

**100**  
years

Empowering  
Investors

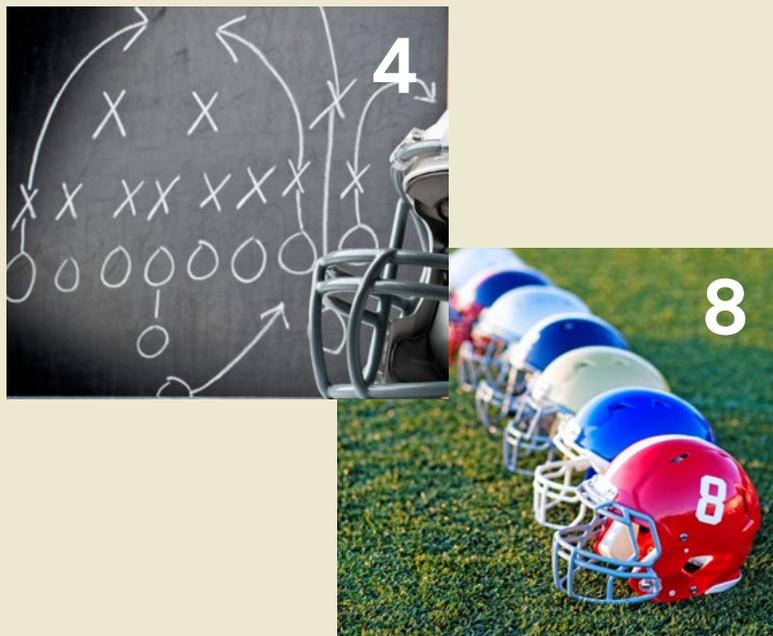
**Vontobel**

# Investors' Outlook

Les yeux rivés sur la zone de but

Mars 2024

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Évaluation des performances sur le terrain

### 6 Points saillants du marché

La Chine peut-elle éviter un faux pas en matière de « japonisation » ?

### 8 Point de vue

Question de perception : l'évolution de l'investissement de qualité

### 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\*

**Matthew Benkendorf,**  
Chief Investment Officer  
Quality Growth Boutique,  
Vontobel

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

**Andrea Gentilini,**  
Head of Quantitative Investments,  
Vontobel

**Frank Häusler,**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

**Michaela Huber,**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**Christopher Koslowski,**  
Senior Fixed Income and FX Strategist,  
Vontobel

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

**Jean-Louis Nakamura,**  
Head of Vontobel Conviction  
Equities Boutique,  
Vontobel

**Dan Scott,**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

### Fréquence de parution

Dix fois par an  
(prochaine édition : Avril 2024)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

### Date limite de soumission des contributions pour cette édition

16 février 2024

### Remarques

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

# Les yeux rivés sur la zone de but



—  
**Dan Scott**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

Chers lecteurs,

L'inflation aux États-Unis a démarré l'année plus fort que prévu, refroidissant les investisseurs qui attendaient avec impatience que la Réserve fédérale américaine (et d'autres banques centrales) modifie bientôt ses taux d'intérêt. Le président de la Fed, Jerome Powell, a déjà fait savoir qu'il n'était pas pressé de faire baisser les taux au risque de voir l'inflation repartir à la hausse.

Le marché a probablement été excessivement optimiste en prévoyant des réductions de taux dès le mois de mars, entraînant la déception qui s'est reflétée dans la récente volatilité du marché. Mais l'inflation suit toujours une tendance à la baisse et la plus grande économie du monde est, contre toute attente, loin d'être « mise sur le banc de touche ». Nous continuons à suivre les données économiques en provenance des États-Unis, notamment lorsque les chiffres principaux masquent les signes sous-jacents d'un affaiblissement potentiel, et nous pensons qu'il est important de faire abstraction du bruit.

Ainsi, même si l'un des principaux sujets de préoccupation des investisseurs est désormais de savoir quand les premières réductions et combien auront lieu, nous pensons que la meilleure ligne de conduite est de continuer à avancer malgré la volatilité qui devrait accompagner les prochains mois, en se concentrant sur l'allocation d'actifs et en restant flexible. Après tout, la question n'est plus de savoir si, mais quand les taux baisseront ; la ligne de mire. Les investisseurs doivent éviter de se laisser distraire par la volatilité à court terme et se concentrer sur la composition de leurs portefeuilles, afin d'être en mesure d'en bénéficier lorsque les conditions changent.

.....  
→ **Webcast**

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

Dans un scénario de croissance relativement solide et d'inflation modérée, les actifs à risque devraient être bien soutenus. Lors de la dernière réunion de notre Comité d'investissement, nous avons décidé de relever le niveau des actions européennes, car nous pensons que les actions de la zone euro, notoirement peu appréciées, pourraient être en passe de se redresser au cours de l'année. Notre position globale sur les actions passe ainsi de neutre à légèrement surpondérée. Par ailleurs, nous avons décidé de réduire notre exposition aux matières premières de neutre à sous-pondérée, dans un contexte mitigé pour la croissance mondiale et dans l'attente d'une nouvelle modération de l'inflation.

Nous pensons qu'il y a trop d'euphorie sur les marchés obligataires et qu'il n'y a pratiquement pas de spreads pour les obligations à haut rendement et les obligations Investment Grade. Nous pensons qu'il est judicieux de rester sur la défensive et de considérer le risque comme équilibré dans les actions, qui ne sont pas excessivement chères. Le marché pourrait évoluer à la hausse et il y a plus de 6 000 milliards de dollars US de liquidités dans les fonds du marché monétaire.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, nous examinons de plus près si la Chine risque de connaître le même sort que le Japon dans les années 1990, les avis des responsables des boutiques Vontobel sur l'investissement de qualité, et nos opinions sur ce que les différentes prévisions de baisse de taux signifient pour les devises dans un contexte de signaux économiques divergents.

L'absence de récession aux États-Unis ne signifie pas nécessairement que la Fed s'abstiendra de réduire les taux d'intérêt. Le ralentissement de l'inflation pourrait bientôt être une raison suffisante pour les réduire.

Le parcours n'est peut-être pas aussi rapide que l'espéraient de nombreux investisseurs, mais nous gardons les yeux rivés sur la zone de but.



—  
**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Évaluation des performances sur le terrain

**Le mois de février n'a pas manqué de données économiques surprenantes permettant aux investisseurs d'évaluer méticuleusement et d'anticiper les mouvements des banques centrales.**

L'économie des États-Unis et la Fed ont été sous les feux de la rampe, les données montrant à plusieurs reprises la résistance du marché de l'emploi et des consommateurs. Ajoutons à cela que l'industrie manufacturière des États-Unis est sur le point de renouer avec la croissance et que le secteur des services, qui représente environ les deux tiers du produit intérieur brut (PIB) du pays, gagne également du terrain, et il n'est pas surprenant que l'optimisme grandisse quant à la possibilité d'éviter un atterrissage brutal. Nous pensons que la fenêtre d'une récession se refermera si le marché de l'emploi et les dépenses de consommation ne s'affaiblissent pas dans les mois à venir. Quoi qu'il en soit, la Fed prévoit toujours de procéder à des réductions de 75 points de base cette année, conformément à ses projections de décembre 2023.

