

Vontobel

Investors' Outlook

2023 –
Se préparer au «pivot»



Février 2023

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Actions: quelques pivots dans un contexte positif

6 Points saillants du marché

«Quo vadis», marché immobilier chinois ?

8 Point de vue

Zoom sur les implications des défis d'aujourd'hui

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Sarah Davies
Corinne Gretler
Thomas Mahn

Auteurs*

Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Zeno Staub
Chief Executive Officer,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: mars 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

2 février 2023

Remarques

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

2023 – Se préparer au « pivot »

Chers lecteurs,

L'annus horribilis que nous avons connue en 2022 est enfin derrière nous, et même si certains aspects économiques restent encore sombres, certaines zones de marché ont néanmoins commencé la nouvelle année de manière positive et prometteuse. Les fêtes de fin d'année ayant été plus chaudes que la normale, l'Europe a eu de la chance sur le plan de la consommation énergétique, ce qui a permis de dissiper les inquiétudes quant à une éventuelle aggravation de la pénurie d'énergie dans la région. Même si de nombreuses régions d'Europe ont été frappées par une vague de froid à la mi-janvier, la clémence des températures a toutefois permis au continent de bénéficier d'un certain répit. Bien que le gaz russe soit complètement exclu de la chaîne d'approvisionnement, l'Europe est ainsi d'ores et déjà parvenue à stocker suffisamment de gaz pour répondre aux besoins de cette année. Les températures anormalement élevées pour la saison nous rappellent néanmoins brutalement que le monde se trouve confronté au changement climatique, qui constitue un défi particulièrement grave et qui, intrinsèquement, soulève des préoccupations en ce qui concerne l'énergie. L'une des plus grandes – et des plus importantes – surprises récentes est peut-être venue de Chine, où le gouvernement a finalement assoupli les strictes mesures de confinement qui prévalaient depuis près de trois ans pour lutter contre la Covid-19. Les autorités chinoises ont également pris des mesures pour soutenir le marché immobilier du pays face aux difficultés que celui-ci traverse et ont assoupli la répression menée contre de grandes sociétés technologiques chinoises. Combinée à de nouvelles mesures de relance, cette réouverture devrait aider la Chine à sortir vigoureusement de la récession. Cela devrait également donner un coup de fouet bien nécessaire à l'économie mondiale, les États-Unis et la Chine assistant actuellement à un affaiblissement persistant de leur dynamique économique. Les niveaux de communication sont également en train de connaître un dégel entre la Chine et les États-Unis. En janvier, lors de leur participation au Forum économique mondial en Suisse, la secrétaire d'État américaine au Trésor, Janet Yellen, et le vice-Premier ministre chinois, Liu He, ont en effet convenu de renforcer la communication quant aux questions macroéconomiques et financières. Compte tenu du climat de concurrence qui a caractérisé leur dynamique jusqu'à présent et dans le contexte des tensions actuelles liées à la technologie, cet alignement nourrit l'espoir d'assister à une amélioration des relations bilatérales entre les deux plus grandes économies du monde.



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Enfin, les niveaux d'inflation ont rapidement baissé, tout particulièrement aux États-Unis. Après une année au cours de laquelle les craintes de récession n'ont cessé de tourmenter la communauté des investisseurs, il paraît légitime de s'interroger sur la signification que pourraient avoir ces baisses pour les mois à venir. D'un point de vue économique, même si les choses pourraient empirer avant de s'améliorer – d'autant que les banques centrales pourraient maintenir leurs politiques monétaires restrictives durant les six premiers mois de 2023 –, les craintes de l'année dernière envisageant une profonde récession ou des niveaux d'inflation élevés persistants ne semblent toutefois pas devoir se concrétiser cette année. En revanche, notre scénario de base d'une récession courte et superficielle semble de plus en plus plausible. La baisse de l'inflation et l'approche plus accommodante des banques centrales devraient ainsi favoriser la croissance économique au cours du second semestre de l'année. Dans ce rapport, vous trouverez notre point de vue sur les évolutions les plus récentes des marchés et de l'économie, y compris les raisons pour lesquelles nous estimons que des opportunités commencent à se présenter dans les actions des marchés émergents, ce à quoi il faut s'attendre sur le marché du cuivre et la manière dont le dollar US devrait évoluer. Je vous recommande de vous rendre à la page 8 et de découvrir la récente lettre adressée aux investisseurs par Zeno Staub, Chief Executive Officer de Vontobel. À partir de la page 4, notre Chief Investment Strategist, Frank Häusler, fournit en outre des détails sur notre allocation d'actifs. En tant qu'investisseur actif, je souhaite partager mes réflexions avec vous et profiter au maximum des opportunités qui se présenteront au cours de cette année.

→ **Webcast**

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Actions : quelques pivots dans un contexte positif

Nous restons positifs sur les actions et l'or. Nous relevons les actions des marchés émergents et réduisons les suisses. Nous restons neutres sur les obligations et les matières premières et sous-pondérés sur les liquidités. En voici les raisons.

L'année 2022 a connu un durcissement monétaire sans précédent. Les mesures des banques centrales mettant généralement du temps à se faire ressentir dans l'économie réelle, nombre d'indicateurs continuent d'assombrir le tableau. La probabilité d'une récession est donc bien réelle dans plusieurs régions du monde.

