

Vontobel

Investors' Outlook

Un réveil brutal

Octobre 2023

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Un mois de septembre inoubliable ?

6 Points saillants du marché

L'horloge de la relance américaine tourne

8 Point de vue

La paradoxe de la Chine

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Auteurs*

Marc Bindschädler,
Client Portfolio Manager for mtX,
Conviction Equities Boutique,
Vontobel

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : Novembre 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

**Date limite de soumission des contributions
pour cette édition**
26 septembre 2023

Remarques

* voir « Attestation des analystes » dans les
« Remarques juridiques » à la page 17

Un réveil brutal



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

Le mois de septembre a été un choc pour le marché.

Si les investisseurs s'inquiètent déjà de l'inflation, de la récession et d'une possible erreur des banques centrales si elles augmentaient trop fortement et pendant trop longtemps les taux d'intérêt, l'économie mondiale et les décideurs politiques doivent, en outre, gérer une autre difficulté: la flambée des prix du pétrole.

L'Arabie saoudite et la Russie ont montré leur pouvoir en prolongeant les restrictions sur la production de pétrole jusqu'en décembre, ce qui témoigne de la capacité des économies actuelles et futures des BRICS à s'affirmer leur influence sur les prix de l'énergie ainsi que les liens étroits qu'entretiennent la politique et les matières premières.

Les actifs à risque sont encore assez bien défendus, mais la flambée du pétrole pourrait surprendre les banquiers centraux qui pensaient que l'inflation était suffisamment maîtrisée pour permettre des pauses dans les augmentations de taux d'intérêt les plus agressives depuis quarante ans.

La grande question est de savoir quel impact aura cette flambée, car la situation actuelle est différente. Va-t-elle relancer l'inflation et la hausse des prix à la consommation? Va-t-elle peser sur la croissance économique? Et la stagflation, sujet tabou par excellence: est-elle de retour, comme l'affirment un nombre croissant d'observateurs du marché?

Si nous ne sommes pas (encore) trop inquiets d'une hausse significative des prix, la hausse du pétrole a toutefois déjà eu un impact sur l'inflation. Nous estimons néanmoins que les banques centrales pourraient ignorer

ces hausses de prix temporaires, car elles se concentrent surtout sur l'inflation de base qui, elle, a diminué. La Fed a maintenu ses taux lors de sa réunion de septembre, mais son président Jerome Powell a également laissé entrevoir un environnement plus élevé pour plus longtemps l'année prochaine, car un atterrissage en douceur semble de plus en plus envisageable.

Nous continuons toutefois d'anticiper un cadeau de Noël sous forme de récession ou une gueule de bois pour le Nouvel An, et les premières baisses plus tard, en 2024. La lutte contre l'inflation a un coût et l'économie montre déjà des signes de faiblesse. Nous estimons également que les investisseurs se focaliseront désormais plus sur la croissance et la récession à venir que sur l'inflation, d'autant que les facteurs qui ont soutenu l'économie jusqu'à présent, tels que l'épargne liée à la pandémie, l'étonnante résilience du marché du travail et les mesures de relance budgétaire, s'estompent peu à peu.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, nos collègues de la boutique Conviction Equities se demandent s'il ne serait pas temps de considérer la Chine comme une position à part entière dans les marchés émergents (ME), tant sa position y est dominante mais sous-représentée. Ce numéro vous permettra également d'y voir plus clair sur les dépenses budgétaires US et sur notre décision de ne pas modifier notre positionnement pour l'instant.

Que la hausse du pétrole soit temporaire ou persistante, et alors que le système se trouve fortement ébranlé, nous pensons qu'il est temps de jouer la carte de la stabilité.

→ **Webcast**

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

4 Stratégie d'investissement



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Un mois de septembre inoubliable ?

Le mois de septembre a démarré sur une surprise qui a ensuite donné le ton à toute l'évolution du marché. L'annonce faite par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de la prolongation volontaire des réductions de la production de pétrole jusqu'à la fin de l'année – soit plus longtemps que ce qu'avaient prévu les investisseurs – a rappelé que la lutte contre l'inflation se déroulait dans un contexte de forte volatilité et qu'elle n'était pas encore terminée.

Aux États-Unis, les prix à la consommation ont progressé, pour passer de 3,2% en juillet à 3,7% au mois d'août. Dans la zone euro, ils ont atteint 5,2%, soit un peu moins que les estimations initiales, mais toujours bien au-delà de l'objectif. Mais les effets de la politique monétaire continuent de se propager au sein de l'économie.

Cela signifie également que la tension monte lentement mais sûrement, du moins pour les entreprises. Au cours des huit premiers mois de 2023, 69 entreprises US se sont ainsi trouvées en défaut de paiement, soit près de trois fois plus qu'au cours de la même période de l'année précédente. À lui seul, le mois d'août a compté 16 défaillances, le chiffre le plus élevé depuis 2009. D'autres défaillances pourraient encore survenir.

La croissance économique mondiale demeure globalement faible et évolue inégalement selon les régions. Si les États-Unis s'en sortent encore relativement bien, d'autres éprouvent des difficultés. De la faiblesse de sa demande intérieure aux difficultés que connaît son secteur immobilier, l'économie chinoise est ainsi confrontée à plusieurs vents contraires. La zone euro – notamment l'Allemagne, dont l'économie y est la plus importante – est également en proie au ralentissement.

Nous continuons de penser qu'une récession est sur le point de survenir et que les économistes et les marchés affichent un trop grand optimisme quant à une croissance économique future. Cela signifie que les décideurs des banques centrales vont probablement devoir changer de cap plus tôt que prévu.