D'autres économies ne se portent pas aussi bien. Le Japon, qui est tombé au quatrième rang des économies mondiales, et le Royaume-Uni sont entrés en récession.

Et tandis que l'économie de la zone euro l'a échappé belle, la Commission européenne a récemment déclaré qu'elle s'attendait à une croissance plus lente que prévu en 2024 et a annoncé que le nombre de déclarations de faillite avait augmenté au cours du quatrième trimestre. Compte tenu de la modération de l'inflation, la Banque centrale européenne (BCE) est prête à réduire les taux d'intérêt dans les mois à venir. La Banque nationale suisse (BNS) pourrait devancer ses homologues après un ralentissement inattendu de l'inflation en janvier, en dépit de la hausse des prix de l'électricité et d'une hausse de la taxe sur la valeur ajoutée en début d'année.

Les décideurs chinois en matière de politique monétaire semblent réticents à l'idée de mettre en place des mesures de relance à grande échelle et se contentent de saupoudrer de petites mesures ici et là pour soutenir l'économie en difficulté. Nous ne nous attendons pas à ce que de nouvelles mesures politiques importantes soient prises dans un avenir proche.

Reportez-vous à la page 5 pour voir comment ces évolutions sont intégrées dans notre allocation d'actifs.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>		→				Pour un horizon d'investissement de 9 à 12 mois, nous prévoyons que les rendements des classes d'actifs dépassent ceux des liquidités restant sous-pondérées.
<b>2</b> <b>Obligations</b>			→			Nous restons neutres sur les obligations, avec une tendance défensive au niveau des sous-classes d'actifs et une préférence pour les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents, pour lesquels nous avons une position surpondérée. Nous considérons que la dette des marchés émergents est plus attrayante que le segment à haut rendement, où nous restons sous-pondérés. Nous réitérons notre opinion neutre à l'égard du crédit Investment Grade compte tenu des spreads très bas du segment, des révisions à la baisse et de l'augmentation des défaillances.
<b>3</b> <b>Actions</b>				↗		Nous relevons la pondération des actions de neutre à légèrement surpondérée, tout en restant sélectifs et défensifs dans notre positionnement régional. Les banques centrales semblent en avoir fini avec les relèvements de taux, et ce pour une bonne raison : aux États-Unis, le taux de chômage est resté stable à 3,7%. L'inflation continue de diminuer, comme le montrent les prix des biens de consommation durables aux États-Unis en février, en territoire déflationniste pour la première fois depuis mai 2019, ce qui devrait ouvrir la voie à d'éventuelles baisses de taux dès le premier semestre 2024. Ce scénario, caractérisé par une croissance relativement solide et une inflation modérée, devrait continuer à soutenir les valorisations des actifs à risque à moyen terme. Nous avons relevé le niveau des actions en faisant passer celles de la zone euro d'une double sous-pondération à une sous-pondération. Malgré un profil cyclique plus élevé et une économie régionale toujours en difficulté, nous pensons que les actions de la zone euro pourraient être en passe de se redresser au cours de l'année.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Des données économiques américaines plus solides que prévu et la crainte que la désinflation ne s'arrête quelque peu ont incité les responsables de la Fed à adopter un ton plus hawkish. Cela a remis en question les attentes du marché concernant une réduction imminente des taux et a exercé une pression sur l'or. Si l'or bénéficie encore d'un certain soutien sur le plan géopolitique, la hausse reste limitée en l'absence de réduction des taux. Nous réitérons toutefois notre opinion positive sur l'or. La baisse des rendements aux États-Unis et l'affaiblissement du dollar américain tendent à soutenir le métal précieux. L'or reste également une bonne protection contre la récession.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>		↘				Nous finançons nos opérations sur actions en réduisant les matières premières de neutres à sous-pondérées. Le tableau de la croissance économique mondiale reste au mieux mitigé, nous incitant à une plus grande prudence à l'égard de cette classe d'actifs très cyclique. Notre anticipation d'une poursuite de l'inflation modérée plaide en faveur d'un point de vue neutre sur les matières premières. Les risques à la hausse comprennent une aggravation des tensions géopolitiques et une accélération plus forte que prévu de l'économie chinoise, même si cela ne constitue pas notre scénario de base. La Chine exporte actuellement la déflation à l'échelle mondiale, car son économie est en perte de vitesse et les capacités excédentaires conduisent les exportateurs à réduire les prix des produits vendus à l'étranger.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Au sein des fonds alternatifs, nous apprécions les titres liés à l'assurance. Ils ont tendance à avoir une corrélation faible avec les marchés financiers traditionnels, car leur performance est liée à des événements d'assurance spécifiques, ce qui peut permettre de réduire le risque global de portefeuille.

# La Chine peut-elle éviter un faux pas en matière de « japonisation » ?

Le Walkman de Sony, un gadget technologique très convoité. Les premières consoles de jeu Nintendo qui ont fait battre le cœur des enfants. Ces réussites japonaises étaient l'incarnation d'un phénix renaissant de ses cendres après la destruction presque totale de l'industrie du pays pendant la Seconde Guerre mondiale. Mais le miracle économique n'a pas duré, donnant lieu à la « décennie perdue » et la Chine a ensuite pris sa place en tant que deuxième économie mondiale. La comparaison entre le Japon d'antan et la Chine d'aujourd'hui soulève la question de savoir si la Chine pourrait bientôt connaître un sort similaire.



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



**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

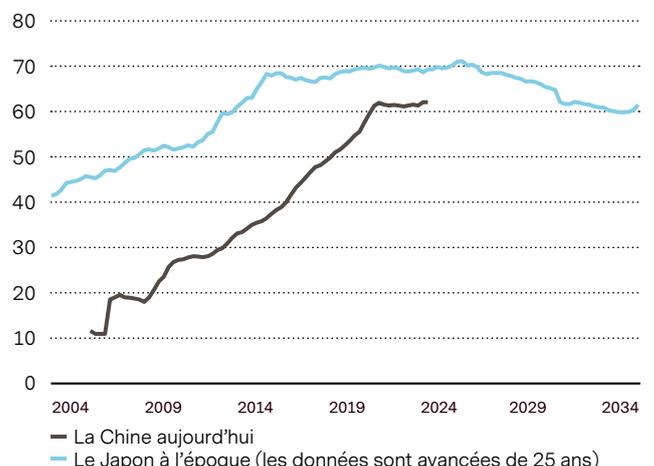
Le Japon a connu un boom économique après la Seconde Guerre mondiale et jusqu'au début des années 1990. En 1988, la valeur théorique des terrains au Japon dépassait de quatre à cinq fois celle des États-Unis (dont la taille est presque 25 fois supérieure à celle du Japon), et les prix de l'immobilier atteignaient des sommets vertigineux.