La décision de la Chine d'assouplir sa politique contre la Covid-19 stimule toutefois ses propres perspectives économiques, mais aussi celles de l'économie mondiale. Avec la forte baisse de l'énergie et des biens, la baisse de l'inflation, notamment aux États-Unis, constitue aussi une note positive.

Les banques centrales prennent note de ces évolutions. Nous anticipons que la Fed devrait augmenter les taux d'intérêt jusqu'à 5% et les maintenir à ce niveau pendant une certaine durée qui dépendra du marché du travail US. Si ce dernier est encore trop vigoureux pour la Fed, les intentions d'embauche des entreprises commencent toutefois à baisser et des licenciements sont désormais en cours qui ouvrent la voie à des baisses de taux cette année. Portées par les signaux positifs en provenance de la Chine, le reflux de la crise énergétique européenne, le

ralentissement de l'inflation et les espoirs d'une politique monétaire moins restrictive, les actions ont commencé l'année en force. Dans le contexte actuel, nous misons sur un peu plus de cyclicité et relevons les actions des marchés émergents de sous-pondéré à neutre, tout en maintenant notre position globale sur les actions. La réouverture de la Chine, les mesures prises pour y soutenir le marché immobilier et l'affaiblissement du dollar US devraient profiter aux actions des marchés émergents. Plus défensives et plus chères, les actions suisses sont réduites de surpondéré à neutre.

Les marchés obligataires ont entamé une reprise avec des taux en baisse et des spreads resserrés. Cette dynamique se poursuit en 2023. Nous restons neutres sur les obligations et conservons notre allocation globale, mais nous surpondérons les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents. Neutres sur les obligations Investment Grade, nous sommes négatifs sur le segment à haut rendement. Les défaillances devraient augmenter, et les spreads de crédit reflètent insuffisamment la récession imminente.

Nous restons surpondérés sur l'or, car nombre des vents contraires qui l'ont plombé en 2022 – Fed agressive, dollar US fort et hausses des rendements réels, notamment – devraient se transformer en vents arrière en 2023. Nous restons neutres sur les matières premières. Pour plus de détails, voir page 5 ou les pages 12 à 15 consacrées aux diverses classes d'actifs.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		→				L'environnement actuel constituant une bonne opportunité d'entrée pour les investisseurs à long terme, nous restons prudemment surpondérés sur les actions. Nous restons donc légèrement sous-pondérés sur les liquidités.
2 Obligations			→			Tout comme les actions, les obligations ont connu une année épouvantable. L'inflation galopante et la politique monétaire restrictive ont été un cocktail difficile à avaler. La baisse des taux et le resserrement des spreads ont toutefois changé un peu la donne en fin d'année. Cette dynamique positive s'est poursuivie et les principaux segments ont tous commencé l'année 2023 sur une note positive. Sur 12 mois, les rendements obligataires devraient baisser. Cela tient à l'affaiblissement de l'économie US et au pic d'inflation, qui est souvent suivi d'une baisse des rendements. Il semble encore trop tôt pour passer à une surpondération, et nous réitérons donc toutes nos convictions les plus récentes (emprunts d'État et obligations des marchés émergents en monnaie forte surpondérés, crédit Investment Grade neutre, et obligations à haut rendement sous-pondérées).
3 Actions				→		Nous restons prudemment surpondérés sur les actions, car le contexte général n'a pas sensiblement évolué depuis le dernier Comité d'Investissement. Les actions ont connu un début d'année positif dans la totalité des principaux indices. Cela tient notamment aux nouvelles positives en provenance de Chine, à l'apaisement de la crise énergétique européenne, au ralentissement de l'inflation et aux espoirs d'une politique monétaire moins restrictive. Au vu du contexte actuel, il semble judicieux de conférer une plus grande cyclicité au portefeuille et de relever les actions des marchés émergents de sous-pondéré à neutre. Les marchés émergents devraient bénéficier non seulement de la réouverture de la Chine et des dernières mesures du gouvernement chinois pour y soutenir le marché immobilier, mais aussi de l'affaiblissement du dollar US. Nous réduisons en outre les actions suisses (plus défensives et plus chères) de surpondération à neutre. Nos autres préférences régionales restent inchangées : actions US privilégiées et neutralité sur leurs homologues européennes et japonaises. La croissance pourrait bien se détériorer davantage au cours des mois à venir, mais la baisse de l'inflation et la fin probable du cycle de relèvement des taux de la Fed vers la mi-2023 pourraient apporter un soutien suffisant aux actions.
4 Or				→		Nous restons surpondérés sur l'or. L'attitude agressive de la Fed a réduit les prévisions d'inflation, accru les rendements réels et stimulé le dollar US, de sorte que l'or a eu du mal à progresser en 2022. L'or devrait, à l'avenir, tirer profit d'une Fed moins restrictive. Et puis il offre une couverture face aux risques géopolitiques et aux accès de pression inflationniste.
5 Matières premières			→			Nous maintenons notre point de vue neutre sur les matières premières. Avec la réouverture de la Chine et le soutien à son secteur immobilier, leurs perspectives à long terme sont contrebalancées sur le court terme par les craintes de récession. Dans ce contexte, il nous semble judicieux de maintenir une position globalement neutre sur cette classe d'actifs.
6 Stratégies alternatives			→			Globalement neutres sur les investissements alternatifs, nous réitérons nos points de vue sur les sous-classes d'actifs : légère sous-pondération des hedge funds et neutres sur l'immobilier.

