

Investors' Outlook

Coupez ! C'est dans la boîte.



Février 2024



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

La mise en scène de 2024

6 Points saillants du marché

Les consommateurs américains continueront-ils à maintenir leur rôle de moteur économique ?

8 Point de vue

Un coup de projecteur sur la révolution numérique en Amérique latine qui prend forme

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager mtX,
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 and 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 : Mars 2024)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

26 janvier 2024

Remarques

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

Coupez ! C'est dans la boîte.



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

« L'année de l'obligation », « L'année des baisses de taux », « L'année de la récession » : 2024 a déjà reçu de nombreux surnoms. Quelle que soit la qualification choisie par les investisseurs, il apparaît de plus en plus clairement que la page des hausses de taux d'intérêt les plus agressives depuis quarante ans est enfin tournée et que la poussière commence à retomber. Le nouvel épisode a déjà commencé.

Les marchés considèrent les baisses de taux comme une évidence, de nombreux investisseurs étant convaincus que la Réserve fédérale américaine a réussi à maîtriser l'inflation sans détruire l'économie. Nous continuons à penser qu'une récession se dessine ; les effets des rapides augmentations des taux d'intérêt continuent à ronger l'économie réelle. Mais nous reconnaissons également que ce créneau se referme peu à peu. Tout d'abord, il faudrait que le marché du travail américain s'affaiblisse au cours des prochains mois. Autrement, le scénario d'un atterrissage en douceur deviendra plus probable.

Cela signifie également que nous revenons aux bases. L'époque de la politique de taux d'intérêt zéro est bel et bien révolue. Les taux sont suffisamment élevés pour qu'il y ait un coût du capital, et l'inflation est supérieure à zéro. Nous entrerons donc davantage dans un environnement traditionnel où les taux peuvent tendre à la baisse, mais où il y a toujours un taux sans risque. La croissance économique devrait être plus modeste et les prévisions pour les prix des actifs pourraient être quelque peu revues à la baisse. Nous pensons qu'il est préférable de rester investi, mais de se cantonner à des noms défensifs et de qualité pour le moment. Une position plus cyclique pourrait être plus appropriée vers la fin de l'année.

Nous gardons un œil sur l'immobilier commercial aux États-Unis, qui a le potentiel d'avoir un effet domino sur les marchés de capitaux si les choses tournent mal. Les turbulences sur les marchés privés et la géopolitique

restent également des thèmes susceptibles de gâcher l'ambiance, avec le risque que les États-Unis soient entraînés plus profondément dans le regain de tension en mer Rouge.

Cette année est également une année électorale historique, puisque près de la moitié de la population mondiale votera pour les dirigeants des pays respectifs. Nous nous concentrons sur les États-Unis et sur ce qui devrait être un match retour entre le Président Joe Biden et Donald Trump, même si nous ne pouvons pas encore affirmer que la conclusion est connue d'avance, car l'autre candidate républicaine Nikki Haley pourrait encore tenir son rang et une surprise pourrait également se produire du côté des Démocrates.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, vous trouverez une analyse approfondie de la capacité des consommateurs américains à continuer à stimuler la plus grande économie mondiale, notre point de vue sur les implications des tensions en mer Rouge pour le pétrole, et une analyse par nos collègues de la boutique Conviction Equities des conséquences du rattrapage de l'Amérique latine dans la révolution numérique pour les différents secteurs de la région.

Cette année s'annonce riche en événements et, en tant que gestionnaire actif, nous sommes prêts à observer de près ou de loin les thèmes importants pour guider nos décisions et nous sommes prêts à repositionner notre caméra en fonction des rebondissements que 2024 pourrait apporter au monde.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

La mise en scène 2024

Les choses ne se passent pas toujours comme prévu, et 2023 nous l'a rappelé une fois de plus. Parmi les événements qui ont pris les investisseurs au dépourvu, citons les ondes de choc qui se sont propagées sur les marchés financiers, déclenchées par des titres aussi discrets que Silvergate Capital et Silicon Valley Bank, l'effondrement d'une banque suisse emblématique qui s'en est suivi, la révision à la baisse de la note souveraine des États-Unis et les attaques du Hamas en Israël, suivies des tensions dans la mer Rouge. Que nous réserve donc 2024 ?

Nous réitérons notre scénario économique de base pour le moment, qui prévoit toujours une récession aux États-Unis. Les raisons expliquant cette décision non consensuelle sont multiples : la politique monétaire fonctionne avec des décalages longs et variables, et l'impact des taux d'intérêt plus élevés n'a pas encore été pleinement ressenti par l'économie. Les consommateurs et les entreprises sont confrontés à un resserrement des normes de prêt et, contrairement à l'année dernière, il est peu probable que des mesures de relance budgétaire viennent à la rescousse des consommateurs, compte tenu des divisions profondes au sein du Congrès et des élections présidentielles imminentes. Nous ne prévoyons pas de forte impulsion de croissance de la part de la

Chine qui soutiendrait la croissance mondiale. En outre, la prudence des entreprises en matière de dépenses d'investissement est également révélatrice de la faiblesse à venir.

Sur une note positive, nous ne pensons pas que l'inflation constituera un fardeau trop lourd. Bien qu'il soit difficile de rétablir l'inflation à 2 % (l'objectif de la Fed), il est peu probable que l'on assiste à une deuxième vague d'inflation. Les pénuries mondiales de marchandises se sont atténuées, de nombreuses entreprises ont constitué d'importants stocks et la Chine exporte même la déflation dans le monde. Par ailleurs, les données relatives à l'inflation sous-jacente aux États-Unis, qui constituent un élément clé pour la Fed, se rapprochent rapidement de l'objectif fixé.