Un an plus tard, huit des dix plus grandes entreprises mondiales en termes de capitalisation boursière étaient domiciliées au Japon, et l'indice boursier Nikkei 225 grimpa d'un sommet à l'autre.

Les décideurs politiques de la Banque du Japon (BoJ) étaient préoccupés par la surchauffe de l'économie, mais sont restés pour la plupart à l'écart, surtout après le choc du « lundi noir » de 1987. Ensuite, la bulle des actifs japonais a éclaté, déclenchant une récession des bilans<sup>1</sup> et amorçant la « décennie perdue ». Le Nikkei 225 a perdu près des deux tiers de sa valeur en 1992, tandis que les prix de l'immobilier se sont effondrés d'environ 70 % en 2001.

**Graph. 1 : Développement avec un effet de levier plus fort avant ralentissement économique**

Ratio de l'endettement des ménages par rapport au PIB en %



Source : LSEG, Vontobel ; données au 9 février 2024.

### La Chine, ou le «Japon 2.0» ?

Il existe des similitudes qui méritent d'être soulignées. Dans les années 1990, la dette des ménages japonais représentait près de 70% du PIB. La dette de la Chine est passée d'environ 11% au début des années 2000 (graph. 1) à 62% au troisième trimestre 2023 (dernières données disponibles).

La situation du marché immobilier chinois rappelle ce qui est survenu au Japon. Le modèle économique des promoteurs immobiliers fortement endettés a été mis sous pression après des années de flambée des prix de l'immobilier chinois. Une nouvelle escalade de la crise pourrait avoir un impact considérable, car le marché de l'immobilier représente près de 30% du PIB de la Chine.

Selon le Fonds monétaire international, la croissance du PIB de la Chine devrait ralentir à 4,6% cette année et à 3,5% en 2028, contre un taux d'environ 5% en 2023. Cela se reflète également dans la baisse de la pression sur les prix, avec des signes croissants que la Chine est confrontée à une déflation encore plus importante. La baisse des prix elle recèle le risque que les consommateurs reportent leurs achats dans l'attente de prix encore plus bas et donc d'une spirale déflationniste, comme celle observée au Japon pendant des décennies.

Les deux pays sont confrontés à des tendances démographiques défavorables, telles que la diminution de la population active. Le taux de fécondité du Japon (nombre de naissances par femme) a culminé à 2,2 en 1967 et n'a cessé de chuter depuis lors, tombant à 1,5 au début des années 1990 et se maintenant à 1,3 depuis 2020. Le dernier taux de fécondité disponible en Chine (2021) est encore plus bas, à 1,2.

### Quels arguments s'opposent à une japonisation de la Chine ?

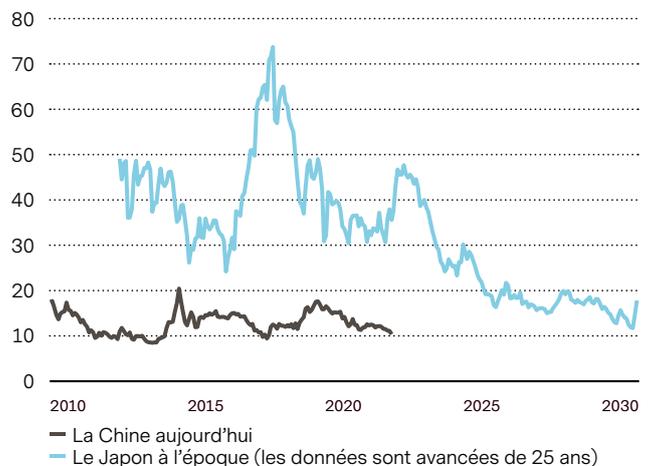
D'une part, l'économie chinoise semble surtout confrontée à un marché immobilier en pleine effervescence, et non à un marché boursier florissant. Le Nikkei 225 se négociait à 70 fois le ratio cours/bénéfice (C/B) au plus fort de la bulle japonaise, tandis que le Shanghai Composite se négocie actuellement à environ 12 fois ce ratio (graph. 2).

Le yen japonais s'est apprécié de 20% en quelques mois seulement après l'Accord de Plaza de 1985<sup>2</sup>. Ce n'est pas le cas du yuan chinois qui, contrairement au yen flottant librement, est arrimé.

Malgré son influence croissante dans le monde, la Chine reste un marché émergent. Des évolutions telles que des années d'urbanisation croissante vont à l'encontre d'une japonisation de la Chine, qui est souvent associée à une croissance économique plus forte.

### Graph. 2 : Pas de bulle boursière en Chine

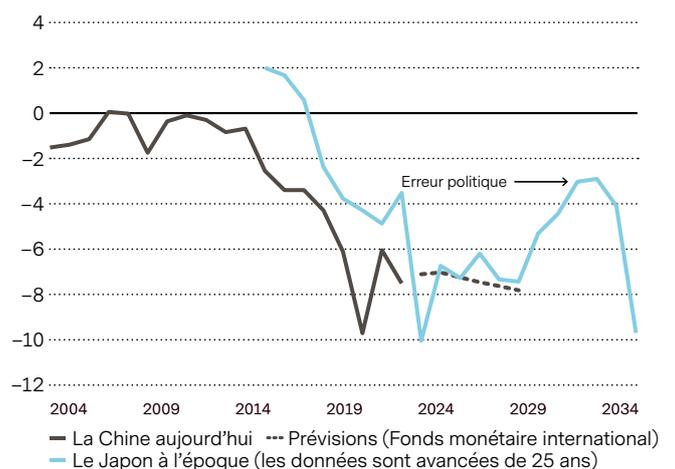
Évaluation des actions : ratio cours/bénéfice prévisionnel à 12 mois



Source : LSEG, Vontobel ; données au 9 février 2024.

### Graph. 3 : Un déficit budgétaire structurellement élevé pour contrer la récession du bilan ?

Déficits budgétaires en % du PIB



Source : LSEG, Vontobel ; données au 9 février 2024.

### Alimenter la réflexion

Il ne s'agit pas d'une comparaison à l'identique. Si la Chine devait subir la même situation que le Japon, les répercussions se feraient sentir dans toute l'économie mondiale, compte tenu de la contribution beaucoup plus grande de la Chine au PIB mondial et de son importance pour les marchés des matières premières. La Chine devra probablement soutenir l'économie par une politique budgétaire favorable plutôt que par une politique monétaire (graph. 3).