« Quo vadis », marché immobilier chinois ?



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

La réouverture économique de la Chine a fait les gros titres ces derniers temps. Les déboires du secteur immobilier chinois sont ainsi passés au second plan. Nous examinons la crise immobilière dans le contexte de la réouverture.

Marché immobilier chinois: du modèle aux problèmes

L'an dernier, China Evergrande, le deuxième promoteur immobilier de Chine acquérait une notoriété mondiale après avoir admis qu'il se trouvait soumis à une «énorme pression» et qu'il risquait le défaut de paiement: les médias avaient alors fait état de projets inachevés, de paiements de coupons manqués et d'investisseurs en colère dans le hall de l'entreprise. Au vu de l'importance du secteur immobilier chinois – souvent surnommé «la plus grande classe d'actifs du monde» et qui représenterait jusqu'à 30% du PIB du pays – certains se sont même demandé s'il s'agissait du «moment Lehman Brothers de la Chine».

Promoteurs chinois: un modèle d'activité à effet de levier face à la surveillance réglementaire

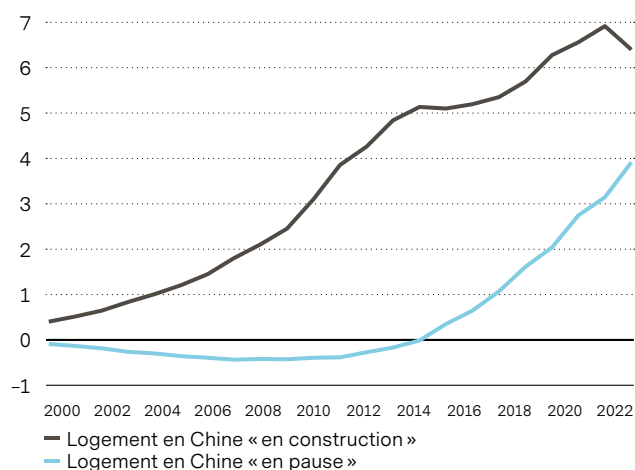
Les difficultés de paiement d'Evergrande et d'autres promoteurs ne tombent pas du ciel. Pendant des décennies, le modèle d'activité des promoteurs immobiliers chinois consistait à s'endetter pour construire de plus en plus de bâtiments. Pour Evergrande, p.ex., le passif a toujours représenté plus de 80% de l'actif total. Depuis la mise en œuvre de la politique des «trois lignes rouges» en août 2020, les promoteurs doivent toutefois se conformer à de strictes exigences financières pour contracter des prêts. Nombre de promoteurs n'ont alors pas pu tenir les délais de leurs projets déjà vendus ou les achever tout court, ce qui a découragé de nouveaux investissements (cf. graph. 1).

Comment la Chine a-t-elle réagi ?

Alors que les régulateurs chinois insistent sur leur volonté de maîtriser la surchauffe du marché immobilier, une inflexion semble avoir eu lieu à la fin 2022. En novembre, p.ex., un plan en 16 points a été dévoilé qui accorde une plus grande latitude aux banques pour prêter aux

Graph. 1 : Cercle vicieux – les promoteurs sous-financés ne peuvent achever leurs projets (pourtant prévendus)

En milliards de mètres carrés (cumulés)



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Note : les données se fondent sur les statistiques officielles chinoises. Le niveau de départ des logements « en pause » est donc inconnu. Il en résulte un nombre net négatif sur la période 2000 – 2014.

promoteurs. Pour les propriétaires, le montant de l'acompte et les taux hypothécaires ont été abaissés afin de favoriser les ventes immobilières. La Banque populaire de Chine a ensuite emboîté le pas et réuni les dirigeants des principales banques chinoises: elle leur a demandé de se montrer plus actifs en matière de prêt et leur a promis de fournir près de 28 milliards de dollars d'ici mars 2023 pour le refinancement sans intérêt de ces prêts. Le récent abandon de la stricte politique du «zéro Covid» devrait également stimuler de manière positive les transactions immobilières et les revenus pour les promoteurs. Tout cela devrait limiter le risque de nouveaux défauts de paiement et briser la boucle de rétroaction négative que connaît le secteur immobilier – du moins pour l'instant.

Que nous réserve l'avenir ?

En 2023, l'assouplissement de la réglementation et une politique monétaire expansionniste soutiendront sans doute le marché immobilier. Pour l'heure, nombre de spéculations estiment que les autorités pourraient assouplir les règles d'emprunt des promoteurs stipulées dans les «trois lignes rouges».

Les défis structurels auxquels le marché immobilier chinois est confronté constituent toutefois un gros bémol. Le niveau élevé de spéculation qui y prévaut en est un. Dans un pays où le taux de propriété est de 96% (contre 65% aux États-Unis), les maisons ne sont plus achetées uniquement pour y vivre. En 2017, les résidences secondaires, voire tertiaires représentaient plus de la moitié des ventes domestiques chinoises. Le taux de vacances est tel qu'on estime que près d'un cinquième des appartements chinois étaient vides en 2021.