L'année 2024 pourrait réserver quelques surprises au monde entier. L'un des facteurs clés à surveiller est le marché du travail américain, qui a commencé à s'essouffler mais qui reste étonnamment résistent. Nous pensons que l'absence de suppressions d'emplois au cours des prochains mois rendrait un atterrissage en douceur de plus en plus envisageable. Consultez la page 5 pour les détails de notre allocation d'actifs.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		→				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.
2 Obligations			→			Nous restons neutres sur les obligations, avec une tendance défensive au niveau des sous-classes d'actifs et une préférence pour les obligations d'État et des marchés émergents. Les emprunts d'État offrent un gain asymétrique aux niveaux actuels tout en assurant une protection, à savoir que l'éventualité d'une hausse est supérieure au risque de baisse. La dette des pays émergents est plus intéressante pour nous que le segment à haut rendement, où nous restons sous-pondérés. En outre, cette dette devrait bénéficier de l'affaiblissement du dollar US lorsque la Fed deviendra accommodante.
3 Actions			→			Nous restons neutres sur les actions et gardons une position défensive au niveau régional. La classe d'actifs est coincée entre le marteau et l'enclume, surtout après le rebond de fin d'année, l'un des plus forts depuis des décennies, propulsé principalement par l'anticipation de la fin des hausses de taux par les banques centrales dans un contexte d'affaiblissement de l'inflation, ouvrant ainsi la voie à d'éventuelles baisses de taux dès le 1er semestre 2024. Nous prévoyons une surperformance du style « qualité », laquelle se tient le mieux dans les actions américaines et suisses, où nous restons surpondérés. Les actions suisses défensives devraient bénéficier de la baisse des rendements et du ralentissement de la croissance économique. Nous considérons que les actions européennes sont vulnérables de par leur plus grande exposition de revenus à une économie chinoise en difficulté et de par la prédominance des secteurs cycliques, ce qui les rend sujettes au risque de révisions des bénéfices. Nous restons neutres à l'égard des actions japonaises et des marchés émergents.
4 Or				→		Nous gardons une opinion légèrement positive sur l'or, l'une des classes d'actifs les plus performantes en 2023, ayant terminé l'année en hausse d'environ 14% (en dollars US). Elle a bénéficié des anticipations d'un changement imminent de la politique de la Fed, d'une forte demande des banques centrales, d'une demande solide des principaux marchés de détail et des risques géopolitiques. Nous prévoyons un affaiblissement du dollar US et des rendements réels, ce qui stimule généralement l'or.
5 Matières premières			→			L'une des rares classes d'actifs à avoir enregistré des rendements négatifs l'année dernière, le moteur clé des matières premières reste la trajectoire de la croissance mondiale. L'offre excédentaire dans de nombreux secteurs du complexe des matières premières n'a pas arrangé la situation. La production record de pétrole aux États-Unis a permis d'amortir le choc des réductions de production répétées du cartel de l'OPEP+, et un hiver exceptionnellement doux a entraîné des stocks élevés de gaz naturel. La classe d'actifs pourrait bénéficier d'un certain soutien de la géopolitique (cf. les tensions au Moyen-Orient) et de nos prévisions d'affaiblissement du dollar US (les matières premières profitent généralement d'un billet vert faible). Nous restons donc neutres pour les matières premières.
6 Stratégies alternatives				→		Nous restons neutres sur les fonds alternatifs et l'immobilier. 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 et peuvent donc contribuer à réduire le risque global de portefeuille.

Évolution par rapport au mois précédent:

identique → augmentation ↗ réduction ↘

Les consommateurs américains continueront-ils à maintenir leur rôle de moteur économique ?

L'année dernière, les investisseurs ont surveillé de près la première économie mondiale, beaucoup anticipant une récession. L'une des raisons pour lesquelles elle n'a pas frappé en 2023 a été la résistance persistante des consommateurs américains. Ils ont continué à dépenser, en partie grâce à l'épargne accumulée lors de la pandémie et à la vigueur du marché du travail, ce qui a permis à l'économie d'éviter une récession. Mais combien de temps cela durera-t-il ?



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

La consommation privée s'affaiblit, mais pas aux États-Unis. Les consommateurs se serrent la ceinture dans de nombreuses régions du monde. En Europe, la consommation privée s'est effondrée presque à l'arrivée de la crise énergétique en 2022 et ne s'est toujours pas rétablie. Les consommateurs chinois ont commencé à se restreindre bien plus tôt, dès l'apparition de la pandémie de Covid-19.

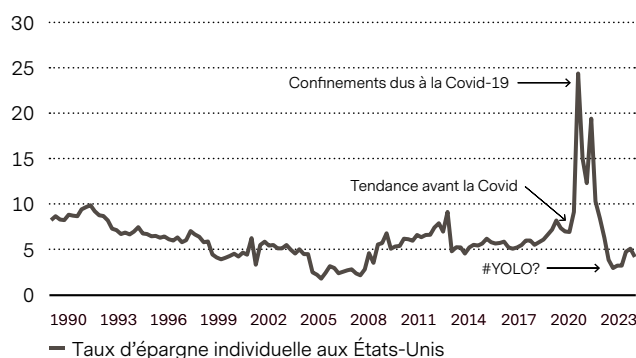
Mais la situation aux États-Unis est différente. Les dépenses de consommation, qui représentent environ 70 % du produit intérieur brut des États-Unis, ont poursuivi leur tendance d'avant la pandémie, semble-t-il sans être perturbées.

Cette forte consommation est assez surprenante. On pourrait s'attendre à ce que les consommateurs réduisent leurs dépenses sur fond de taux d'intérêt élevés, d'affaiblissement de l'économie et de stagnation du revenu réel (à savoir le revenu nominal corrigé de l'inflation) depuis un certain temps. Or, fidèles à la devise «you only live once» («on ne vit qu'une fois», familièrement

appelée #YOLO en anglais), ils dépensent encore plus qu'avant (graph. 1).

Graph. 1 : Les consommateurs ont moins épargné depuis la fin des confinements

Pourcentage du revenu disponible



Source : LSEG, Vontobel ; données au 11 janvier 2024

Explosion des rêves immobiliers, forte croissance des actifs, solidité du marché du travail

Plusieurs raisons expliquent cette humeur dépensière. Premièrement, les consommateurs semblent se rattraper après les restrictions imposées par la pandémie de Covid-19 (sous forme de « dépenses de vengeance » très souvent évoquées).

Deuxièmement, les tensions sur le marché du logement découragent de nombreux consommateurs d'épargner. Selon l'indice d'accessibilité au logement de l'Association nationale des agents immobiliers (National Association of Realtors), une famille américaine type ne dispose plus d'un revenu suffisant pour pouvoir bénéficier d'un prêt hypothécaire pour une maison à prix médian. Parallèlement, les taux d'intérêt pour un prêt hypothécaire à taux fixe sur 30 ans restent assez élevés, à un peu moins de 7%. Ainsi, le poste de dépenses le plus important devient une perspective de plus en plus lointaine, et beaucoup se demandent pourquoi ils devraient épargner.

Troisièmement, les consommateurs sont de plus en plus confortés dans une fausse impression de sécurité. Lors des dernières récessions, les consommateurs pouvaient compter sur le gouvernement pour intervenir par de généreuses mesures de relance. Nombreux sont ceux qui semblent y croire à nouveau.