<sup>1</sup> Une récession des bilans est une période caractérisée par une déflation et une faible croissance et elle se produit lorsque des niveaux élevés d'endettement du secteur privé entraînent un ralentissement ou un déclin de la croissance économique, l'accent étant mis sur le remboursement de la dette plutôt que sur les investissements ou les dépenses. Selon l'économiste Richard C. Koo, la politique budgétaire, et non la politique monétaire (c'est-à-dire les réductions de taux), devrait être utilisée pour lutter contre une récession des bilans.

<sup>2</sup> Un accord entre la France, l'Allemagne de l'Ouest, le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni pour affaiblir le dollar US surévalué.

# Question de perception : l'évolution de l'investissement de qualité

Dans les années 1980, la plupart des gestionnaires d'actions se définissaient par la croissance ou par la valeur, la qualité était une simple niche. Aujourd'hui, la qualité constitue toutefois une approche distincte et populaire. La définition de la qualité s'est élargie et fait l'objet de différentes interprétations, la performance des stratégies de qualité divergeant parfois fortement selon les conditions de marché. Quatre experts en investissement de Vontobel explorent les nuances de la qualité et les prévisions pour une approche de qualité en 2024.





—  
**Matthew Benkendorf**  
 Chief Investment Officer Quality  
 Growth Boutique,  
 Vontobel



—  
**Jean-Louis Nakamura**  
 Head of Vontobel Conviction  
 Equities Boutique,  
 Vontobel



—  
**Andrea Gentilini**  
 Head of Quantitative  
 Investments,  
 Vontobel



—  
**Dan Scott**  
 Head of Vontobel Multi Asset,  
 Vontobel

— **Existe-t-il une définition académique de la qualité et comment a-t-elle évolué ?**

**Andrea Gentilini, Head of Quantitative Investments:** Oui, et cette définition a évolué car certains aspects spécifiques de la qualité ont gagné en pertinence pour les investisseurs au fil des périodes. Au début, les investisseurs se concentraient sur des mesures telles que le ratio dette/capitaux pour évaluer l'effet de levier d'une entreprise. L'accent mis sur la qualité a ensuite évolué vers la rentabilité dans l'ensemble du compte de résultat et, plus récemment, il s'est tourné vers la croissance et les éléments de stabilité, la documentation académique actuelle s'orientant largement vers la continuité (graph. 1: «Quality minus Junk»). À l'avenir, nous prévoyons que les mesures de qualité évolueront vers l'impact sur la planète et la société, de récentes études sur la corrélation entre la qualité et les critères ESG mettant cette tendance en lumière.

— **Comment trouvez-vous des entreprises de qualité dans les différents secteurs et régions ?**

**Matthew Benkendorf, CIO Vontobel Quality Growth Boutique:** En tant que gestionnaire actif, nous mettons en œuvre la qualité en recherchant constamment des «business models» comprenant des éléments relatifs à la sécurité, à la rentabilité et à la croissance tout au long du cycle. À l'époque de la bulle Internet, certains arguaient que les «vues» (consultations d'un site Internet) devraient remplacer les bénéfices en tant qu'indicateur de rentabilité. Aujourd'hui, certains soutiennent que l'investissement en dehors de l'objectif établi d'une stratégie, c'est-à-dire l'évolution du style, constitue une stratégie viable. Nous ne sommes pas d'accord et maintenons notre discipline distincte en matière de qualité dans le temps.

Dans notre quête de la qualité, nous exigeons un historique de performance minimum en matière de croissance rentable avant d'investir. Selon nous, une entreprise transformatrice continuera d'afficher des bénéfices et un potentiel de croissance après cinq ans. Si vous aviez investi dans Amazon en 2010, treize ans après son introduction en bourse et avec un historique de performance de croissance rentable sur cinq ans, votre investissement original aurait été multiplié par 17 aujourd'hui. Les gestionnaires actifs peuvent ajouter de la valeur en identifiant les entreprises qui présentent

non seulement des avantages concurrentiels historiques, mais également celles pouvant être maintenu à l'avenir.

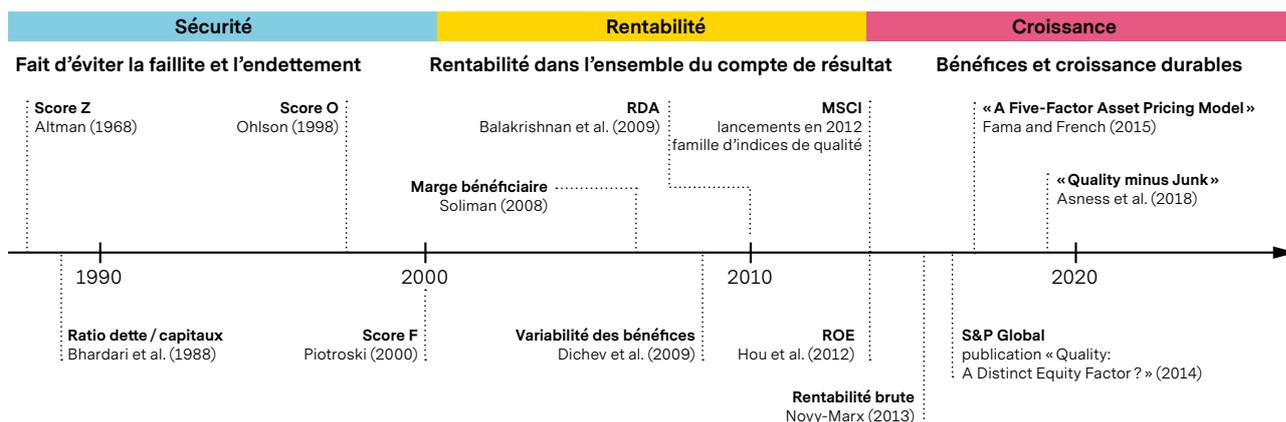
**Jean-Louis Nakamura, Head of Vontobel Conviction Equities Boutique:** Les entreprises de qualité ont tendance à occuper de solides positions dans leur secteur et affichent une capacité à investir dans la croissance future. Cependant, nous tenons compte de différents indicateurs quantitatifs lorsque nous évaluons la qualité d'un secteur à l'autre, non seulement au niveau de l'entreprise, mais aussi dans le contexte du secteur même. Par exemple, dans les industries lourdes telles que l'énergie et l'exploitation minière, nous examinons de plus près la capacité d'une entreprise à générer des bénéfices durables, tandis que dans le segment de la biotechnologie du secteur des soins de santé, nous attachons plus d'importance à la capacité d'une entreprise à réinvestir dans la recherche et le développement, ainsi qu'à son processus en matière d'innovation. Sur le plan géographique, nous pouvons utiliser des facteurs similaires lorsque nous évaluons la qualité au sein de notre univers suisse par rapport aux marchés émergents, mais notre analyse qualitative, qui comprend des réunions avec la direction, sera certainement différente.

