0,06
GBP	0,75	0,25	3,00	4,20	4,15
CHF	-0,69	-0,76	0,50	1,36	1,31
AUD	0,75	0,10	2,85	3,35	3,30
CNY	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN %)	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,6	-0,20	2,29	2,29	1,92
USD	0,9	1,50	4,15	3,83	3,44
JPY	0,0	0,10	0,26	0,21	0,22
GBP	0,2	1,00	3,56	4,09	3,69
CHF	-0,5	-0,10	1,18	1,66	1,42
AUD	1,0	1,70	3,85	3,95	3,50

TAUX DE CHANGE	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2023
CHF / EUR	1,08	1,04	0,99	0,97	1,00
CHF / USD	0,88	0,91	1,00	0,99	0,95
CHF / 100 JPY	0,86	0,79	0,68	0,70	0,70
CHF / GBP	1,21	1,23	1,13	1,09	1,12
USD / EUR	1,22	1,14	0,99	0,98	1,05
JPY / USD	103	115	147	142	135
USD / AUD	0,77	0,73	0,64	0,65	0,70
GBP / EUR	0,90	0,84	0,88	0,89	0,88
CNY / USD	6,51	6,37	7,19	7,20	7,00

MATIÈRES PREMIÈRES	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	52	78	98	95	92
Or, USD par once troy	1898	1822	1671	1718	1800
Cuivre, USD par tonne métrique	7749	9740	7561	7131	8200

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source : Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 4/11/2022

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Attestation des analystes

L'analyse financière contenue dans le présent rapport Vontobel a été élaborée par l'unité organisationnelle compétente en la matière (départements Group Investment Strategy, Global Equity Research et Global Trend Research, analyse buy-side) de Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, téléphone +41 58 283 71 11 (vontobel.com) ou Vontobel Asset Management AG, Genferstrasse 27, CH-8022 Zurich, tél +41 (0)58 283 71 50 (www.vontobel.com/am). Bank Vontobel AG est placée sous la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Berne (finma.ch/f/). Les auteurs mentionnés en deuxième page du présent document attestent que cette étude reflète intégralement et précisément leur opinion quant aux instruments financiers et sociétés émettrices analysés et qu'ils n'ont perçu aucune rémunération directe ou indirecte en contrepartie de leurs appréciations ou opinions spécifiques formulées dans la présente analyse financière. La rémunération des auteurs de la présente analyse financière ne dépend pas directement du volume d'affaires d'investment banking généré entre Vontobel et les sociétés émettrices analysées. Les auteurs de la présente analyse financière ne détiennent aucun droit de participation dans les sociétés analysées. Les sociétés émettrices analysées n'ont pas eu accès à la présente analyse financière avant sa diffusion ou sa publication. Certaines contributions distinctes ne se réfèrent pas directement ou indirectement à des instruments financiers concrets ou à des sociétés émettrices précises et ne constituent pas une analyse financière. Elles peuvent donc émaner d'auteurs extérieurs aux secteurs compétents en matière d'analyse financière. Ces auteurs ne sont pas concernés par les restrictions applicables en matière d'analyse financière, ni par l'attestation ci-dessus, et ne figurent donc pas parmi les analystes financiers mentionnés en deuxième page du présent document.

L'Investors' Outlook comporte régulièrement aussi des informations sur les produits de fonds internes de Vontobel. Pour tenir compte du risque de conflit d'intérêts qui pourrait exister en raison de ses intérêts économiques, la Banque demande à l'unité AM.GIS MACI.Funds Research and Investments, indépendante des services de vente de la banque, distincte d'un point de vue organisationnel et informationnel et surveillée par Compliance, d'opérer la sélection selon le principe best-in-class.

Les cours utilisés dans la présente analyse financière sont les derniers cours de clôture disponibles à la date indiquée.