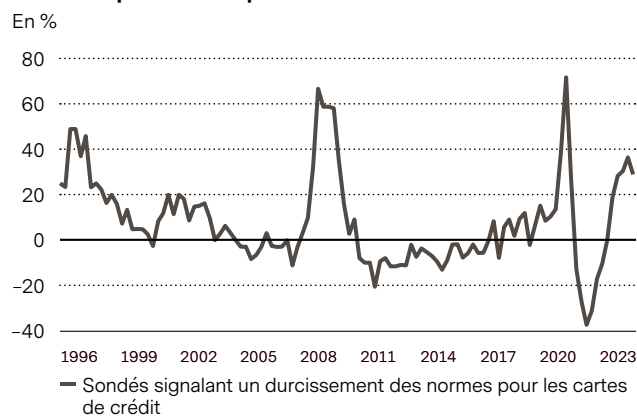
Les économies excédentaires constituent une autre raison importante. Ces données peuvent être très difficiles à interpréter, car elles sont sujettes à des révisions assez importantes. Toutefois, les consommateurs disposent probablement d'économies plus importantes que prévu. Il existe également d'autres effets de richesse positifs. Quiconque a investi dans des actions ou dans l'immobilier au cours des cinq dernières années a réalisé des gains considérables, ce qui a probablement stimulé les dépenses. Cependant, le passage à un nouveau prêt hypothécaire s'accompagne toujours de coûts de financement élevés, et la plupart des propriétaires conservent leurs biens immobiliers existants. La majeure partie de ces actifs reste donc illiquide.

Les ménages américains sont également en meilleure position aujourd'hui que par le passé. Le ratio de couverture du service de la dette des ménages privés était d'environ 5,8% au 3^e trimestre 2023, soit le même niveau qu'avant la pandémie. Il est important de souligner que de nombreux consommateurs ont négocié des conditions de financement favorables lorsque les taux d'intérêt étaient bas et que leur exposition aux risques d'une hausse des taux est limitée.

De #YOLO à #YOYO

Toutefois, certains éléments indiquent que #YOYO («you're on your own» ou «débrouillez-vous tout seul») pourrait bientôt remplacer #YOLO. Les consommateurs sont confrontés à des conditions de crédit durablement strictes (graph. 2). Le coût de l'endettement est en outre élevé. Le taux d'intérêt moyen des cartes de crédit au 4^e trimestre 2023 était supérieur à 21%. Et nous doutons que le gouvernement prenne de nombreuses mesures de relance budgétaire en 2024. À l'approche

Graph. 2 : Confrontés au durcissement des conditions de crédit par les banques

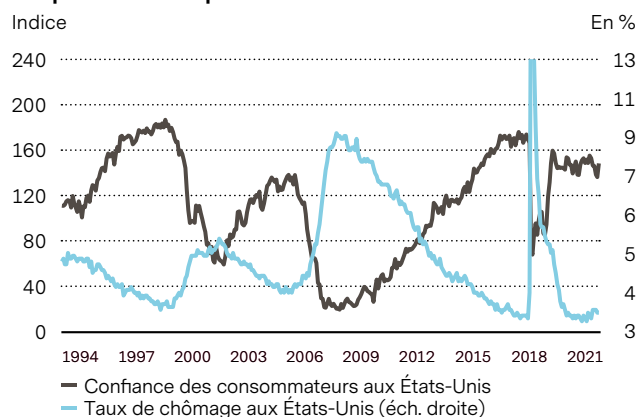


Source : LSEG, Vontobel ; données au 11 janvier 2024

des élections américaines du 5 novembre, il est peu probable que le Congrès, divisé, approuve d'importantes dépenses supplémentaires. Ni les démocrates ni les républicains ne devraient être incités à faire des concessions l'un à l'autre.

La principale raison est et reste le marché du travail, qui demeure solide en comparaison historique (graph. 3). S'il ne s'affaiblit pas sensiblement, une chute de la consommation, et donc de la croissance économique, est peu probable. Dans notre scénario de base, nous supposons toutefois que le marché du travail s'affaiblira. Les entreprises ont maintenant commencé, lentement mais sûrement, à réduire leurs plans de dépenses d'investissement, à couper les postes vacants et à réduire les prix. Il s'ensuivra probablement une hausse du chômage et une baisse de la consommation.

Graph. 3 : Tout dépend du marché du travail



Source : LSEG, Vontobel ; données au 11 janvier 2024



Un coup de projecteur sur la révolution numérique en Amérique latine qui prend forme

«Cash is king» – «L'argent liquide est roi»: si cette expression est connue dans le monde entier, il y a toutefois peu de régions où celle-ci s'applique avec autant de pertinence qu'en Amérique latine. Forte d'une population estimée à quelque 650 millions d'habitants¹, l'Amérique latine a, de fait, pris un retard considérable par rapport à la plupart des régions du monde en matière d'accès aux services bancaires et financiers (graph. 1).



Anthony Corrigan
Client Portfolio Manager mtX,
Vontobel

Les chiffres de la Banque mondiale indiquent ainsi que 120 millions de personnes de cette région (26% de la population âgée de 15 ans et plus) ne disposent d'aucun accès bancaire, de sorte qu'elles ne possèdent pas de compte auprès d'un établissement financier ou d'un prestataire de services financiers mobiles. Si l'on ajoute à cela le pourcentage de la population ne disposant que d'un accès bancaire trop restreint, il n'est pas surprenant qu'un nombre important de transactions continuent d'être effectuées en espèces. Un article de Forbes² publié en 2022 estimait à cet égard que cela représentait jusqu'à 58% des achats dans les points de vente.

Une analyse plus détaillée des chiffres révèle toutefois qu'un large éventail de disparités existe entre les différents pays de la région. Comptant près de 128 millions d'habitants, le Mexique est ainsi à la traîne en matière d'accès aux services bancaires (même si nous reconnaissons que les données ne sont plus de toute première fraîcheur pour le Mexique et que l'écart avec les autres pays d'Amérique latine s'est peut-être quelque peu comblé). Si le problème ne se pose pas sous une forme aussi aiguë au Brésil, qui constitue le plus grand pays de la région avec une population de 215 millions d'habitants, une marge de progression importante existe encore par rapport aux grandes économies développées que sont les États-Unis, la France ou l'Allemagne.

Problème et opportunité

Ce type de situation pose de graves problèmes d'ordre socio-économique et constitue un obstacle majeur pour la réalisation des objectifs de développement durable (ODD) des Nations unies, lesquels visent notamment à garantir à tous l'égalité des droits aux ressources économiques, y compris aux services financiers (objectif 1 : « Pas de pauvreté »). Les problèmes liés à l'accès insuffisant d'une grande partie de la population aux services financiers sont effectivement multiples et étendus : des millions de personnes ne disposent ainsi d'aucun

accès au crédit à la consommation (cartes de crédit, prêts personnels), ne disposent d'aucune épargne ou n'ont effectué aucuns investissements à l'approche de la retraite, ne peuvent pas accéder à des biens et à des services en ligne, ne peuvent pas sécuriser leurs transactions ou conduisent sans assurance automobile ou avec une assurance automobile inadéquate. Dans le même temps, le recouvrement des impôts se trouve particulièrement impacté.