**Matt:** Les entreprises de qualité peuvent s'avérer plus durables sur les marchés développés et, compte tenu d'une meilleure compréhension des approches de qualité, elles sont plus susceptibles d'y être utilisées à large échelle. La situation est quelque peu différente sur les marchés émergents: la qualité ne s'y est pas aussi bien établie en tant que style et évolue beaucoup plus rapidement. La qualité est moins coûteuse sur les marchés émergents en raison des risques inhérents et elle demande plus de patience, tandis que la valorisation gagne en importance sur les marchés développés.

**Jean-Louis:** Nous ajustons constamment la manière dont nous évaluons le positionnement dans les secteurs, une tâche parfois complexe dans l'environnement réglementaire et les conditions de concurrence actuelles. Regarder vers l'avenir sans trop nous éloigner de notre définition de la qualité relève d'un équilibre fragile, c'est pourquoi un cadre académique solide est essentiel.

# 10 Point de vue

Graph. 1: La définition de la qualité a évolué, s'ajustant au sentiment de marché de l'époque



Source: Vontobel, à des fins d'illustration uniquement. De 1968 à 2024.

## — La qualité résistera-t-elle à l'épreuve du temps ?

**Andrea:** Les facteurs de style (qualité, dynamique, valeur, volatilité et volume) contribuent à expliquer la performance dans un contexte de marchés mondiaux toujours plus complexes. Comprendre la manière dont chacun d'entre eux stimule les rendements et le risque dans un portefeuille peut aider les investisseurs à choisir un mélange de stratégies optimal. L'investissement factoriel classe les entreprises en fonction d'un indicateur (c'est-à-dire le facteur), puis analyse si les entreprises les mieux classées surperforment les entreprises les moins bien classées. Depuis 2001, le facteur de la qualité a réalisé une surperformance 83% du temps (graph. 2).

## — La qualité est-elle plus tactique ou stratégique ?

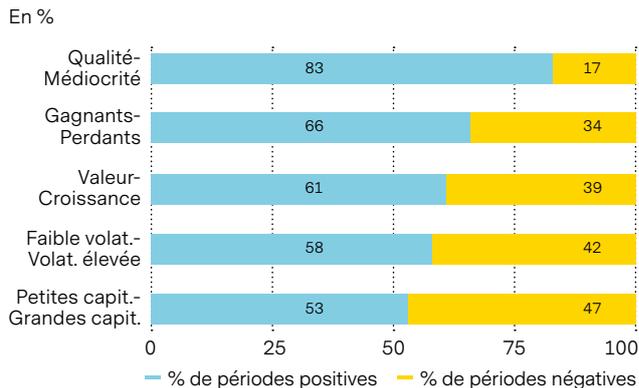
**Dan Scott, Head of Vontobel Multi Asset:** La majeure partie de nos rendements multi-actifs proviennent de notre allocation stratégique des actifs (ASA), une petite partie seulement provenant de notre allocation tactique des actifs (ATA). Pour nous, l'investissement dans la qualité n'est donc pas une question de calendrier, mais constitue plutôt une décision stratégique. La raison en est que des pertes moindres sur les marchés baissiers peuvent être cruciales pour augmenter son patrimoine au fil du temps. La faible volatilité associée à l'investissement de qualité élimine également les biais comportementaux et les investisseurs sont moins susceptibles d'agir de manière déraisonnable, par exemple en vendant à bas prix et achetant à haut prix.

La qualité peut être chère, mais ce prix qui peut sembler élevé sera compensé à long terme pour les investisseurs. Prenons l'exemple de Nestlé, une entreprise suisse considérée comme « monotone », mais dont le rendement global franchit chaque année depuis 1996 la barre des 12 %, surpassant habilement l'indice MSCI World, qui a généré un rendement de 6,9%. Même en enlevant les dividendes, une large part des rendements de Nestlé, l'entreprise réalise encore une surperformance.

## — Existe-t-il une corrélation entre la qualité et la croissance ?

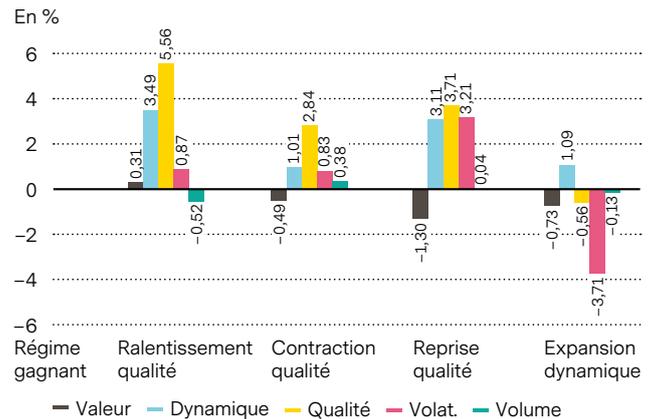
**Jean-Louis:** La qualité et la croissance sont sans nul doute deux facteurs distincts qu'il convient de considérer en tant que tels. Nombre des indicateurs utilisés pour définir la qualité se rapportent aux fondamentaux tels que les marges, les ventes et les revenus. La dernière décennie, marquée par une politique monétaire accommodante, a soutenu la croissance des ventes et l'expansion des marges, ce qui a assuré la réussite de nombreuses entreprises de croissance, dont certaines ont gagné le surnom des « 7 magnifiques ». Cela n'a toutefois pas été le cas pour toutes les entreprises, raison pour laquelle nous estimons qu'il est important d'opérer une nette distinction entre qualité et croissance.

**Graph. 2: Facteur qualité – les entreprises les mieux notées surperforment les moins bien notées**



Source : FactSet, Bloomberg, et Vontobel ; pour la période de janvier 2001 à novembre 2023.

**Graph. 3: Surperformance relative indices factoriels MSCI/ MSCI World depuis janv. 1990**



Source : LSEG, Vontobel. État à novembre 2023.

**Matt:** Bien que la croissance soit souvent considérée comme synonyme de qualité, se concentrer uniquement sur la croissance au détriment de tout le reste peut s'avérer préjudiciable. Si les investisseurs ne gèrent pas la qualité correctement, ils peuvent passer à côté de l'encassement des baisses et sont soumis à un risque plus élevé, car ils perdent en discipline en matière de valorisation, ce qui revêtira une importance croissante tout au long de l'année 2024.

#### — Comment concilier un déséquilibre à court terme avec une entreprise de qualité et ses rendements à long terme ?

**Matt:** Cela requiert de la patience, un élément complexe mais essentiel de l'investissement. Prenons les entreprises des soins de santé, notamment MedTech: elles ont le potentiel de croître de manière prévisible au cours des prochaines années, mais en 2023, le marché a baissé et les a contournées, se concentrant sur l'euphorie générée par le segment technologique. Cette année, elles pourraient être affectées par le cycle électoral ou par les discours liés aux réglementations. Les soins de santé constituent un bon exemple de cas dans lequel la patience est nécessaire pour obtenir des rendements à long terme malgré un déséquilibre à court terme.