Considérant en toute sérénité le positionnement actuel de notre portefeuille, nous ne voyons aucune raison de le modifier pour le moment. Découvrez le détail de notre allocation à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous restons neutres sur les liquidités tout en suivant attentivement la consolidation du marché, et nous sommes prêts à saisir les opportunités se présentant.
2 Obligations			→			Nous restons neutres sur les titres obligataires et maintenons nos points de vue sur les sous-classes d'actifs. Si les liquidations du mois d'août sur le marché des bons du Trésor US sont partiellement dues à une augmentation des émissions obligataires, le facteur prédominant a été l'ajustement des anticipations du marché quant à la trajectoire de la politique monétaire. La Fed étant probablement sur le point d'arrêter sa politique la plus agressive depuis 40 ans, les rendements obligataires devraient finir par baisser. Nous restons surpondérés sur les emprunts d'État, car ils devraient bénéficier de la baisse de la croissance et des taux d'intérêt. Nous maintenons une légère surpondération sur les obligations des ME en monnaie forte, parce que les spreads sont attrayants et que nous anticipons un affaiblissement du dollar US en 2024. Neutres sur les obligations Investment Grade, nous sommes négatifs sur le segment à haut rendement qui nous semble anticiper un scénario beaucoup trop optimiste.
3 Actions			→			Nous restons neutres sur les actions et maintenons nos points de vue au niveau régional, parce que nous anticipons une récession et que les liquidités sont drainées du système par les banques centrales. Ceci n'est généralement pas favorable aux actions et les primes de risque sur les actions sont peu attrayantes pour des valorisations relativement élevées. Les anticipations des analystes semblent un peu trop optimistes, notamment concernant les actions de la zone euro, pour lesquelles nous sommes doublement sous-pondérés. La zone euro est plus exposée aux secteurs cycliques que les autres marchés boursiers développés, de sorte que le risque de révisions y est plus élevé. Dans l'environnement actuel, nous privilégions les régions défensives, de haute qualité, à croissance structurelle et dont les bénéfices affichent une solide prévisibilité. Estimant que la plupart de ces qualités se trouvent aux États-Unis et en Suisse, nous réitérons notre surpondération sur ces deux régions.
4 Or				→		Anticipant toujours une récession US en fin d'année et une baisse des taux de la Fed au 1 ^{er} trimestre 2024, nous maintenons une légère surpondération sur l'or.
5 Matières premières			→			Les matières premières ont pu effacer une partie de leurs pertes récemment, presque exclusivement grâce au complexe énergétique (resserrement de l'offre orchestré par les producteurs, absence de producteurs alternatifs, augmentation des prélèvements effectués sur les stocks). L'extension des réductions de production de l'OPEP a suscité des craintes et a poussé les prix du pétrole au-dessus de la barre des 90 USD. Si les risques de hausse existant au sein du complexe énergétique constituent un argument convaincant en faveur d'une surpondération des matières premières, notre anticipation d'une récession US imminente, la baisse des rendements obligataires et la faiblesse économique persistante de la Chine (un important consommateur de matières premières) ne plaident pas en faveur de cette classe d'actifs cyclique. Nous maintenons notre position neutre sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons négatifs sur les fonds alternatifs et neutres sur l'immobilier, ce qui se traduit par un positionnement neutre sur les stratégies alternatives.

L'horloge de la relance américaine tourne

Ces derniers mois, il ne s'est pratiquement pas passé un jour sans que la question d'une éventuelle récession aux États-Unis ne soit évoquée. Certains investisseurs ont souligné l'inversion brutale de la courbe des rendements, d'autres l'affaiblissement d'importants indicateurs tels que l'indice des directeurs des achats (PMI). D'autres encore ont cité la Réserve fédérale de New York, dont les modèles prévoient une probabilité de récession de 60%. Cependant, la «récession la plus attendue de tous les temps» ne s'est pas encore concrétisée.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

À première vue, il est facile d'identifier les raisons de ce retard. D'une part, le marché du travail est plus vigoureux que prévu, les entreprises conservant leurs employés ou augmentant même leurs effectifs. La consommation privée s'est également révélée plus forte que prévu. Mais il y a un troisième facteur qui n'a pas beaucoup retenu l'attention jusqu'à présent: le soutien sous la forme d'une relance budgétaire.

Cette relance budgétaire est surprenante; certains pourraient se demander s'il n'est pas temps de se serrer la ceinture après les réductions d'impôts de l'ancien président Donald Trump (en place depuis 2017) et les généreux plans de relance liés à la pandémie (en place depuis 2020). Compte tenu de la vigueur du marché du travail, une politique budgétaire incitative est-elle nécessaire lorsque le marché du travail est aussi résilient? Si l'on examine les dépenses publiques hors paiements d'intérêts, l'impulsion budgétaire est devenue positive au deuxième trimestre 2023, ce qui se traduit par une impulsion de croissance (graph. 1).

Plusieurs raisons expliquent le creusement du déficit budgétaire américain. D'une part, «l'Oncle Sam» a dû faire face à des dépenses supplémentaires considérables ces derniers mois, notamment dans les domaines de l'éducation (effacement ponctuel des prêts étudiants), des soins de santé (Medicare), de la défense nationale (guerre en Ukraine) et de la sécurité sociale. En outre, les recettes publiques ne sont plus aussi abondantes qu'auparavant. Alors que les États-Unis ont bénéficié de gains en capital colossaux (et des impôts prélevés sur ces gains), notamment ces dernières années, les recettes fiscales se sont inversées avec les performances mitigées des marchés financiers en 2022.

Une aide moins importante de la part de l'Oncle Sam en perspective

Il est probable que de nouvelles mesures de relance budgétaire soient prises en 2024 en raison des projets de loi budgétaire déjà adoptés, tels que le Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and Science Act (CHIPS Act), qui vise à stimuler les investissements dans les capacités nationales de production de semi-conducteurs, l'Infrastructure Investment and Jobs Act, qui est axé sur les routes, les ponts et les infrastructures hydrauliques, ou l'Inflation Reduction Act, qui promet des investissements dans l'énergie propre et dans la recherche et le développement. Il est peu probable que le résultat des élections américaines de novembre 2024 ait une incidence sur ces projets de dépenses.