Parallèlement, la propriété du logement est de moins en moins abordable. Les villes chinoises «de premier rang» font partie des plus chères du monde. Fin 2021, le ratio prix médian des logements / revenu était de plus de 25 à Pékin, contre env. 20 à Hong Kong et seulement 7 aux États-Unis.

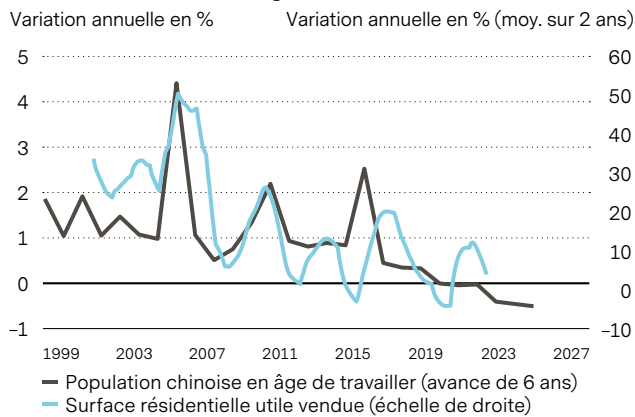
Une situation qu'aggravent des tendances démographiques défavorables: la population chinoise en âge de travailler devrait en effet diminuer rapidement à partir de 2030 et baisser de près de deux tiers d'ici la fin du siècle. Cela devrait réduire la demande de biens immobiliers (cf. graph. 2).

Or, tant qu'aucune restructuration complète ne sera engagée, les problèmes structurels risquent de s'aggraver à chaque cycle immobilier. Pour une solution durable, il faudrait une baisse sensible de la dette, une hausse des défaillances, une récession marquée et un soutien substantiel du gouvernement.

Signes que doivent surveiller les investisseurs

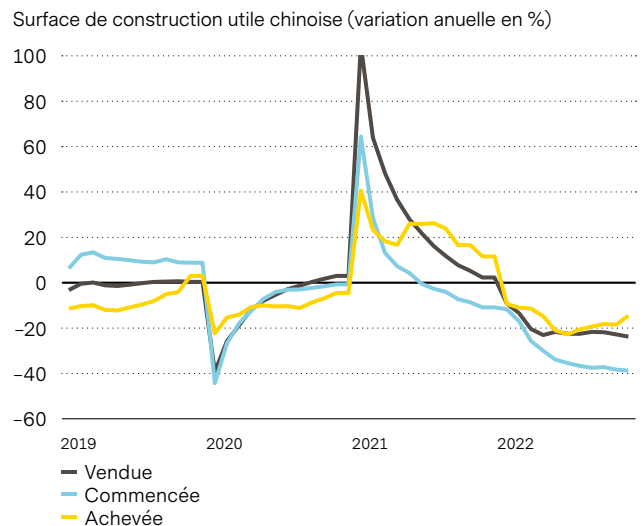
Nombre d'indicateurs pourraient suggérer un retournement de situation ou du moins une détente. La reprise de l'activité de construction en ferait partie. Il faudrait ici que les dernières mesures politiques stimulent l'immobilier (cf. graph. 3). Les prix de l'immobilier, qui ont commencé à baisser dans tout le pays en 2022, constituent un autre de ces facteurs. Il faudrait, enfin, que les ventes immobilières reprennent. Historiquement déjà faibles l'année dernière, les transactions immobilières chinoises se sont même davantage affaiblies en fin d'année.

Graph. 2 : La baisse de la population en âge de travailler réduit la demande de logements



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 3 : Tous les regards convergent vers l'activité immobilière



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

8 Point de vue



Zoom sur les implications des défis d'aujourd'hui



—
Zeno Staub
 Chief Executive Officer,
 Vontobel

Rendons-nous à l'évidence: nombre des défis qui se posent actuellement ne pourront être relevés rapidement, et le coût de leur résolution sera important. Cela mettra les sociétés diverses à l'épreuve.

La lettre du CEO a été publiée pour la première fois en décembre 2022.

L'illusion selon laquelle l'argent, la sécurité ou l'énergie n'auraient aucun prix est désormais brisée. Induites par une certaine démesure, les bulles monétaires et budgétaires qui s'étaient formées ont, elles aussi, volé en éclat: les principales banques centrales des pays développés se sont engagées sur la voie douloureuse des relèvements de taux et du durcissement quantitatif graduel. L'insouciance budgétaire généralisée a atteint ses limites avec l'échec du mini-budget de Liz Truss – si ce n'est même avant. Force est de reconnaître qu'il n'existe désormais plus de mesures monétaires ou budgétaires pouvant être mises en œuvre pour répartir les coûts des défis à venir sur l'ensemble des membres de la société ou pour les reporter dans le futur. En termes économiques: ce n'est pas à une crise en V que nous avons affaire, mais à une crise en U.