#### — Quelle est la performance de la qualité dans différents régimes macroéconomiques ?

**Andrea:** Parmi les cinq facteurs, il est vrai que celui de la dynamique réalise une bonne performance dans tous les régimes, mais dans ceux où la qualité enregistre également une bonne performance, il se porte encore mieux (graph. 3). La manière dont nous considérons le futur régime est importante: la plupart des investisseurs ne s'attendent pas à ce que le marché haussier galopant et alimenté par les liquidités de la dernière décennie se maintienne lors de la prochaine. Un régime expansionniste semblant peu probable, la qualité est un bon chemin.

#### — Est-ce le bon moment pour la qualité ?

**Dan:** Selon nous, les entreprises de véritable qualité sont en bonne position pour générer des rendements à l'avenir, alors que le coût du capital augmentera et que la croissance du PIB devrait être inférieure à celle dont nous avons l'habitude dans le précédent environnement de taux d'intérêt nuls. Éviter les pertes au fil du temps fait partie d'un processus d'investissement sain et, alors que le paysage gagnera en volatilité, les investisseurs se concentreront davantage sur la qualité des bénéficiaires d'une entreprise, sur sa capacité à générer des rendements sur le capital investi et sur l'efficacité de sa gestion de capital. Cela dit, d'après nous, l'investissement dans la qualité n'est pas vraiment une question de calendrier, puisque les éléments de base de la qualité devraient rester constants dans tout portefeuille équilibré.

## Le dilemme de la Fed



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**À mesure que l'année s'écoule, les responsables de la Fed font face à une situation qui devrait normalement les réjouir : l'inflation a diminué plus rapidement que prévu. Toutefois, cette situation pose également un problème.**

Le problème réside dans le fait que l'inflation s'approchant régulièrement de l'objectif de 2% fixé par la Fed, les taux réels (corrigés de l'inflation) ont augmenté, ce qui pourrait resserrer exagérément la pression exercée sur l'activité économique (graph. 1). Compte tenu de la meilleure estimation de la Fed d'un taux d'intérêt nominal « neutre » qui ne stimule ni ne ralentit la croissance, ou d'une inflation de 2,5% (0,5% en termes réels), tout ce qui est supérieur à ce taux pèse encore sur l'économie. Cela signifie que la Fed pourrait aisément réduire ses taux sans changer son credo « higher for longer » (plus élevés pendant plus longtemps). La politique monétaire resterait restrictive. La difficulté consiste à déterminer le calendrier et l'ampleur des réductions de taux qui devraient débuter au deuxième trimestre. Conformément au dernier résumé des projections économiques de la Fed, la banque centrale a l'intention de réduire son taux directeur d'au moins 75 points de base cette année.

### Conditions de prêt strictes

L'enquête d'opinion de la Fed auprès des responsables des prêts montre que les banques ont resserré leurs conditions de prêt jusqu'au quatrième trimestre 2023, mais que la proportion a diminué par rapport aux trimestres précédents.

Une grande partie des banques a déclaré avoir reçu moins de demandes de la part d'emprunteurs potentiels concernant la disponibilité et les conditions de nouvelles lignes de crédit ou d'augmentations de lignes existantes (graph. 2). Cela indique que les entreprises américaines restent très prudentes et réticentes à faire fructifier leur argent dans l'immédiat. Selon le rapport, il semble que « les clients investissent moins dans les usines ou les équipements et que les besoins de financement pour les stocks, les comptes clients et les fusions ou acquisitions diminuent ». La diminution des emprunts reflète souvent une baisse des investissements par les entreprises et une diminution de l'activité d'embauche, qui pèsent à leur tour sur la croissance économique. Dans le passé, le resserrement des conditions de prêt a entraîné un élargissement du spread entre les rendements des obligations d'entreprises plus risquées et ceux des emprunts d'État.

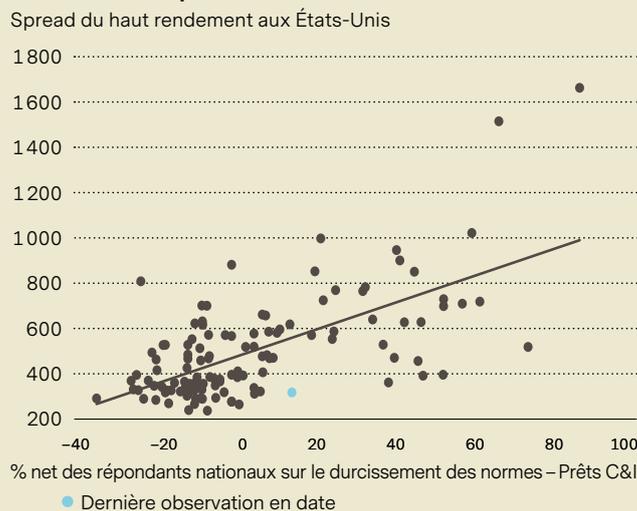
Le resserrement des spreads ne compense pas l'impact attendu de la hausse des coûts de financement sur les bilans des entreprises. Nous réaffirmons nos perspectives positives pour le revenu obligataire de première qualité et restons défensifs sur l'allocation de crédit, avec une position neutre et sous-pondérée sur les obligations Investment Grade et haut rendement.

**Graph. 1: La main invisible – dévoiler le taux réel des fonds fédéraux**



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 14 février 2024

**Graph. 2: La rigueur des normes de prêt et la hausse des coûts d'emprunt**



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 14 février 2024

# Un geste tactique



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

**Après le «rebond du presque tout» qui a caractérisé les mois de novembre et de décembre, les investisseurs en actions sont devenus plus sélectifs depuis début janvier. D'une part, la combinaison de données solides sur la croissance économique et de chiffres solides sur l'emploi a alimenté les espoirs d'un atterrissage en douceur. D'autre part, les données mitigées sur l'inflation en décembre et en janvier, ainsi que la vigueur de l'économie, ont incité les banques centrales à repousser les réductions de taux imminentes.**

C'est notamment le cas de la Fed, qui a clairement adopté un ton moins accommodant lors de sa réunion de fin janvier. Pourtant, à l'heure où nous écrivons ces lignes, les marchés sont en plein essor, l'indice MSCI ACWI Net Total Return ayant progressé de plus de 3% depuis le début de l'année, atteignant un niveau record et dépassant le pic de décembre 2021. Est-ce trop et trop tôt? Nous ne le pensons pas et relevons tactiquement les actions pour les surpondérer.