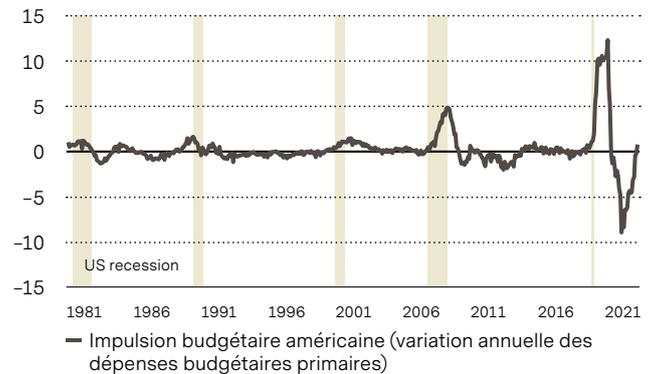
Toutefois, nous nous attendons à ce que les mesures de relance budgétaire atteignent bientôt leur point culminant. Les électeurs américains sont de plus en plus critiques à l'égard des dépenses déficitaires. Selon un sondage du Pew Research Center, 57% des personnes interrogées pensent que la réduction du déficit budgétaire devrait être une priorité absolue, contre 45% en 2022. Les républicains ont jugé la réduction du déficit nettement plus importante (71%) que les démocrates (44%). Il est également probable que des économies mineures soient réalisées concernant le plafond de la dette après que le Congrès américain l'a suspendu en juin 2023. La décision prise en juin par la Cour suprême de déclarer inconstitutionnel le projet d'effacement partiel des prêts étudiants, l'une des principales promesses de campagne du président Joe Biden, signifie que les emprunteurs ont dû recommencer à rembourser leurs prêts au début du mois de septembre. La mesure aurait coûté quelque 400 milliards de dollars US, selon le bureau du budget.

En outre, les États-Unis sont confrontés à une dette plus élevée et à des coûts accrus pour assurer le service de cette dette. Selon le Trésor américain, les dépenses d'intérêts annualisées ont augmenté pour atteindre 628 milliards de dollars US en juillet 2023, contre 313 milliards de dollars US en avril 2021, ce qui limite la marge de manœuvre pour d'autres dépenses (graph. 2).

Alors que nous prévoyons un affaiblissement des mesures de relance budgétaire au cours des prochains mois, ce qui aura pour effet de réduire le vent en poupe de l'économie américaine, l'affaiblissement de l'impulsion budgétaire se heurte à une politique monétaire déjà très restrictive. L'histoire nous enseigne que ce contexte n'est pas idéal pour les actifs à risque. L'indice S&P 500 suit généralement une tendance latérale lors des 12 mois précédant les élections américaines, en raison notamment de l'impasse budgétaire précédant les élections (graph. 3).

Graph. 1 : Le taux de chômage américain a fortement baissé en T2 2023

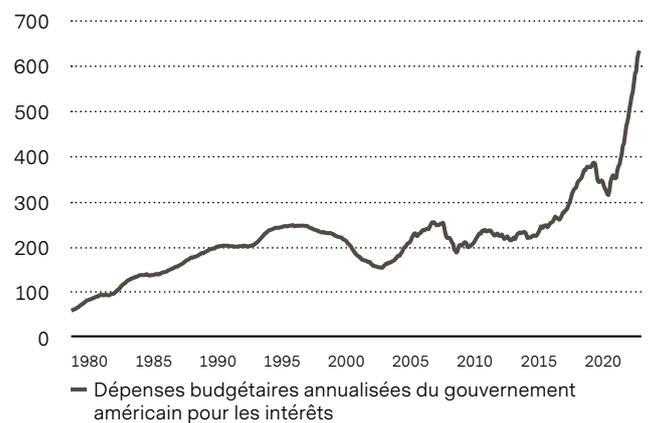
En % du produit intérieur brut



Source : LSEG, Vontobel

Graph. 2 : Les charges d'intérêt augmentent dans un contexte de taux plus élevés et d'endettement élevé

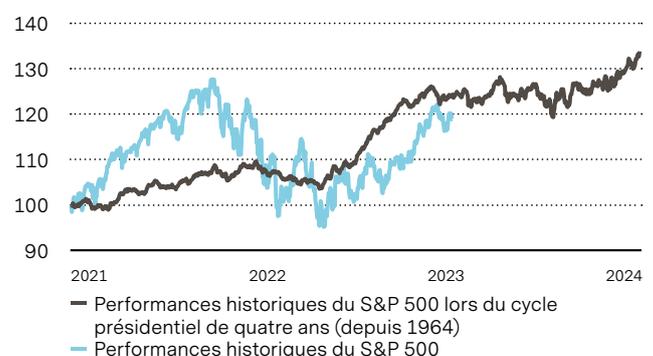
En milliards de dollars US



Source : LSEG, Vontobel

Graph. 3 : Les actions suivent une tendance latérale avant les élections américaines

Indice



Source : LSEG, Vontobel. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures.



La paradoxe de la Chine

Depuis que la Chine a ouvert et réformé son économie en 1978, son produit intérieur brut (PIB) a crû en moyenne de plus de 9% par an, sortant ainsi plus de 800 millions de personnes de la pauvreté¹. En 2022, la Chine représentait un peu plus de 18,6% de l'économie mondiale, soit le deuxième PIB nominal mondial après les États-Unis². Cette année, le FMI s'attend à ce qu'un peu plus d'un tiers de la croissance économique mondiale provienne de la Chine.



—
Marc Bindschädler

Client Portfolio Manager for mtX,
Conviction Equities Boutique,
Vontobel

Alors que la dernière décennie fut celle du «paradoxe chinois», avec un marché boursier qui ne suivait pas le rythme de croissance du PIB (+4,3% de rendement annualisé pour le marché et +6,6% annualisé pour le PIB, du 31.12.2011 au 31.12.2022³), la croissance des capitalisations et du poids des bourses de Shanghai et de Shenzhen a été très forte. Avec une capitalisation boursière combinée de 11 600 milliards USD, les bourses de Shanghai et de Shenzhen sont les deuxièmes au monde, derrière les bourses américaines NYSE et NASDAQ et leur capitalisation boursière combinée de 44 400 milliards USD⁴.