Déclenchée par la guerre en Ukraine, la crise énergétique et les effets qui en résultent sur la tarification de l'énergie auront un impact majeur sur la manière dont nous relèverons le défi du changement climatique et sur la vitesse à laquelle pourront être prises des mesures bien nécessaires. À cela s'ajoute le fait que le monde semble se trouver dans une course effrénée vers une ère multipolaire. Passant de la guerre commerciale à la guerre technologique puis à la guerre froide, la concurrence stratégique entre les États-Unis et la Chine semble véritablement évoluer à la vitesse de l'éclair. Au vu du dernier

volet de sanctions US imposé dans le secteur des hautes technologies et des annonces faites lors de la tenue du 20^e Congrès national du Parti communiste chinois au sujet du leadership de ce dernier, rien ne laisse présager que ces tensions devraient s'atténuer. Ces développements conduiront à tout le moins à la restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales et, éventuellement, à une régionalisation accrue ainsi qu'à une plus grande résilience. À court terme, la crise énergétique et la réorganisation des infrastructures énergétiques, d'une part, et la restructuration des chaînes d'approvisionnement, d'autre part, devraient faire augmenter les prix à la consommation en Occident et mettre un frein à la production économique mondiale. Et tout cela intervient alors que le fournisseur mondial majeur qu'est la Chine sort des restrictions que lui imposait sa politique de Covid désormais assouplie.

Tous ces éléments ont des implications pour les consommateurs des principaux pays occidentaux. Le niveau d'incertitude va progresser et le coût de la vie va augmenter. En Europe, cela fait 25 ans que l'indicateur de confiance des consommateurs n'avait pas évolué à un niveau aussi bas. Aux États-Unis, où les impacts directs de la guerre en Ukraine sont nettement moins visibles, l'indice de confiance des consommateurs a sensiblement baissé par rapport au niveau record qu'il affichait il y a un an. Les résultats des élections organisées dans de nombreuses démocraties occidentales montrent que cela a des conséquences qui se traduisent par un renforcement des marges politiques. Ces évolutions sont le fait d'électeurs

10 Point de vue



des classes moyennes actuelles tenus par la crainte d'une perte de statut et de prospérité.

Cette incertitude se reflète également dans les valeurs du baromètre de confiance Edelman, auquel il est largement fait référence depuis des années: la majorité des personnes interrogées dans le monde entier sont d'avis que le capitalisme tel qu'il existe dans sa forme actuelle cause plus de mal que de bien dans le monde. Et 33% des personnes interrogées dans 21 démocraties sont en outre convaincues que les économies planifiées de manière centralisées fonctionnent mieux que les économies de marché.

Au cours de ces dernières années, ces sociétés sont également nombreuses à avoir connu d'importantes mutations démographiques: d'un point de vue ethnique, linguistique ou religieux, leur population ne sont plus homogènes, de sorte qu'elles éprouvent davantage de difficultés à parvenir à un consensus dans le cadre de leurs processus démocratiques. Elles présentent en outre souvent une population vieillissante et se trouvent par conséquent confrontées à des défis liés aux coûts des soins de santé et à la répartition des richesses. Il faudrait maintenant que ces sociétés s'attaquent à ces problèmes qui, ainsi que nous l'enseigne l'économie politique, se révèlent souvent particulièrement difficiles à résoudre pour les sociétés diverses. Nous parlons ici de solutions qui engendreront à l'avenir un petit nombre de perdants connus et bien organisés, pour le bénéfice d'un grand nombre de gagnants fragmentés et désorganisés sur le plan politique. Comment cela est-il censé fonctionner?

Dans son dernier ouvrage intitulé «La Grande Expérience. Les démocraties à l'épreuve de la diversité», Yascha Mounk, qui est professeur en affaires internationales à l'université Johns Hopkins, fournit d'excellentes pistes de réflexion, que je me permets ici de résumer librement. Pour que des sociétés diverses puissent parvenir à un consensus politique qui soit stable, il est nécessaire que leurs institutions et leurs règles remplissent toute une série de conditions:

- une augmentation de la richesse par habitant, grâce à laquelle les gens peuvent bénéficier de conditions de vie décentes sur toute l'échelle des revenus;
- une égalité des chances pour tous fondée sur la méritocratie, étayée par la solidarité sociale et la redistribution, mais sans politique de minorités ciblées et condescendantes qui concourent trop souvent à l'érosion du consensus social autour de la solidarité;
- des institutions stables et efficaces, auxquelles les citoyens font confiance et qui garantissent une sécurité juridique et l'égalité des droits;
- un respect mutuel, p.ex. entre les perdants et les gagnants des processus démocratiques, ainsi qu'à l'égard des institutions ayant supervisé le débat sociopolitique.



Il appartient à chacun de décider où se situent les différentes sociétés par rapport à ces facteurs de réussite. Publié dans le Financial Times, l'article « Poor societies with some very rich people » offre toutefois matière à réflexion sur ce sujet, tout comme les travaux du think tank américain Fund for Peace, qui propose un indice des États fragiles (Fragile States Index). Le fait que la Suisse obtienne des scores élevés dans nombre de ces classements constitue une confirmation de la qualité de ses institutions et de ses règles qui se sont développées au fil des siècles. Lors de sa création, la Suisse constituait une nation novatrice en matière de structures : système parlementaire à deux chambres, avec soutien massif aux régions les plus faibles à l'époque, ainsi que démocratie directe, structures fédérales et subventions pour soutenir la construction de l'État de bas en haut. Un système moderne de protection sociale a ensuite été introduit au début du 20^e siècle, juste à temps pour rendre obsolète toute prolongation de la grève générale suisse.