Le marché américain reste un moteur important des indices mondiaux, ce qui nous rappelle ce qui s'est passé en 2023, lorsque les méga-capitalisations américaines

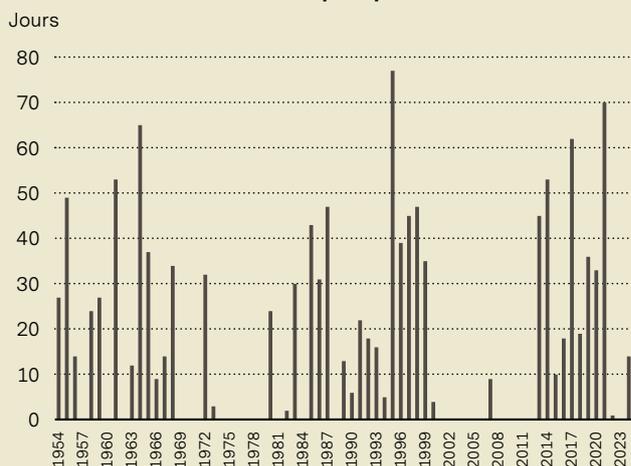
liées à la technologie ont ouvert la voie. Aux États-Unis, des bénéfices encourageants, notamment dans le segment technologique des grandes capitalisations, et des données macroéconomiques favorables ont poussé l'indice S&P 500 au-dessus de la barre des 5000 pour la première fois et à son quatorzième sommet historique depuis le début 2024 (graph. 1).

Le mois de février a été marqué par la plus forte augmentation de la capitalisation boursière en une seule journée, Meta arrivant en tête du classement après la publication de ses résultats du quatrième trimestre et un bond de près de 200 milliards USD de capitalisation boursière (graph. 2). Un coup d'œil sur l'Europe montre une situation similaire, l'indice Stoxx Europe 600 étant également en territoire positif, grâce à la technologie, aux services de communication, à la consommation discrétionnaire (notamment les produits de luxe) et aux valeurs financières.

### Perspectives

Un probable changement accommodant dans le langage des banques centrales devrait soutenir les multiples de valorisation, sans oublier qu'il s'agit d'un facteur de fluctuation majeur pour les actifs actuellement investis dans les fonds du marché monétaire. Dans cet esprit, en se projetant dans un horizon de neuf à douze mois, le Comité d'investissement de Vontobel relève tactiquement les actions pour les surpondérer, tout en restant régionalement diversifié et en privilégiant la prévisibilité des bénéfiques, que nous estimons pouvoir trouver dans les actions suisses et américaines. Vous trouverez de plus amples informations à la page 5.

**Graph. 1: Indice S&P 500 – nombre de sommets historiques par an**



— Nombre de sommets historiques de l'indice S&P 500 par an

Source : LSEG, Vontobel ; données au 16 février 2024

**Graph. 2: Les 10 plus fortes hausses de capitalisation boursière en un jour de l'histoire**



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 16 février 2024.

# Le forage économique du pétrole



—  
**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**Récemment, le pétrole a bénéficié de nombreux soutiens géopolitiques : attaques contre les infrastructures pétrolières russes, efforts infructueux pour parvenir à un cessez-le-feu à Gaza ou incertitudes en mer Rouge. Malgré les tensions, les prix du pétrole se négocient depuis des mois entre 75 et 85 USD.**

Les signaux de la demande sont contradictoires. L'Agence internationale de l'énergie a revu à la baisse ses prévisions concernant la demande mondiale de pétrole, qui ne devrait plus progresser que de 1,2 million de barils par jour (mbpj) en 2024 en raison de l'affaiblissement de l'économie chinoise. Ce chiffre est inférieur aux prévisions précédentes de 1,24 million de barils par jour. L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) est beaucoup plus optimiste et préconise 2,25 millions de barils par jour. Parallèlement, les consommateurs avides de voyages soutiennent la demande de kérosène, tandis que les données économiques américaines solides alimentent les espoirs d'un atterrissage en douceur (graph. 1).

Du côté de l'offre, la production pétrolière des États-Unis, qui a atteint un niveau record de plus de 13,3 mbpj fin 2023, selon l'Energy Information Administration, qui a été plus faible que prévu en janvier (12,6 mbpj). Les

conditions météorologiques extrêmes ont provoqué le gel des puits et des pipelines. Outre une série d'arrêts planifiés, cette situation a entraîné une chute de la production des raffineries, qui a atteint son niveau le plus bas depuis la fin 2022. Presque au même moment, l'Energy Information Administration a déclaré que les stocks de pétrole des États-Unis avaient augmenté de 12 millions de barils au cours de la première semaine de février, soit nettement plus que les 2,6 millions de barils attendus. Certains l'ont interprétée comme un signe d'affaiblissement de la demande.

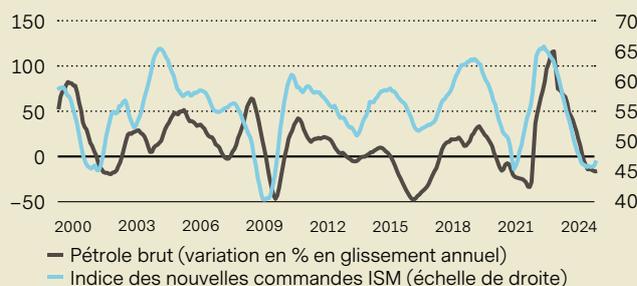
## Réductions de l'OPEP

L'OPEP et ses alliés poursuivront les réductions de production annoncées jusqu'à la fin du premier trimestre. L'Arabie saoudite a indiqué que les restrictions pourraient être maintenues par la suite. Toutefois, compte tenu de la capacité excédentaire accumulée et du fait que l'Arabie saoudite devra assumer seule la plupart des réductions, les acteurs du marché semblent douter que les paroles soient réellement suivies d'actes (graph. 2). La volte-face concernant le projet d'expansion de la capacité de Saudi Aramco a également été considérée par certains comme un élément baissier. Le Royaume a demandé à l'entreprise publique d'énergie de viser une capacité maximale de 12 mbpj d'ici 2027, soit un million de moins que ce qui avait été précédemment annoncé.

Bien que l'escalade géopolitique ou une réaccélération sensible de l'économie chinoise ne fasse pas partie de notre scénario de base, elle reste un risque de perte extrême susceptible de pousser fortement les prix à la hausse. En l'absence de chocs inattendus, le pétrole devrait continuer à se négocier dans une fourchette de 75 à 85 USD.