Le poids des actions chinoises dans l'indice MSCI Emerging Market a plus que doublé depuis 2011, passant de 15,3% à 30,8%⁵. Or, les marchés de capitaux chinois n'étant pas encore ouverts à tous les investisseurs internationaux, la capitalisation boursière des actions cotées à Shanghai et à Shenzhen n'est pondérée que par un facteur d'allocation de 20%. Si ce facteur était porté à 100%, le poids de la Chine dans l'indice MSCI EM atteindrait 44%, soit presque la moitié de l'indice. Cela met en évidence un deuxième paradoxe du marché boursier chinois: il est à la fois dominant et sous-représenté.

Ces trois dernières années, cependant, la politique et l'économie chinoises ont changé. Le président actuel Xi Jinping cherche à établir une base durable pour une expansion continue de l'influence mondiale chinoise et à surmonter le «piège des revenus moyens» via une économie générant une forte valeur ajoutée et offrant un meilleur niveau de vie à sa population (prosperité commune). Les mesures de répression prises contre de grandes entreprises technologiques, comme Alibaba, montrent que l'inégalité des richesses et la domination d'entreprises privées sont mal perçues. Parallèlement, l'intérêt pour une économie socialiste planifiée semble s'accroître. C'est ce que montre la restructuration du PIB, qui délaisse les investissements en infrastructures et immobilier au profit de secteurs industriels stratégiques et de la consommation de la classe moyenne. Cette restructuration, qui risque d'entraîner une baisse du taux de croissance futur, suscite à juste titre de l'insécurité pour beaucoup d'investisseurs occidentaux.

Cinq types de réactions des investisseurs

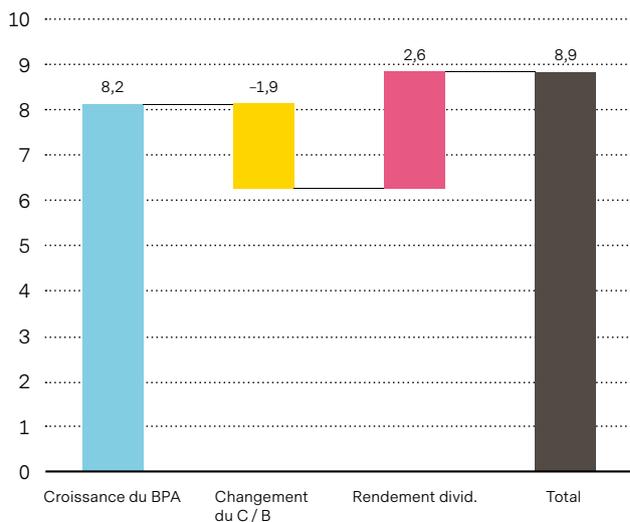
Sur la base de ces évolutions contradictoires et de leur interprétation, les investisseurs cherchent à savoir comment incorporer la Chine dans leur portefeuille. L'approche ordinaire qui consiste à adopter un cadre d'actions des ME mondiaux incluant la Chine commence à être remise en question. À partir de nos conversations avec des investisseurs du monde entier, cinq grands types d'approches se dessinent:

- 1. Prise de contrôle totale:** des investisseurs veulent contrôler toute leur exposition aux actions chinoises via un objectif clair dans le cadre de leur allocation stratégique d'actifs (ASA). Ils peuvent ainsi modifier le niveau d'exposition selon leurs niveaux de confort, à la hausse ou à la baisse. Cela signifie séparer la Chine du portefeuille global des ME, un peu comme une allocation distincte en actions US à côté d'un portefeuille d'actions mondiales hors États-Unis. Même si elle est intuitive, mettre en place une telle approche dans un portefeuille actif n'a pas été simple ces dernières années, en raison d'une disponibilité limitée des produits.
- 2. Limite d'exposition:** avec une interprétation plus prudente ou un appétit moindre pour le risque, des investisseurs limitent la pondération aux niveaux actuels. Comme dans le premier cas, cette approche permet à l'investisseur une prise de contrôle, avec un plafond d'exposition aux actions chinoises au sein de son portefeuille global. Pour contrôler l'exposition, le meilleur moyen reste de séparer les actions chinoises de celles des pays émergents.
- 3. Exposition réduite:** certains investisseurs ciblant le très long terme s'attendaient à une baisse de la croissance chinoise, due à une détérioration de la démographie et à des opportunités de croissance structurelle relativement meilleures dans d'autres pays émergents, tels que l'Inde et l'Indonésie. Ils décident donc délibérément de réduire leur exposition à la Chine. Là encore, pour rendre cette option opérationnelle, il faut séparer la Chine des actions des ME mondiaux.

10 Point de vue

Graph. 1 : Décomposition de rendement Indice MSCI EM ex-China

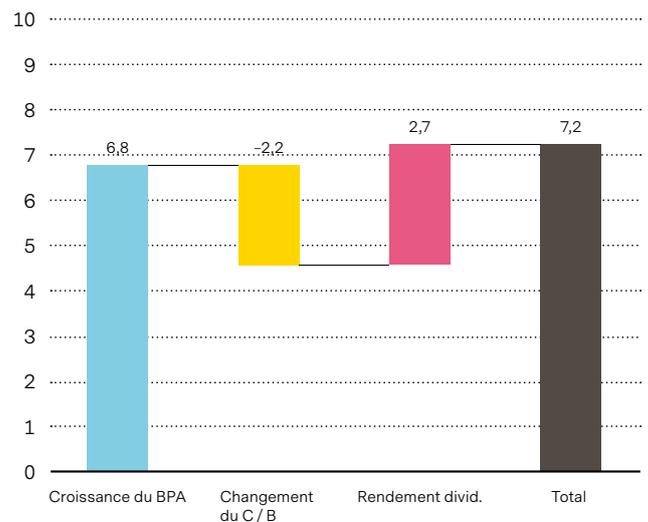
Rendement p. a. en USD (2002 à 2022), en %



Source : Vontobel Asset Management, données au 31 mai 2023

Graph. : Décomposition de rendement Indice MSCI EM

Rendement p. a. en USD (2002 à 2022), en %



Source : Vontobel Asset Management, données au 31 mai 2023

- Maintien du statu quo :** dans ce scénario, l'investisseur, qui a examiné les problèmes, décide de continuer à investir dans un portefeuille mondial de pays émergents incluant la Chine. Il faut donc être à l'aise avec les scénarios suivants : un facteur d'inclusion des actions chinoises proche de 100% et un marché des actions chinoises encore plus dominant à la fois dans l'indice de référence et dans le portefeuille.
- Exposition zéro :** la cinquième option, la plus extrême, est la suppression totale des actions chinoises du portefeuille. Selon notre expérience, ce type d'approche est rare et, s'il est adopté, tend à être motivé par des opinions éthiques sur l'autocratie, les violations des droits de l'homme, la liberté d'expression et la surveillance sociale des citoyens. Avec cette approche, la question du rendement est bien ancrée chez l'investisseur, c'est-à-dire qu'il accepte consciemment la perte possible de rendement.