S'il semble évident que la solution à ce problème réside dans les banques de la région, nous constatons néanmoins que, dans des pays comme le Brésil, les banques ont traditionnellement fait le choix de se concentrer sur les couches les plus aisées de la société. Dans le même temps, la croissance du secteur de la fintech observée en Amérique latine pourrait bien servir de catalyseur majeur pour combler le fossé qui existe entre la région et le reste du monde. Si la baisse de la part de la population ne disposant d'aucun accès bancaire (consommateurs, prêteurs et commerçants locaux) devrait faire de nombreux gagnants, nous estimons toutefois qu'un groupe particulier de sociétés pourrait tirer un bénéfice substantiel de cette tendance.

L'essor du e-commerce

Compte tenu du volume encore important de transactions effectuées en espèces, il n'est pas surprenant que le taux de pénétration du e-commerce enregistré en Amérique latine soit inférieur à celui qui prévaut dans le reste du monde. Selon les estimations du Goldman Sachs eCommerce Handbook³ (graph. 2), le taux de pénétration du commerce en ligne dans la région était d'environ 19% en 2022, soit une valeur inférieure à la moyenne mondiale (hors Chine) d'environ 25%.

Au début de l'année 2020, la pandémie de Covid-19 a toutefois contraint de nombreuses personnes de la région à passer en ligne.

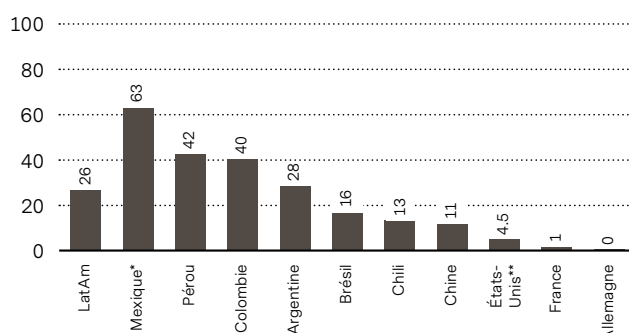
¹ Source : World Bank, données à partir de 2022

² Source : Forbes article "FinTech Is Driving Financial Inclusion In Latin America", publié le 18 juillet 2022

³ Source : 2023 Global eCommerce Handbook: Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10 avril 2023

Graph. 1 : L'Amérique latine affiche un important retard en matière d'accès aux services bancaires et financiers

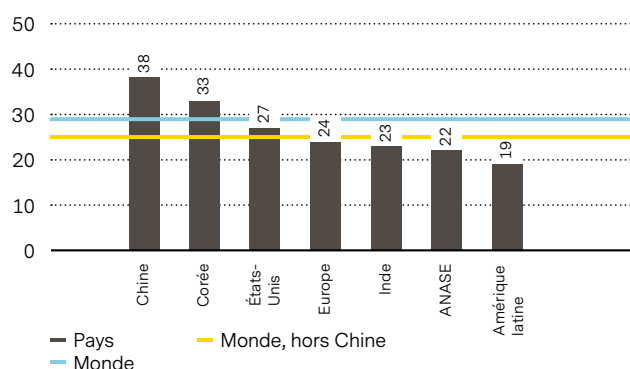
En %



Source : Banque mondiale et Federal Deposit Insurance Corporation, données à la fin de 2021, sauf pour le Mexique. * Chiffre mentionné en 2017. ** Pourcentage des ménages US

Graph. 2 : Les taux de pénétration du commerce en ligne sont à la traîne en Amérique latine

Taux de pénétration du commerce électronique par région (2022E)



Source : 2023 Global eCommerce Handbook : Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10 avril 2023.

Un article de Latin America Reports estime à cet égard que, en Amérique latine⁴, 13 millions de personnes ont effectué leur toute première transaction en ligne au début de la pandémie. Ce changement de mentalité observé chez de nombreux habitants de la région devrait désormais permettre à la pénétration du e-commerce d'enregistrer une solide croissance annuelle en Amérique latine (graph. 3).

Le gagnant raflera-t-il tout ?

Pas exactement, mais force est de constater que le marché latino-américain du e-commerce est assez concentré, avec trois des principaux acteurs qui détenaient à eux seuls une part de marché estimée à 42 % en 2022. Au Brésil, qui se taille la part du lion sur le marché du commerce électronique de la région (près de 41 %, selon l'étude de Goldman Sachs), la domination qu'exercent ces leaders du marché est encore plus significative, puisque leur part de marché est estimée à 59 %. Pour la concurrence, il ne sera pas facile de parvenir à ce niveau d'hégémonie et les entreprises qui souhaiteraient damer le pion aux opérateurs historiques devront investir des sommes considérables pour tenter de prendre pied sur le marché.

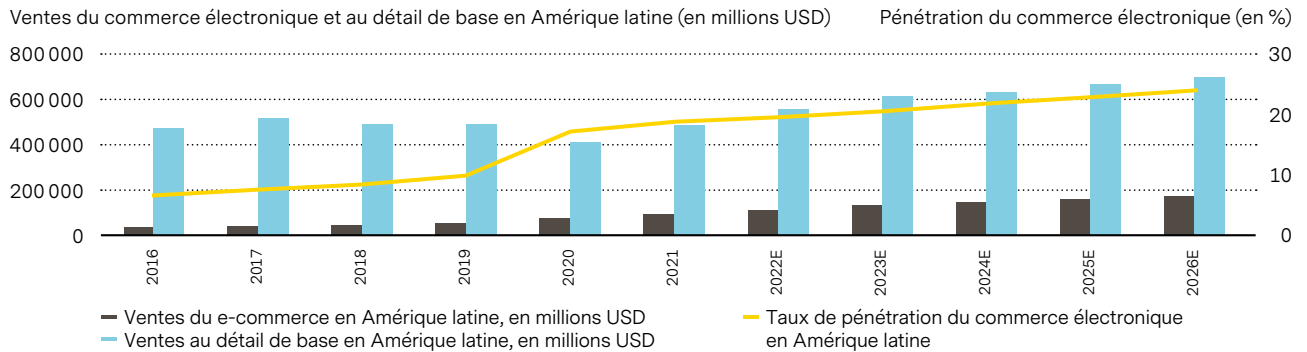
Ces sociétés occupent toutefois une position unique pour offrir des facilités de crédit à court terme à leurs clients et faire ainsi sortir davantage de personnes de la

catégorie des personnes ne disposant d'aucun accès bancaire, car, contrairement aux banques, elles ne se concentrent pas sur les composantes les plus aisées de la société. Les importantes parts de marché qu'elles contrôlent et l'accès unique dont elles disposent aux données des clients leur permettent en outre de procéder de manière judicieuse lorsqu'il s'agit de placer des facilités de crédit, ce qui revêt naturellement une importance de tout premier ordre sur le plan du rendement. En augmentant le volume des facilités de crédit qu'elles accordent, elles intègrent également davantage les clients dans leurs écosystèmes, ce qui est tout à fait essentiel pour fidéliser cette nouvelle clientèle et peut, par là même, leur permettre de poursuivre leur croissance tout en accroissant leur rentabilité opérationnelle.