Les défis que les sociétés diverses devront relever si elles souhaitent rester démocratiques sont énormes. Les solutions requises pour résoudre nombre de problèmes se posant de manière aiguë impliquent de prendre des mesures qui vont à l'encontre de la maximisation individuelle et à court terme des bénéficiaires. Dans ce contexte, l'instauration d'un dialogue intensif, ouvert et honnête constituera un enjeu de tout premier ordre. Je soutiendrai ces efforts avec conviction. Portant le regard sur l'avenir, je vous souhaite, ainsi qu'à vos familles, partenaires et amis, une année 2023 qui soit tout à la fois heureuse, saine et couronnée de succès.

La fin du cycle de relèvements de la Fed est-elle en vue ?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La dynamique obligataire baissière de 2022, dans laquelle l'agressivité des banques centrales augmentait au fur et à mesure que s'accélérait l'inflation, a pris fin. En 2023, les projections des taux directeurs maximaux et le calendrier des futures baisses seront les principaux moteurs des rendements obligataires.

Nous restons globalement neutres sur les titres obligataires. Nous sommes surpondérés sur les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents en monnaie forte, neutres sur les obligations d'entreprises Investment Grade et sous-pondérés sur les obligations à haut rendement.

Le taux des fonds fédéraux approche d'un niveau considéré comme restrictif

En théorie, il faut des taux d'intérêt réels positifs à court terme pour qu'une politique monétaire restrictive ralentisse l'économie et, par extension, l'inflation.

La Fed a relevé ses taux jusqu'à ce que le taux des fonds fédéraux soit supérieur au taux d'inflation qu'elle privilégie. Si les estimations consensuelles se réalisent pour le PCE (Personal Consumption Expenditures) et que la Fed aug-

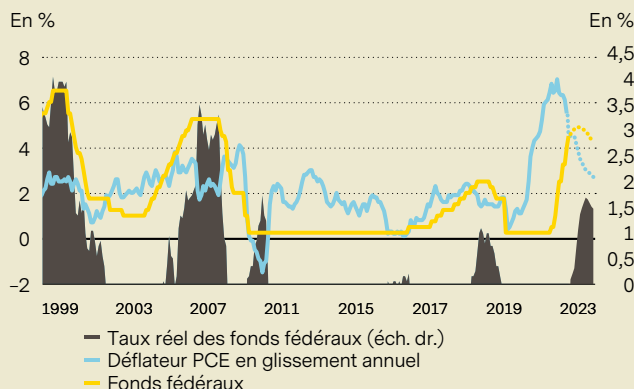
mente les taux (cf. les courbes en pointillés, graph. 1), le taux réel des fonds fédéraux sera positif en février 2023 et approchera les 2% en fin d'année. La Fed devrait réduire les hausses de taux. Le marché intègre deux relèvements de 25 points de base lors des prochaines réunions, pour un taux directeur à 5%. Le marché anticipe des baisses de taux d'ici la fin de 2023, mais les responsables de la Fed envisagent des taux élevés «plus longtemps», jusqu'à ce qu'ils soient assurés que l'inflation se dirige de manière crédible vers l'objectif de 2%. Cette divergence entre les anticipations du marché et les signaux de la Fed sera probablement fondamentale pour l'orientation des rendements cette année. Nous partageons l'opinion selon laquelle la Fed devrait réduire les taux.

D'ici la mi-2023, les relèvements de taux devraient totaliser près de 475 pb, soit le cycle le plus rapide depuis des décennies. Cela devrait affaiblir la croissance, faire baisser l'inflation et tirer les rendements vers le bas en pentifiant la courbe des taux.

Les rendements obligataires tiendront principalement aux évaluations des taux directeurs maximaux et au calendrier des futures baisses. D'un point de vue historique, la phase actuelle, où les taux d'intérêt continuent d'augmenter mais où l'inflation se stabilise, voire baisse, favorise surtout la dette souveraine des pays développés.

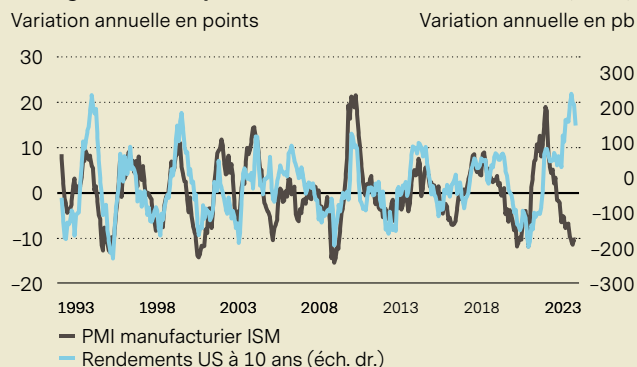
Pour les marchés du crédit, nous restons défensifs sur l'ensemble de l'allocation de crédit face aux emprunts d'État, et les spreads à haut rendement nous semblent moins séduisants. Les obligations des marchés émergents sont toutefois attrayantes de par la protection offerte par les spreads.