Se fier aux performances passées des marchés émergents hors Chine ?

Il convient d'examiner la performance passée d'une approche hors Chine. Commençons par le rendement annualisé pour la période 2002 – 2022 (en USD) : l'indice MSCI EM affichait un rendement de 8,9%, contre 7,2% pour l'indice MSCI EM ex-China⁶, ce qui est logique au vu

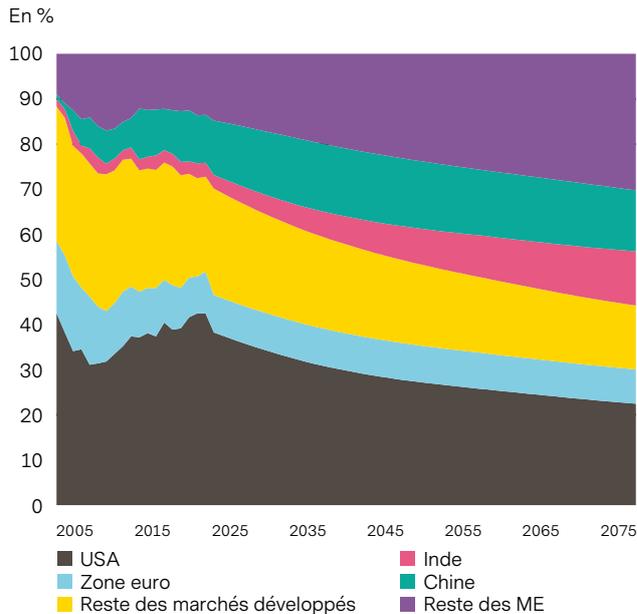
de la forte croissance économique chinoise, absolue et relative, durant cette période. Si l'on décompose le rendement – en fonction du bénéfice par action, de la croissance des bénéfices, de la variation de la valorisation (C/B) et des dividendes – on constate que les valorisations ont baissé de 2% par an, avec et sans la Chine (graph. 1 et 2). Sachant qu'une croissance plus faible justifie une valorisation plus faible, cela peut s'expliquer par la diminution (jusqu'en territoire négatif) de la prime de croissance de tous les marchés émergents, par rapport aux pays développés, durant cette période. En outre, ces cinq dernières années, l'indice MSCI EM ex-China a affiché une volatilité légèrement plus élevée.

Ainsi, on peut dire que le passage à l'« hors Chine » n'a jamais été payant. Cela dit, prévoir l'évolution du profil risque / rendement des pays émergents hors Chine est impossible.

Exclure la Chine n'élimine pas nécessairement son influence

Une évolution à long terme des marchés émergents hors Chine pourrait être déterminée en examinant le lien entre la croissance démographique attendue, la croissance économique et la capitalisation boursière. Si la population de la Chine diminue, des décennies de forte croissance

Graph 3 : Part de la capitalisation du marché mondial par région / pays



Source : Goldman Sachs Investment Research, « The Path to 2075 »

démographique sont prévues pour des pays comme l'Inde, le Pakistan, le Nigeria et l'Indonésie. Les économies en croissance démographique auront une forte croissance économique et – si le PIB par habitant inclut une hausse des revenus et de la richesse, investis à leur tour dans des actions via des fonds de pension – la capitalisation boursière pourrait même croître de manière exponentielle par rapport à la croissance de la population. Dans ce scénario, l'Inde dépasserait la Chine au niveau de la capitalisation à partir des années 2050 et les pays susmentionnés seraient plus fortement pondérés dans l'indice MSCI EM⁷ (graph. 3) À noter toutefois que des pays émergents comme le Nigeria et le Pakistan ne sont pas encore ouverts à de nombreux investisseurs professionnels ou ne disposent pas encore d'un marché boursier conforme aux normes institutionnelles.

Pour beaucoup d'économies émergentes, les importations et les exportations vers et depuis l'Occident sont bien plus importantes que celles vers et depuis la Chine. En outre, depuis la pandémie de Covid, le cycle économique de la Chine s'est découplé de celui des autres pays, ce qui a rendu les bénéfices des entreprises moins sensibles à l'évolution des bénéfices et de l'activité économique chinoise. Mais si les investisseurs renoncent, totalement ou partiellement, à la Chine dans leur approche des ME, ils ne doivent pas oublier combien son économie est imbriquée dans l'économie mondiale et dans celles des ME. La Chine est aujourd'hui le premier partenaire commercial de la quasi-totalité des pays d'Asie, d'Amérique du Sud et d'Afrique. Au Chili, par exemple, les deux tiers des exportations de cuivre, qui représentent 15 % du PIB, sont destinés à la Chine⁸.

Pas de bonne ou de mauvaise réponse à la question de quelle est l'approche la plus adaptée. Comme pour toute décision d'investissement, intégrer la Chine dans un portefeuille de pays émergents doit faire sens pour l'investisseur et correspondre à sa situation et à ses convictions.

La Chine étant un acteur important de l'économie mondiale, son retrait total des portefeuilles de pays émergents est à déconseiller. Si les dernières années ont été difficiles pour le marché boursier chinois, supprimer totalement son exposition au deuxième plus grand marché mondial est, à notre avis, une décision extrême. Mais les solutions hors Chine permettent aux clients de prendre le contrôle et des décisions d'allocation adaptées à leur situation. Selon nous, la personnalisation accrue des approches d'investissement est une évolution positive pour les investisseurs. Lisez l'article complet [ici](#).