En Amérique latine, outre le e-commerce, d'autres secteurs peuvent également tirer profit de la réduction du nombre de personnes ne disposant d'aucun accès bancaire en proposant d'importants services financiers ainsi que des produits de protection. Prenons, par exemple, le cas des compagnies d'assurance. Si la totalité de la population brésilienne est, certes, couverte par le système de santé public, les statistiques font toutefois apparaître le fait que moins d'un quart des Brésiliens ont accès à des services de soins de santé privés, dont les installations sont généralement plus sophistiquées et qui, bien sûr, présentent des temps d'attente plus courts,

⁴ Source : Latin America Reports article "The Importance of FinTech for the Future of Latin America", publié le 12 décembre 2022

Graph. 3 : Le taux de pénétration du commerce électronique devrait atteindre 24 % des ventes en Amérique latine à l'horizon 2026



Source : 2023 Global eCommerce Handbook: Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10 avril 2023.

ce qui peut revêtir un caractère vital lorsque l'on est confronté à des affections mortelles telles que le cancer. La plupart des grandes compagnies d'assurance de la région proposent souvent une vaste gamme de produits de protection (tels que des produits d'épargne, d'assurance-vie et d'assurance automobile) et proposent aussi des crédits à la consommation ainsi que des prêts pour étudier. Ces entreprises peuvent bénéficier d'une croissance d'autant plus solide que les consommateurs sont de plus en plus nombreux à sortir de la catégorie des personnes ne disposant d'aucun accès bancaire et qu'ils sont plus disposés à explorer les différents types de produits financiers et de protection qui leur sont proposés, ainsi que les diverses options qui leur sont offertes pour acheter ces produits.

Quels sont les risques principaux ?

Comme pour tous les investissements, il n'existe aucune certitude quant aux résultats pouvant être obtenus, et un certain nombre de risques doivent être sérieusement pris en compte. Ceux-ci résident notamment dans l'intensification de la concurrence et dans l'incapacité éventuelle des entreprises concernées à mettre en œuvre avec succès les stratégies qui sont les leurs. Le durcissement de la réglementation constitue un autre risque qui ne saurait être pris à la légère, car les exemples ne manquent pas, dans d'autres parties du monde, où les autorités sont intervenues pour limiter l'influence des géants du e-commerce dans le domaine des services financiers (ainsi que cela a notamment été le cas pour Alibaba et Ant Group en Chine). Même si de grands pays comme le Bré-

sil et l'Argentine révisent régulièrement les politiques qu'ils mènent en matière de finances personnelles et de prêts sur carte de crédit, la menace d'une réglementation très restrictive n'est toutefois pas considérée comme imminente dans les pays d'Amérique latine. Cela tient au fait que la demande portant sur l'octroi de facilités de crédit et sur d'autres produits financiers est élevée dans ces pays, de sorte que toute législation qui en limiterait l'accès serait jugée impopulaire et préjudiciable à la consommation et à la croissance économique.

L'avenir sera-t-il plus radieux ?

Il semble que l'Amérique latine se soit engagée sur la bonne voie en ce qui concerne l'accès aux services bancaires et financiers, ce qui constitue un élément particulièrement positif sur le plan sociétal. La pandémie de Covid-19 a, à certains égards, permis d'accélérer un mouvement qui était de toute façon inéluctable, et une forte croissance des transactions en ligne devraient être enregistrée au cours des années à venir. Cette croissance crée des opportunités intéressantes pour les entreprises étant en capacité d'aider les personnes ne disposant toujours d'aucun accès bancaire et, comme nous l'avons vu précédemment, les principaux bénéficiaires de ce mouvement pourraient bien être les secteurs du e-commerce et de l'assurance. Nous constatons à cet égard que d'intéressantes dynamiques sectorielles sont ici à l'œuvre et qu'elles semblent potentiellement en mesure de générer des niveaux de rentabilité plus élevés à l'avenir, ce qui constitue exactement le type de scénarios que nous recherchons pour nos clients.

Une année en dents de scie pour les bons du Trésor à 10 ans



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Espoirs de baisses de taux, ralentissement de l'inflation et dynamique historique des rendements: le bon du Trésor américain à 10 ans a connu un parcours remarquable en 2023.

Dans un premier temps, lors de la crise bancaire turbulente de mars, il a chuté à 3,3%, avant de remonter à 5% en octobre. Le dernier jour de négociation de 2023, le rendement s'est établi à tout juste 3,9%. Si l'on tient compte de l'ensemble de l'année, ce chiffre de clôture représente une variation globale de seulement 1 point de base (pb). En matière de rendement total, le bon du Trésor à 10 ans a effectivement évité une troisième année consécutive de rendement total négatif, évitant ainsi une série inégale dans sa performance historique (graph. 1.) L'inflation est manifestement en baisse et la Fed semble disposée à commencer à réduire ses taux cette année. À l'heure où nous écrivons ces lignes, les contrats à terme sur les fonds fédéraux prévoient six baisses de taux pour 2024, avec pour objectif une fourchette de 3,75% à 4%. Le résumé des projections économiques de la Fed en décembre indiquait que le décideur politique moyen anticipe trois réductions de taux à 4,75%, alors que le prévisionniste type interrogé par Bloomberg en attend environ quatre.

Comment expliquer cette incohérence ?

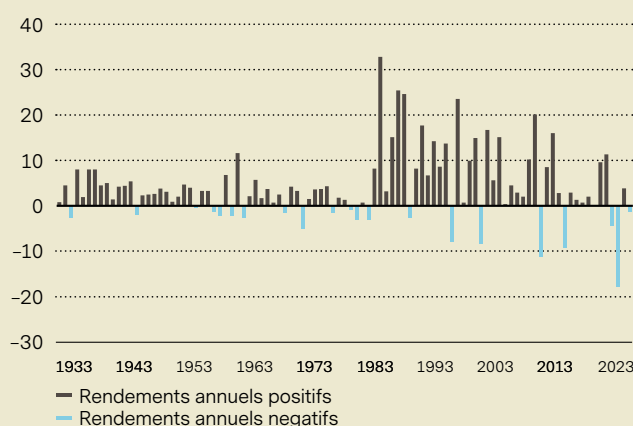
Certains acteurs du marché continuent de s'attendre à ou de se protéger contre un éventuel atterrissage brutal qui entraînerait une récession de l'économie américaine. Le marché d'options Secured Overnight Financing Rate estime qu'il y a environ 25% de chances que le taux des fonds fédéraux tombe à 3% ou moins d'ici décembre. Toutefois, le résultat le plus probable est de trois à quatre baisses de taux cette année.