**Graph. 1: Les indicateurs avancés témoignent d'une amélioration de l'économie**

Moyenne mobile sur 1 an (deux axes)



Source : LSEG, Vontobel ; données au 16 février 2024

**Graph. 2: Les excédents de capacité deviendront un enjeu en 2024**

Millions de barils par jour



Source : LSEG, Vontobel ; données au 16 février 2024

# Une surprise suisse



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Le franc suisse s'est légèrement déprécié par rapport à l'euro et s'est affaibli plus nettement par rapport au dollar US en janvier, date à laquelle le président de la BNS, Thomas Jordan, a déclaré que la banque centrale était de plus en plus préoccupée par la vigueur du franc et son impact négatif sur les entreprises suisses. Cette reconnaissance peut être considérée comme un premier pas vers une gestion active de la baisse du franc.**

S'il est peu probable que la BNS commence réellement à vendre des francs suisses, le simple fait d'arrêter les achats dans un contexte de baisse des rendements en Suisse pourrait contribuer à l'affaiblissement du franc au cours de l'année.

Les données sur l'inflation suisse ont pris une tournure inattendue en janvier, ouvrant éventuellement la voie à la BNS pour envisager des réductions de taux plus tôt que prévu. Les prix à la consommation ont augmenté de 1,3% par rapport à l'année précédente, soit bien moins que les 1,7% prévus par les économistes. Le taux d'inflation de base, qui exclut l'impact des éléments volatils tels que l'énergie et les denrées alimentaires, est passé de 1,5% à 1,2% (graph. 1). Cette baisse a été particulièrement surprenante, car certains prix sont contrôlés au sein de

l'économie suisse. En outre, les coûts de l'électricité et la taxe sur la valeur ajoutée ont augmenté au début de l'année. Les économistes envisageaient initialement que la BNS commence à réduire ses taux en septembre, mais l'inflation plus faible que prévu a incité certains à avancer cette date. La probabilité implicite du marché pour une réduction de 25 points de base en mars a doublé, passant d'environ 30% à plus de 60%. La BNS, unique parmi ses homologues mondiaux, se réunit tous les trimestres, ce qui rend son calendrier moins flexible.

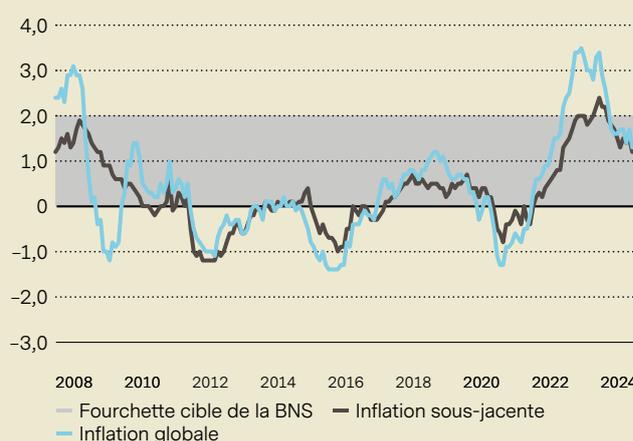
## Retour à la vigueur du dollar US

La baisse de l'euro reflète partiellement une correction de la vente trop rapide du dollar US en novembre et décembre, le mois de janvier étant marqué par un retracement de certains de ces mouvements (graph. 2). Il est difficile d'être optimiste quant au taux de change entre l'euro et le dollar, compte tenu du contraste frappant entre des indicateurs économiques US solides et des nouvelles moroses en provenance de la zone euro. La question reste de savoir si l'évolution favorable de l'économie américaine se poursuivra, ce qui influencerait les rendements et les perspectives du dollar en 2024.

Les investisseurs sont très attentifs à la date à laquelle les réductions de taux commenceront. La BCE a déclaré qu'il existait un «large consensus» pour considérer qu'il était prématuré de discuter de réductions des taux directeurs lors de la réunion de janvier, mais il ne fait aucun doute qu'elle s'en rapproche. Christine Lagarde, présidente de la BCE, s'est opposée aux attentes du marché, soulignant l'importance de disposer de davantage de données et de se situer à un stade plus avancé du processus de désinflation.

**Graph. 1: Ralentissement inattendu de l'inflation en Suisse**

En variation annuelle en %



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 14 février 2024

**Graph. 2: Les partisans du dollar reprennent la main**

Indice dollar US



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 14 février 2024

# Conjoncture et marchés financiers 2022 – 2025

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 2022 à 2023, ainsi que les prévisions du consensus pour 2024 et 2025.

<b>PIB (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL<sup>1</sup></b>	<b>CONSENSUS 2024</b>	<b>CONSENSUS 2025</b>
Mondial (G20)	2,9	2,7	2,9	2,3	2,6
Zone euro	3,4	0,5	0,1	0,5	1,4
États-Unis	1,9	2,5	3,1	1,6	1,7
Japon	1,0	2,0	1,0	0,8	1,0
R.-U.	4,5	0,3	-0,2	0,4	1,2
Suisse	2,7	0,8	0,4	1,2	1,5
Australie	3,8	1,9	2,1	1,4	2,2
Chine	3,0	5,2	5,2	4,6	4,4

<b>INFLATION</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2024</b>	<b>CONSENSUS 2025</b>
Mondial (G20)	7,5	4,4	3,6	5,3	3,3
Zone euro	8,4	5,5	2,8	2,3	2,1
États-Unis	8,0	4,1	3,1	2,7	2,3
Japon	2,5	3,2	2,6	2,2	1,7
R.-U.	9,1	7,3	4,0	2,6	2,1
Suisse	2,8	2,2	1,3	1,5	1,4
Australie	6,6	5,7	4,1	3,4	2,8
Chine	2,0	0,2	-0,8	1,0	1,7

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR	2,50	4,50	4,50	4,25	3,25
USD	4,50	5,50	5,50	5,15	3,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,02	0,05
GBP	3,50	5,25	5,25	5,05	3,85
CHF	1,00	1,75	1,75	1,60	1,16
AUD	3,10	4,35	4,35	4,35	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR (Allemagne)	2,6	2,0	2,38	2,19	2,15
USD	3,9	3,9	4,27	3,87	3,69
JPY	0,4	0,6	0,74	0,85	0,95
GBP	3,7	3,5	4,09	3,79	3,55
CHF	1,6	0,7	0,91	0,85	0,96
AUD	4,1	4,0	4,19	4,27	3,87

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
CHF / EUR	0,99	0,93	0,95	0,96	-
CHF / USD	0,94	0,84	0,88	0,87	-
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,61	-
CHF / GBP	1,12	1,07	1,11	1,10	-
USD / EUR	1,06	1,10	1,08	1,10	-
JPY / USD	130,00	141,00	150,00	142,00	-
USD / AUD	0,67	0,68	0,65	0,68	-
GBP / EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	-
CNY / USD	6,91	7,10	7,19	7,13	-

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	83	83	83
Or, USD par once troy	1824	2063	2005	2050	2115
Cuivre, USD par tonne métrique	8372	8559	8314	8500	9091

<sup>1</sup> Dernier trimestre disponible

<sup>2</sup> Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 16 février 2024

# 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](http://vontobel.com)