¹ As measured by the CSI 300 Index. Source: [The World Bank](#), 20 avril 2023

² Source: [IMF](#), 1 mai 2023

³ Source: Vontobel Asset Management, Bloomberg, données au 31 juillet 2023

⁴ Source: [Statista](#), données au 30 avril 2023

⁵ Source: MSCI, Bloomberg; données au 31 juillet 2023

⁶ Source: Vontobel Asset Management, Factset; données au 31 mai 2023

⁷ Source: Goldman Sachs Investment Research, The Path to 2075—Capital Market Size and Opportunity, 8 juin 2023

⁸ Source: [S&P Global Ratings](#)

Ajustement des anticipations



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Constructifs sur les titres obligataires de qualité supérieure, nous restons défensifs sur l'ensemble de l'allocation de crédit, avec un positionnement neutre sur les obligations Investment Grade et une recommandation de sous-pondération sur le haut rendement.

Les cessions observées sur le marché des bons du Trésor US au mois d'août tiennent en partie à une augmentation des émissions obligataires. Mais l'essentiel a résidé dans l'ajustement des anticipations du marché quant à la trajectoire de la politique monétaire. En un mois, le rendement des bons du Trésor US à dix ans a bondi de plus de 30 points de base, à 4,36%, soit un pic inégalé depuis 2007. Il a encore augmenté depuis. Cela tient surtout à une augmentation des rendements réels (graph. 1).

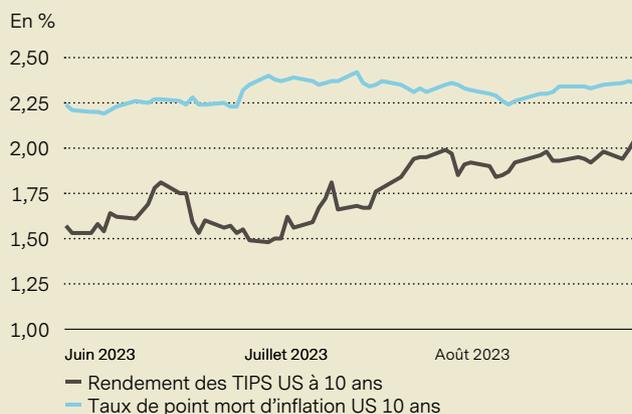
Les perspectives de croissance sont restées solides et les rendements ont réagi aux surprises positives de la croissance en négligeant les surprises négatives de l'inflation. La Fed est probablement sur le point de conclure sa politique la plus agressive depuis 40 ans. Les taux US semblent désormais suffisamment restrictifs pour abaisser l'inflation à l'objectif poursuivi de 2%. Notre position

constructive sur le segment obligataire s'appuie sur l'anticipation d'une approche plus accommodante de la Fed, ce qui devrait entraîner un élargissement de l'écart entre les taux.

Les fondamentaux du crédit continuent de se détériorer

Malgré la détérioration des fondamentaux du crédit et l'augmentation des défaillances, les obligations d'entreprises ont fait bonne impression, mais leurs valorisations actuelles ne sont pas très attrayantes. Au vu des écarts serrés, les investisseurs ne sont pas suffisamment récompensés pour les risques encourus au cours des 9 à 12 prochains mois. Face à l'affaiblissement de la qualité du crédit, les perspectives de rendement excédentaire sont donc médiocres. Les pressions sur les marges brutes et le coût des intérêts se renforçant et le calendrier des échéances se précisant, les profils de crédit plus faibles ont de la marge. Les ratios de couverture des intérêts ont chuté (graph. 2), ce qui traduit une augmentation des charges d'intérêts à des taux jamais vus depuis plus de vingt ans. Le ratio de couverture des intérêts permet de déterminer la facilité avec laquelle une entreprise peut payer ses charges d'intérêts sur l'encours de sa dette. Lorsqu'il est élevé, cela indique que l'entreprise peut facilement faire face à ses obligations en matière d'intérêts grâce au montant élevé de bénéfices avant intérêts et impôts dont elle dispose. Un ratio faible indique, au contraire, une détresse financière potentielle en cas de baisse des bénéfices.

Graph. 1 : Les cessions tiennent aux rendements réels, non aux craintes d'inflation



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Forte baisse de la couverture des intérêts



Source : Bloomberg, Vontobel

La qualité et les valeurs défensives pour atténuer le choc



— **Mario Montagnani**
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Historiquement synonyme de faibles rendements boursiers, l'effet septembre a été à la hauteur de sa réputation. Les marchés des actions ont presque tous clôturé en repli et ont connu une forte volatilité en matière de performance. La hausse des prix de l'énergie a compliqué la donne en alimentant les spéculations sur une éventuelle deuxième vague d'inflation et des taux d'intérêt plus élevés pendant une période prolongée, ainsi que le suggérait récemment la Fed.

Ces facteurs ont pesé encore davantage sur les marchés boursiers. Faute de catalyseurs, les investisseurs attendent désormais la prochaine saison des rapports qui débutera en octobre et qui pourrait faire apparaître des signes d'essoufflement. Estimées en moyenne à plus de 10% pour la plupart des marchés et considérées par beaucoup comme trop ambitieuses, les perspectives de croissance des bénéfices s'en trouveraient ébranlées pour 2024.