En observant la fin des cycles de relèvement des taux depuis le début des années 1980, nous pouvons deviner ce qui attend les rendements des bons du Trésor à 10 ans. Le dernier relèvement a eu lieu le 26 juillet 2023, soit il y a plus de 170 jours. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans s'élevait à 3,9%, soit un niveau proche du niveau actuel. Dans tous les épisodes précédents, les rendements ont baissé. Si l'histoire est garante de l'avenir, le rendement des bons du Trésor à 10 ans pourrait être inférieur de 100pb d'ici à la fin de l'année (graph. 2).

Les actifs à risque, notamment les obligations à haut rendement, ont connu une performance exceptionnelle au cours de l'année écoulée, même s'ils ont récemment montré des signes d'essoufflement. Le rendement excédentaire attendu semble vulnérable à tout élargissement des spreads. Le seuil de rentabilité actuel sur 12 mois, qui mesure la marge de sécurité des obligations d'entreprise, n'est pas attrayant à nos yeux: si la prime de rendement atteint ce niveau, les obligations à haut rendement n'offriront plus de rendement supplémentaire sur 12 mois par rapport aux obligations d'État ayant la même échéance.

Graph. 1: Le bon du Trésor à 10 ans a échappé remarquablement à une troisième année de pertes

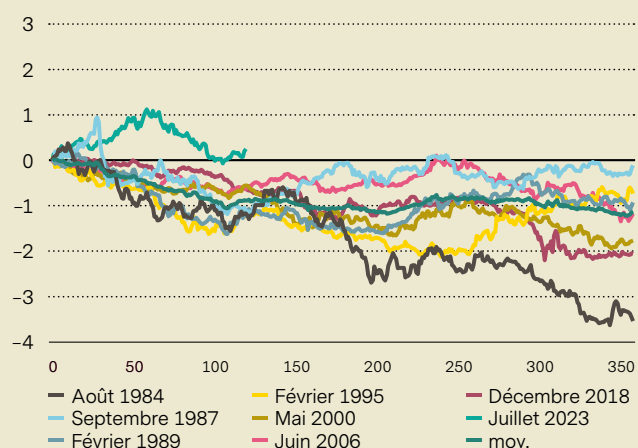
Rendement total annuel, en %



Source: Bloomberg, Vontobel, Laurens Swinkels; données au 16 janvier 2024

Graph. 2: Tendence du rendement des bons US à 10 ans après un relèvement des taux

En points de base



Source: Bloomberg, Vontobel; données au 16 janvier 2024

Note: Le graphique représente la trajectoire de l'obligation du Trésor américain à 10 ans suite à l'arrêt des hausses de taux d'intérêt de la Fed depuis août 1984.

Une année mémorable pour les actions



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Les investisseurs en actions peuvent se réjouir d'une année remarquable. Contre toute attente, les actions ont fini par offrir le meilleur rendement absolu, en s'imposant au cours d'une année où beaucoup s'attendaient à une récession, à une éventuelle deuxième vague d'inflation et à ce que le marché obligataire surperforme les actions. Les actions mondiales ont terminé l'année à un niveau proche de leurs records et environ 20% au-dessus des estimations des stratèges en moyenne.

La solide performance des actions, qui a débuté fin octobre 2023, s'est poursuivie en décembre, bien qu'à un rythme plus lent qu'en novembre. Le ralentissement de l'inflation et l'approche attendue d'un tournant de la Fed ont été des catalyseurs puissants, entraînant un retour impressionnant et créant un renversement presque parfait par rapport à la situation qui prévalait en 2022 (graph. 1).

L'indice S&P 500 a augmenté de plus de 26%, tandis que l'indice Euro Stoxx 50 a grimpé de près de 20% l'année dernière. Nous avons précédemment souligné que cette croissance était tirée par quelques secteurs, tels que les valeurs technologiques, stimulées par la progression de l'intelligence artificielle. Les 7 magnifiques, à savoir Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta Plat-

forms et Tesla, ont délivré plus de 100% de rendement absolu. Si l'on exclut les valeurs technologiques, le rendement a été de 8%. Il en va de même pour la zone euro, où la technologie et les valeurs financières ont représenté environ 50% de la performance absolue.

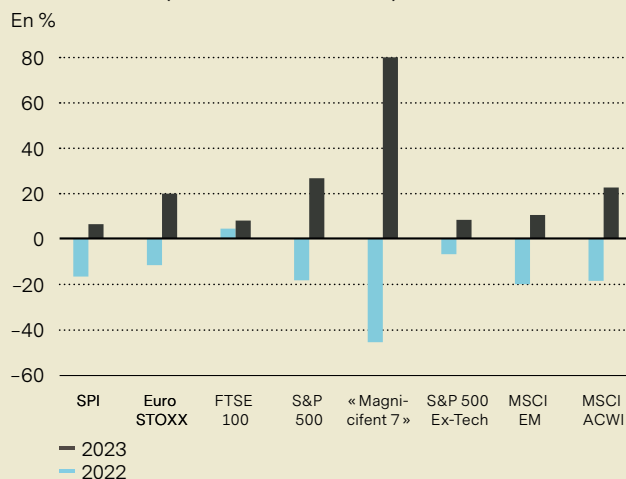
Comment sommes-nous positionnés pour 2024 ?

Nous restons neutres en ce qui concerne les actions et réitérons notre scénario de récession pour 2024. Toutefois, une pause dans les relèvements de taux a toujours été suivie de réactions positives du marché au cours des 12 mois suivants. Les valorisations sont élevées mais restent inférieures à leurs niveaux les plus élevés, surtout si l'on considère que seuls quelques secteurs ont fait bouger les marchés l'année dernière. Les estimations des bénéfices prévisionnels ont baissé d'environ 15% en moyenne au cours des 12 derniers mois.

La croissance réelle estimée du bénéfice par action en glissement annuel pour 2023 est désormais négative sur la plupart des marchés, ce qui permet une comparaison aisée pour 2024. En outre, les indices des prix à la production des marchés développés sont inférieurs à l'indice des prix à la consommation depuis plus d'un an maintenant. Historiquement, cela a stimulé les marges des secteurs manufacturiers (graph. 2), ce qui pourrait éventuellement conduire à des surprises positives en matière de bénéfices et atténuer l'impact d'une récession.