Les éventuelles dérogations à cette règle sont spécifiées au cas par cas. Les chiffres et les calculs sous-jacents à l'évaluation des sociétés émettrices analysées reposent sur les informations financières publiées par lesdites sociétés, notamment le compte de pertes et profits, le tableau des flux de trésorerie et le bilan. Ces informations étant des informations externes, leur fiabilité comporte des risques pour lesquels Bank Vontobel AG décline toute responsabilité. Les calculs et estimations effectués aux fins de l'analyse peuvent varier à tout moment et sans préavis en cas de changements dans la méthode d'évaluation et ou de recours à d'autres modèles, hypothèses, interprétations et ou estimations. L'utilisation de méthodes d'évaluation n'exclut pas le risque que les justes valeurs ne soient pas atteintes dans les délais attendus au cours de la période de projection. De multiples facteurs influencent l'évolution des cours. Des changements imprévus peuvent résulter p. ex. d'une éventuelle pression concurrentielle, de variations de la demande concernant les produits d'une société émettrice, d'évolutions technologiques, de l'activité macro-économique, de fluctuations des taux de change ou d'évolutions des valeurs sociales. De même, des changements réglementaires ou fiscaux peuvent avoir des répercussions importantes et imprévisibles. Les précisions apportées ici quant aux méthodes d'évaluation et aux facteurs de risque ne prétendent nullement à l'exhaustivité. S'agissant des approches méthodologiques utilisées pour notre analyse financière ainsi que du système de notation, vous trouverez de plus amples informations sur vontobel.com. CH.FR.Entreprisesinstitutions- research-action-research.

Bases et méthodes d'évaluation

Les analystes financiers de Vontobel appliquent de multiples méthodes d'évaluation (p. ex. les modèles DCF, EVA et « sum of the parts », l'analyse « break up » et « event-related », des comparaisons d'indicateurs concernant les « peer groups » et le marché) pour élaborer leurs propres prévisions financières concernant les entreprises qu'ils suivent.

2. Disclaimer et mention des sources

Bien que la banque, auteur du présent rapport, considère que les données sur lesquelles il se fonde proviennent de sources fiables, elle décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité ou l'exhaustivité des informations qu'il contient. Le présent rapport est purement informatif. Il ne contient ni offre, ni incitation à acheter, vendre ou souscrire des instruments financiers et ne constitue ni un conseil en placement, ni un conseil quant aux conséquences fiscales. Le présent rapport a été élaboré sans considération de la situation financière individuelle des destinataires. La banque, auteur du présent rapport, se réserve le droit de modifier et ou révoquer à tout moment les opinions qui y sont exprimées. Elle insiste en outre sur le fait que les déclarations contenues dans le présent rapport ne sauraient en aucun cas être interprétées comme des conseils en matière fiscale, comptable, juridique ou financière. La banque, auteur du présent rapport, ne garantit pas que les instruments financiers évoqués sont accessibles aux destinataires, ni qu'ils sont appropriés pour ces derniers. Avant toute éventuelle décision d'investissement, il est recommandé aux destinataires du présent rapport de se faire conseiller par un gérant de fortune, un conseiller en placement ou un autre professionnel quant à la compatibilité de leur situation avec les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et autres d'un tel investissement. La banque, auteur du présent rapport, ne considère pas les destinataires de ce dernier comme des clients, sauf relations commerciales ou contractuelles supplémentaires. Toute utilisation du présent rapport, notamment sa reproduction intégrale ou partielle ou sa transmission à des tiers, n'est autorisée qu'avec l'approbation écrite préalable de Bank Vontobel AG et la mention complète des sources. Bank Vontobel AG a pris des mesures organisationnelles internes afin de prévenir d'éventuels conflits d'intérêts ou, si ceux-ci existent et sont inévitables, de les rendre publics. Vous trouverez de plus amples informations concernant notamment la gestion des conflits d'intérêts et l'indépendance du service d'analyse financière, ainsi que d'autres publications relatives aux recommandations financières de Bank Vontobel AG, sur vontobel.com. CH.FR.MiFID-Suisse. Vous trouverez des détails sur la manière dont nous traitons vos données dans notre politique actuelle de protection des données (vontobel.com/privacy-policy) et sur notre website de protection des données (vontobel.com/gdpr). La présente publication constitue un support publicitaire au sens de l'article 68 de la LSFIn suisse, et sert uniquement à des fins d'information. Si vous ne souhaitez pas recevoir un autre numéro d'Investors' Outlook de notre part, veuillez communiquer avec nous à wealthmanagement@vontobel.com.

18 Informations légales

3. Directives et informations propres à certains pays

La diffusion et la publication du présent document, ainsi que les placements évoqués, peuvent être soumis dans certaines juridictions à des restrictions en vertu des lois et prescriptions locales. La diffusion du présent document et des informations qu'il contient n'est autorisée que dans les pays où la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose des licences correspondantes. Sauf indication contraire dans le présent document, on ne saurait présumer que la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose desdites licences dans un pays donné. Veuillez noter les informations ci-dessous, propres à certains pays, qui doivent être strictement respectées. À l'exception des canaux de diffusion spécifiques décrits ci-après, le présent rapport est considéré comme diffusé par la société indiquée en page de couverture.

Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

Information for Italian investors

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