Position neutre

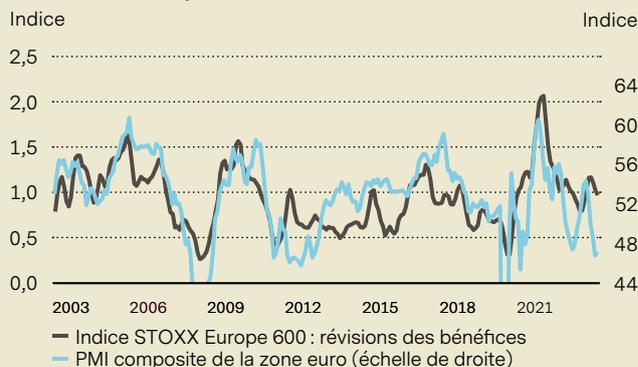
Nous maintenons notre décision du mois d'août de réduire notre position de «surpondérer» à «neutre» sur les actions. Les dynamiques macroéconomiques et les

décisions des banques centrales qui en découlent devraient désormais être à nouveau les principaux moteurs des marchés d'actions. Nous estimons sur ce point que les cycles de durcissement touchent à leur fin. Avec un horizon d'investissement de neuf mois, il semble logique d'adopter un point de vue constructif sur les actions. Au niveau régional, nous restons axés sur la qualité, les valeurs défensives et la forte prévisibilité des bénéfiques que proposent les États-Unis et la Suisse. Aux États-Unis, malgré le léger revirement observé en août, la tendance la tendance se poursuit en douceur et les données de l'emploi montrent une normalisation très avancée du marché du travail. En Europe, la faiblesse des secteurs manufacturier et des services confirme la détérioration macroéconomique. Pour le secteur manufacturier, les indicateurs avancés sont ainsi tombés sous le seuil des 50 points, qui sépare la croissance de la contraction. De plus, il existe toujours un écart important par rapport aux révisions des bénéfices, qui sont susceptibles d'être le plus à la traîne (graph. 1).

Favorisant les actions suisses

Les risques de récession ont donc augmenté en Europe, et l'Allemagne, première économie de la région, se trouve déjà en récession technique. Les actions suisses offrent une couverture efficace en période de tension économique ou, pire encore, de récession. Combinée à la stabilité des dividendes et des rachats d'actions, qui rapportent plus de 5% par an, la situation actuelle est incontestablement favorable aux actions suisses (graph. 2). En l'absence de toute mesure décisive du gouvernement central pour résoudre la crise immobilière du pays, la Chine manque de catalyseurs pour le moment. Plus de détails en page 5.

Graph. 1 : Actions européennes : forte détérioration macroéconomique



Source : IBES, LSEG, Vontobel

Graph. 2 : Actions suisses : une excellente couverture en période de récession



Source : Bloomberg, Vontobel

Jeter de l'huile sur le feu



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

En décidant, début septembre, de prolonger ses réductions de production de pétrole jusqu'à fin 2023, l'OPEP a surpris les investisseurs, car ils n'anticipaient qu'une prolongation d'un mois.

La baisse des stocks et l'absence de producteurs alternatifs alimentent le discours haussier

Les inquiétudes concernant d'éventuelles pénuries – les autorités US ont déjà évoqué une baisse des stocks à la mi-septembre – ont ainsi poussé les prix du pétrole bien au-delà de la barre des 90 USD le baril. La réserve stratégique de pétrole (le stock d'urgence géré par le département US de l'Énergie) émet elle aussi des signaux d'alerte: après plusieurs prélèvements, elle ne compte plus que 351 millions de barils. Il faut remonter au début des années 1980 pour trouver des stocks aussi bas. Les producteurs US de pétrole de schiste ne pourront probablement pas venir à la rescousse. Indicateur avancé de la production future, le nombre de forages horizontaux affiche une tendance structurelle à la baisse depuis des années (graph. 1). Si les États-Unis ont déjà augmenté leur production de pétrole, le département de l'Énergie

ne mise toutefois pas sur beaucoup plus de pétrole en 2024. Après les déconvenues de plusieurs spéculateurs ces derniers mois, le positionnement n'est pas encore trop haussier.

Les grands «mais»: récession, Chine, politique

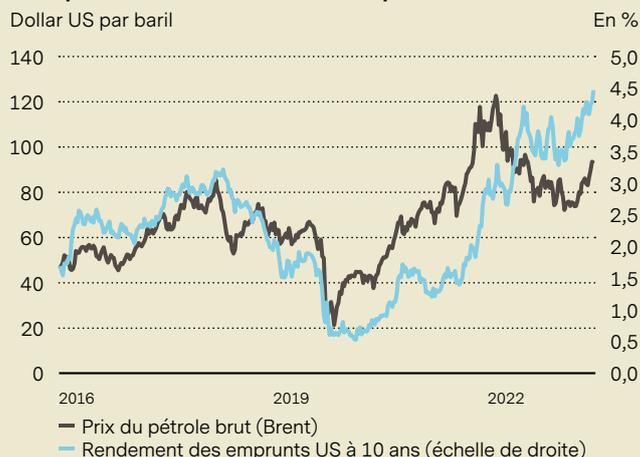
Malgré les risques de hausse dans le secteur énergétique, nous restons neutres sur les matières premières, et ce, pour plusieurs raisons. Nous continuons en effet d'anticiper une récession aux États-Unis et une baisse des rendements obligataires. Ceci ne favorise généralement pas les matières premières (graph. 2). Ensuite, l'économie chinoise reste faible (or la Chine est un gros consommateur de matières premières). Enfin, les stocks de pétrole de l'OCDE restent supérieurs à la moyenne à long terme. Les démocrates ne toléreront probablement pas des prix du pétrole élevés avant les élections, de sorte qu'ils pourraient à nouveau puiser dans la réserve stratégique. Par ailleurs, et après des mois de diplomatie discrète, la production iranienne de pétrole augmente. Les sanctions imposées au Venezuela pourraient aussi être allégées. Enfin, l'OPEP se trouve dans une situation délicate, car le meilleur remède contre la hausse des prix est la hausse des prix. Or la destruction de la demande n'est pas dans son intérêt.

Graph. 1 : Les producteurs alternatifs ne viendront sans doute pas à la rescousse



Source : LSEG, Vontobel

Graph. 2 : Nos convictions macroéconomiques clés ne sont pas favorables aux matières premières



Source : LSEG, Vontobel

Contre toute attente



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

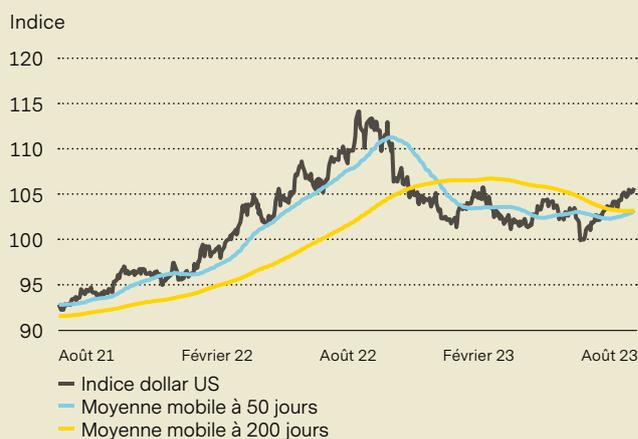
Contrairement aux difficultés que nous anticipions pour le dollar US au 2^e semestre, le billet vert est demeuré vigoureux.