Graph. 1 : Le taux des fonds fédéraux approche d'un niveau vu comme restrictif



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : La dernière fois que les rendements et les PMI divergeaient à ce point, les rendements baissaient (1994)



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Actions des marchés émergents : le pire est passé



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

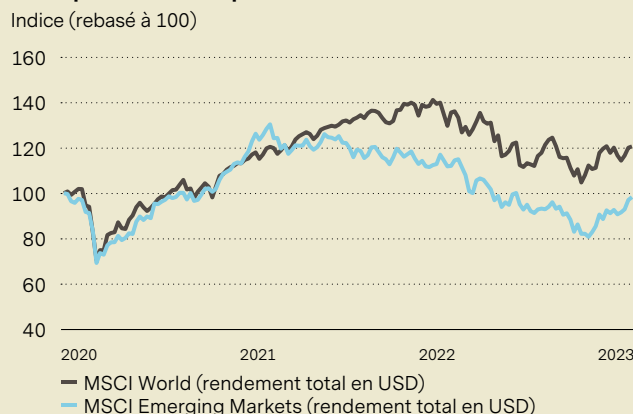
L'affaiblissement de la croissance chinoise et la vigueur du dollar US ont nui aux actions des marchés émergents ces deux dernières années. L'abandon de la politique chinoise du «zéro Covid» et la probable fin des hausses de taux US devraient mettre fin à ces vents contraires. Nous augmentons notre allocation à neutre.

L'histoire à long terme des actions des marchés émergents est claire. La croissance de la population et des richesses touche des marchés financiers sous-investis. Ceux qui ont une vision à long terme devraient par conséquent profiter de la hausse des bénéfices des entreprises et de la valorisation des actions. Mais les dernières années ont montré que c'est plus complexe.

La croissance a également faibli sur les marchés émergents, notamment en Chine, avec la Covid-19 et des confinements stricts. Mais la gouvernance est encore plus cruciale pour la sous-performance des actions émergentes. Si les actionnaires ont souvent été dilués par des augmentations de capital, les incertitudes politiques ont également fait fuir de nombreux investisseurs, car les gouvernements sont souvent mieux traités que les actionnaires.

Ces deux aspects, positifs et négatifs, devraient se maintenir sur le long terme. À moyen terme, le pire de la sous-performance semble toutefois être passé. Ces deux dernières années, les actions émergentes ont perdu près de 20 % face aux actions des marchés développés (cf. graph. 1). Le point d'entrée pourrait être pire, car les actions des marchés développés ont aussi connu une baisse marquée en 2022. La valorisation attrayante est positive. Mais les perspectives fondamentales s'améliorent également, ou ne sauraient être bien pires. Le moral des consommateurs chinois est au plus bas du fait de la politique «zéro Covid». Mais le gouvernement a abandonné cette politique à la fin 2022. Les indicateurs à «haute fréquence» telles que le nombre de passagers du métro ont fortement rebondi et confirment la réouverture de la plus grande économie émergente. Le cadre réglementaire s'est aussi assoupli en Chine, en tout premier lieu dans l'important secteur immobilier qui est mal en point. Les vannes monétaires ont été rouvertes et les nouveaux crédits sont facilités pour les promoteurs immobiliers. La répression des groupes technologiques chinois s'est aussi amoindrie. Ce point est crucial pour l'indice boursier des marchés émergents et ses nombreuses valeurs technologiques. La reprise chinoise devrait aussi profiter à d'autres marchés boursiers d'Asie, tels que Taiwan et la Corée du Sud. Enfin, le tableau d'ensemble mondial devrait aussi bientôt changer. L'inflation est clairement en baisse, ce qui devrait infléchir la politique restrictive de la Fed. L'affaiblissement du dollar US pourrait, comme par le passé, être défavorable aux actions émergentes (cf. graph. 2). Cela nous suffit pour abandonner notre position sous-pondérée dans les actions des marchés émergents.

Graph. 1 : Les actions des marchés émergents sous-performent depuis maintenant deux ans



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : L'affaiblissement du dollar US entraîne une sous-performance des actions des marchés émergents



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Il est temps de vous prendre le pouls, Docteur Cuivre



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Porté par les signaux positifs provenant de Chine et par d'autres facteurs macroéconomiques, le métal rouge a bien commencé l'année. Cette reprise pourrait se poursuivre, mais cela dépend en grande partie de la Chine.

Le cuivre est l'un des métaux de base les plus importants. Non seulement il est utilisé dans de nombreux pans de l'économie mondiale – réseaux électriques, chantiers et parcs automobiles, notamment –, mais il est également crucial pour la transition énergétique. Son adoption généralisée en fait souvent un indicateur fiable pour prédire la santé économique mondiale (d'où le surnom de Docteur Cuivre).