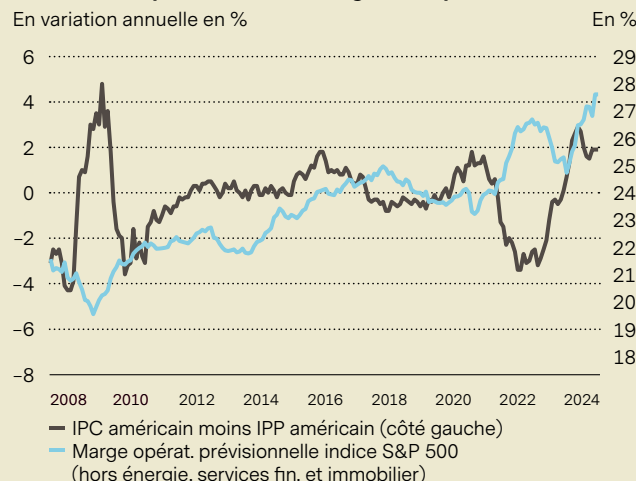
Enfin, les changements de cap des banques centrales joueront un rôle majeur. Nous maintenons donc une diversification régionale dans notre allocation tactique et continuons à privilégier la qualité, la rentabilité élevée et la prévisibilité des bénéfices, principalement dans les actions suisses et US.

Graph. 1 : Comparaison des rendements absolus en 2022 et 2023 (en monnaies locales)



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 18 janvier 2024

Graph. 2 : Écart entre indice des prix à la consommation / à la production et marges d'exploitation



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 18 janvier 2024

Vives tensions en mer Rouge



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

En 2023, les prix du pétrole ont été tiraillés par les craintes liées au ralentissement de la croissance économique, à la politique de production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et de ses alliés (OPEP+) et aux tensions au Moyen-Orient.

Le problème actuel n'est pas que la demande soit foncièrement mauvaise. Bien qu'il y ait quelques poches de faiblesse, la consommation mondiale de pétrole a retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie. Le problème est que l'offre est tout simplement trop importante. Face aux réductions répétées de la production du cartel de l'OPEP+, les membres de l'OPEP+ ont accru leur propre production (graph. 1). Certains membres de l'OPEP+, comme l'Iran et la Russie, ont également surpris les marchés avec une production plus importante que prévu.

Voies d'eau fermées : un risque de perte extrême

L'attention des investisseurs a regagné le Moyen-Orient ces dernières semaines, où les attaques des rebelles houthis contre des navires en mer Rouge ont suscité la crainte d'une escalade du conflit et perturbé les flux commerciaux. Le détroit de Bab el-Mandeb, qui constitue un lien vital entre les péninsules africaine et arabique, est particulièrement préoccupant. Quelque 8,2 millions de

barils ont été transportés via la mer Rouge chaque jour au cours de la période janvier-novembre 2023, selon les données du cabinet d'analyse Vortexa. En décomposant ce chiffre, il apparaît que 2,9 millions de barils ont été acheminés vers le nord (Europe), 3,9 millions vers le sud (Asie) et le reste a été importé ou exporté au sein de la région. Selon Vortexa, environ 70 % des expéditions vers le sud étaient d'origine russe. Alors que les pétroliers transportant du pétrole russe continuent de naviguer en mer Rouge, d'autres contournent le cap de Bonne-Espérance. Il en résulte des trajets plus longs (un voyage de Singapour à Rotterdam dure maintenant environ 10 jours de plus) et des coûts plus élevés (graph. 2).

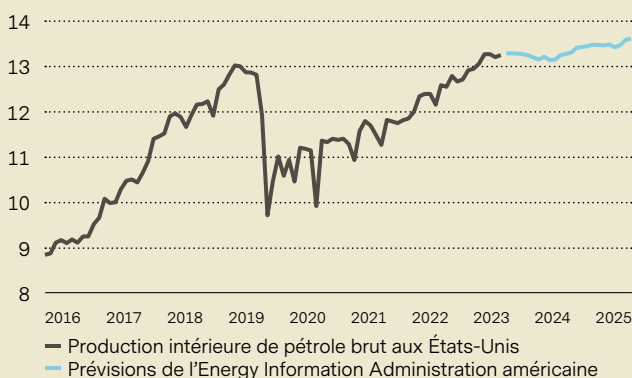
Qu'en est-il du détroit d'Ormuz ?

Il est considéré comme le plus important point d'étranglement pétrolier au monde, car plus de 20 % des produits pétroliers mondiaux destinés à la consommation y transitent. Des craintes ont surgi quant au fait que l'Iran, qui s'est emparé d'îles stratégiquement importantes dans le détroit il y a une cinquantaine d'années, ne tente de limiter ou de bloquer l'accès au détroit.

Si une telle escalade pourrait faire considérablement grimper les prix, elle ne constitue pas notre scénario de base. L'Iran a menacé à plusieurs reprises de fermer le détroit dans le passé, mais n'a pas donné suite (sa propre économie dépend également du détroit). Même pendant la guerre des pétroliers de 1980 à 1988, lorsque l'Iran et l'Irak (deux membres de l'OPEP notablement) ont attaqué leurs navires respectifs, le passage était encore assuré. L'Iran se montrera probablement aussi soucieux de ses principaux partenaires commerciaux, notamment la Chine. En l'absence d'un tel choc, le pétrole devrait se négocier dans une fourchette de 70 à 85 USD.

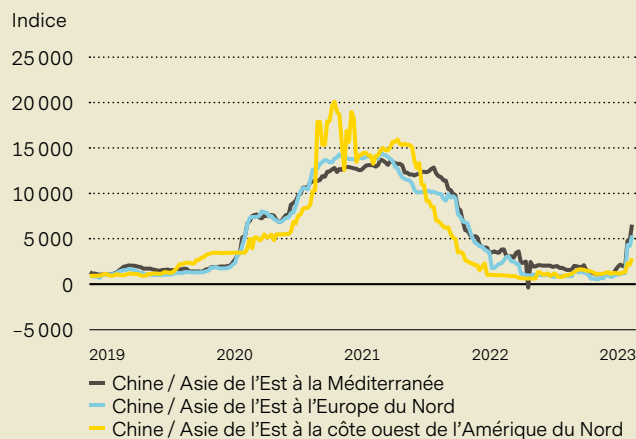
Graph. 1 : Les réductions de l'OPEP+, bouée de sauvetage involontaire pour l'industrie pétrolière US

Millions de barils par jour



Source : LSEG, Vontobel ; données au 19 janvier 2024

Graph. 2 : Les frais de transport ont augmenté



Source : LSEG, Vontobel ; données au 19 janvier 2024

Focus sur les monnaies : zoom sur le dollar US et le franc suisse



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

En 2023, l'indice du dollar US (DXY) a connu sa première baisse annuelle en trois ans, la Fed ayant indiqué la fin de son cycle de resserrement. Cette évolution a conduit le marché à anticiper des réductions de taux d'intérêt, éventuellement dès le mois de mars.