L'indice du dollar US au comptant a enregistré un rebond notable de près de 6% depuis son niveau le plus bas, proche de 100, en juillet. L'indice se maintient toutefois dans sa fourchette annuelle comprise entre 99 et 106 et se négocie au-dessus de la moyenne mobile à 50 et 200 jours (graph. 1). La moyenne mobile à 50 jours indique les tendances à court et moyen terme; la moyenne mobile à 200 jours reflète les tendances à long terme. L'économie US s'est récemment montrée remarquablement vigoureuse. Cela contraste avec les données décevantes de la zone euro et l'inquiétude généralisée qui prévaut pour l'économie chinoise. Alors que les taux d'intérêt US à court terme ont peut-être atteint un pic ou sont sur le point de l'atteindre, le dollar pourrait, du fait de sa nature anticyclique, continuer à bénéficier d'une croissance mondiale modérée dans un proche avenir. À plus long terme, le dollar devrait baisser. L'euro reste surévalué par rapport à son taux de change en parité de pouvoir d'achat, qui constitue souvent un indicateur fiable de sa trajectoire future.

Il est encore trop tôt pour abandonner nos perspectives positives au sujet de l'euro

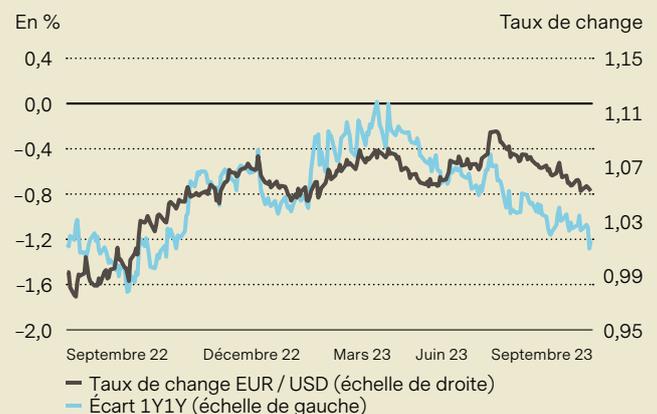
L'euro a connu deux mois difficiles, avec une chute de 5% depuis son pic de juillet et de 2% depuis le début du mois de septembre. Les écarts de taux entre l'euro et le dollar sont également en repli (graph. 2). Cette évolution tient en partie à la déception des données économiques de la zone euro. Les défis que pose la Chine sont, en outre, plus préoccupants pour la zone euro que pour les États-Unis. La résilience de l'euro pourrait aussi connaître de nouveaux vents contraires si l'actualité continue d'être négative. L'analyse et la compréhension que vous avons de la situation actuelle laissent présager un ralentissement éventuellement plus prononcé de l'économie US vers la fin de l'année. Une telle évolution conforterait notre perspective optimiste sur le taux de change euro-dollar, en laissant entrevoir un renforcement potentiel de l'euro face au dollar.

Graph. 1 : Le dollar US demeure vigoureux



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Repli des écarts de taux entre l'euro et le dollar



Source : Bloomberg, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

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 de la Banque centrale, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2021 à 2022, ainsi que les prévisions du consensus pour 2023 et 2024.

PIB (EN%)	2021	2022	ACTUEL¹	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	5,6	2,6	3,3	2,5	2,2
Zone euro	5,3	3,5	0,5	0,5	0,8
États-Unis	5,9	2,1	2,5	2,0	0,9
Japon	2,3	1,1	1,6	1,8	1,0
R.-U.	8,5	4,0	0,4	0,4	0,5
Suisse	4,3	2,0	0,6	0,8	1,3
Australie	5,3	3,6	2,1	1,6	1,4
Chine	8,4	3,0	6,3	5,1	4,5

INFLATION	2021	2022	ACTUEL²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	3,5	7,3	3,7	5,2	4,2
Zone euro	2,6	8,4	5,2	5,6	2,7
États-Unis	4,7	8,0	3,7	4,1	2,6
Japon	-0,3	2,5	3,2	3,1	1,9
R.-U.	2,6	9,1	6,7	7,5	3,1
Suisse	0,6	2,9	1,6	2,3	1,5
Australie	2,9	6,6	6,0	5,6	3,3
Chine	0,9	2,0	0,1	0,6	1,9

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,89	3,47
USD	0,25	4,50	5,50	5,55	4,65
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07
GBP	0,25	3,50	5,25	5,55	5,05
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,94	1,71
AUD	0,10	3,10	4,10	4,20	3,65
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,73	2,43	2,30
USD	1,5	3,9	4,47	3,87	3,60
JPY	0,1	0,4	0,75	0,71	0,75
GBP	1,0	3,7	4,26	4,23	3,75
CHF	-0,1	1,6	1,08	1,13	1,04
AUD	1,7	4,1	4,34	3,96	3,49

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
CHF / EUR	1,04	0,99	0,96	0,97	0,99
CHF / USD	0,91	0,94	0,91	0,89	0,89
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,61	0,64	0,67
CHF / GBP	1,23	1,12	1,11	1,12	1,15
USD / EUR	1,14	1,06	1,06	1,09	1,13
JPY / USD	115,00	130,00	148,00	140,00	132,00
USD / AUD	0,73	0,67	0,64	0,66	0,70
GBP / EUR	0,84	0,88	0,87	0,87	0,87
CNY / USD	6,37	6,91	7,30	7,20	7,00

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	94	85	87
Or, USD par once troy	1829	1824	1927	1966	2015
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8194	8400	8800

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 22 septembre 2023

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