Au total, le DXY a reculé par rapport à son sommet d'octobre 2023 et a clôturé l'année sur une baisse de 2,1 % (graph. 1). À l'aube de la nouvelle année, le dollar US prend de la vigueur après que des données un peu plus solides ont alimenté les anticipations selon lesquelles la Fed ne se précipitera pas pour abaisser les taux d'intérêt.

L'économie américaine montrant des signes de ralentissement au cours des prochains trimestres, la position dominante du dollar US, qu'il a conservée au cours des trois dernières années, devrait progressivement s'affaiblir. La baisse plus rapide de l'inflation aux États-Unis par rapport aux pays du G10 incitera probablement la Fed à adopter une attitude plus conciliante, ce qui pourrait réduire considérablement l'avantage du dollar US en matière de taux d'intérêt.

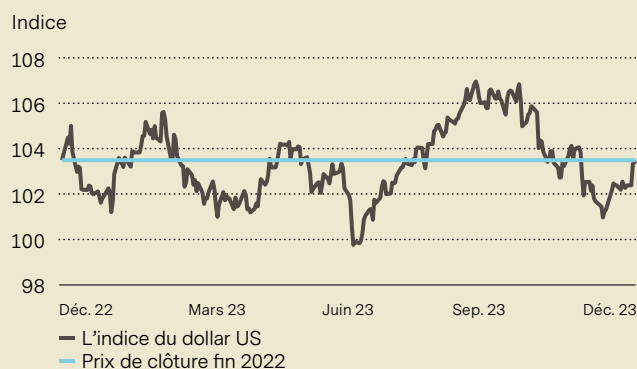
Les ambitions du franc suisse vigoureux face aux réalités économiques

Au cours des deux dernières années, la volonté de la Banque nationale suisse (BNS) de renforcer le franc suisse a eu un fort impact positif sur la monnaie, mais à mesure que l'inflation commence à diminuer et que l'économie ralentit, cet objectif peut devenir de plus en plus discutable. Au total, l'intervention de la BNS s'est élevée à 22 milliards de CHF en 2022 et a atteint 110 milliards de CHF à la fin du troisième trimestre 2023 (graph. 2).

Au troisième trimestre, la BNS a légèrement réduit ses ventes de devises, le franc suisse s'approchant de ses sommets actuels face à l'euro et au dollar US. Au cours de la période allant de juillet à septembre, la banque centrale suisse a vendu des devises étrangères pour un montant total de 37,6 milliards de CHF, soit une réduction par rapport aux 40,3 milliards de CHF vendus au cours du trimestre précédent.

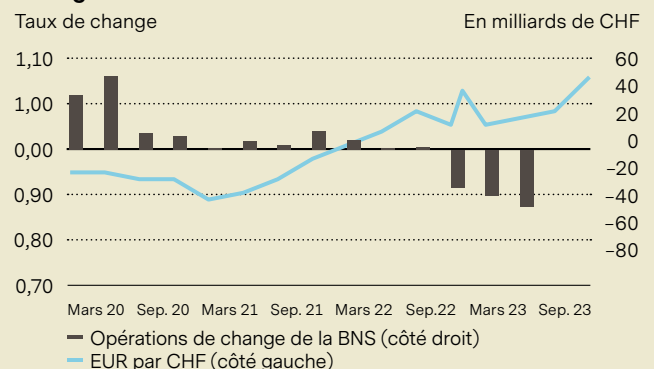
En achetant sa propre monnaie et en se délestant de ses réserves de change, la BNS soutient le taux de change tout en réduisant son important bilan. L'approche a été déterminante pour protéger la Suisse de la flambée mondiale de l'inflation. Le président de la BNS, Thomas Jordan, il a souligné lors du Forum économique mondial de Davos à la fin janvier que les effets possibles de cette tendance sur la capacité de la BNS à maintenir l'inflation au-dessus de zéro au sein de l'économie du pays. Cela a donné lieu à des spéculations selon lesquelles les décideurs politiques pourraient commencer à réduire les taux d'intérêt plus tôt que les autres banques centrales, voire prendre des mesures pour limiter l'appréciation de la monnaie.

Graph. 1 : Le dollar US a terminé l'année 2023 en baisse



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 18 janvier 2024

Graph. 2 : La BNS continue de vendre des devises étrangères



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 18 janvier 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.

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

INFLATION	2022	2023	ACTUEL ²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	7,5	4,4	3,6	5,0	3,20
Zone euro	8,4	5,5	2,9	2,3	2,10
États-Unis	8,0	4,1	3,4	2,6	2,30
Japon	2,5	3,2	2,6	2,3	1,70
R.-U.	9,1	7,4	4,0	2,8	2,10
Suisse	2,8	2,2	1,7	1,6	1,40
Australie	6,6	5,7	5,4	3,6	2,90
Chine	2,0	0,3	-0,3	1,4	1,75

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	2,50	4,50	4,50	4,20	3,35
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	1,61	1,15
AUD	3,10	4,35	4,35	4,40	3,75
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	2,56	2,02	2,34	2,20	2,24
USD	3,88	3,88	4,16	3,94	3,68
JPY	0,42	0,60	0,67	0,85	0,95
GBP	3,66	3,53	3,92	3,81	3,59
CHF	1,58	0,65	0,90	0,89	0,97
AUD	4,05	3,96	4,29	4,20	3,80

TAUX DE CHANGE	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
CHF / EUR	0,99	0,93	0,95	0,97	-
CHF / USD	0,94	0,84	0,87	0,88	-
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,63	-
CHF / GBP	1,12	1,07	1,10	1,11	-
USD / EUR	1,06	1,10	1,09	1,11	-
JPY / USD	130,00	141,00	148,00	140,00	-
USD / AUD	0,67	0,68	0,66	0,68	-
GBP / EUR	0,88	0,87	0,86	0,88	-
CNY / USD	6,91	7,10	7,19	7,10	-

MATIÈRES PREMIÈRES	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	79	82,5	83
Or, USD par once troy	1824	2063	2028	2033	2100
Cuivre, USD par tonne métrique	8372	8559	8310	8450	9000

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 19 janvier 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'investissement 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