Demande en hausse et problèmes d'offre à foison

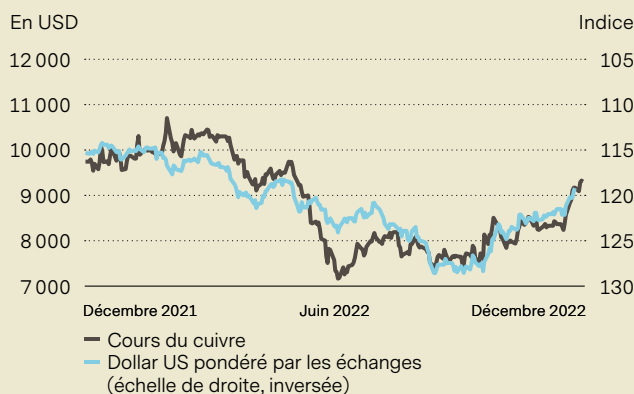
Compte tenu des difficultés qu'a connu l'économie mondiale en 2022, il n'est pas surprenant que le cuivre ait enregistré une baisse de 14% l'année dernière. Début janvier 2023, son cours était de 9000 dollars la tonne, son plus haut niveau depuis six mois (cf. graph. 1).

Cela tient principalement à la Chine et à des facteurs macroéconomiques. Avidement consommatrice de métaux, la Chine a non seulement mis fin à près de trois ans d'une stricte politique anti-Covid, mais elle soutient également son marché immobilier en difficulté (voir la section Points saillants du marché, page 6). Le cuivre a aussi bénéficié du pic de l'inflation US, des espoirs d'une Fed moins agressive et de l'affaiblissement du dollar US (le cuivre est négocié en dollars US, de sorte que tout affaiblissement du billet vert le rend moins cher pour les acheteurs non US).

Parallèlement, l'offre de cuivre fait face à toute une série de défis. Cela fait ainsi des années que le marché du cuivre souffre de sous-investissement. Les stocks de cuivre visibles suggèrent des niveaux de stocks dangereusement bas. Enfin, il existe également des défis spécifiques à chaque pays. Premier producteur mondial, le Chili a ainsi vu sa production de 2022 freinée par des problèmes d'eau et des grèves ; deuxième producteur, le Pérou est, lui, secoué par d'intenses troubles sociaux depuis l'éviction de l'ancien président Pedro Castillo en décembre 2022.

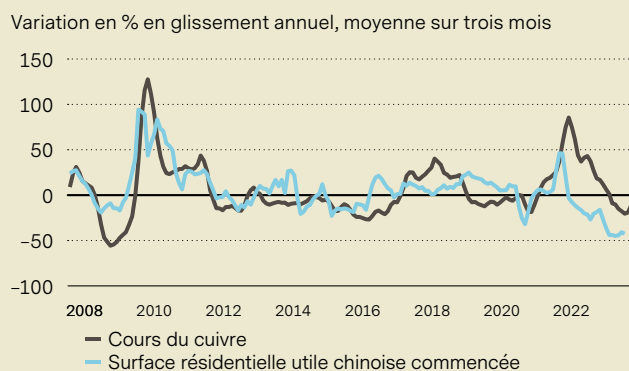
Tous ces défis liés à l'offre présentent de forts risques de hausse des prix du cuivre pour les mois à venir. Nous pensons néanmoins que l'«histoire du cuivre» dépend fortement, in fine, de l'«histoire de la Chine». Les efforts du gouvernement chinois pour soutenir son marché immobilier ont permis de sauver les promoteurs et de stabiliser la situation, mais il en faut plus pour accélérer le pouls du Docteur Cuivre (cf. Graph. 2).

Graph. 1 : Le cuivre a bien démarré l'année 2023



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Le redressement du secteur immobilier chinois est essentiel



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Le dollar US pourrait avoir atteint son pic



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Après un gain d'env. 25% depuis l'été 2021, le dollar US vient de subir une forte baisse. Une nouvelle tendance baissière s'amorce-t-elle ou les forces qui soutenaient le dollar à la hausse s'imposent-elles toujours ?

En 2022, la force du dollar a été la principale tendance sur le marché des changes. Si les relèvements rapides des taux et les réductions de bilan de la Fed ont pu être cruciaux pour la force du dollar, le billet vert a également bénéficié de son statut de valeur refuge. Face aux principales devises, l'indice du dollar pondéré par les échanges de la Fed était encore en hausse d'environ 8% en 2022, et ce, malgré l'affaiblissement du dollar en fin d'année.

Le ralentissement de la croissance observé aux États-Unis devrait persister, et le cycle de durcissement de la Fed touche probablement à sa fin. Les écarts de rendement relatifs s'ajustent donc et sont moins favorables au dollar. Tout cela suggère que les vents arrière qui portaient le dollar retombent lentement. En matière de valorisation (basée sur le taux de change effectif réel), le dollar est nettement surévalué, de sorte qu'un renversement de tendance pourrait s'imposer.

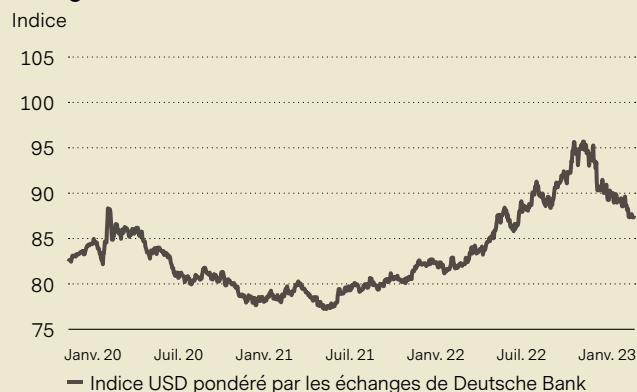
Il est vrai que si l'économie US connaissait un ralentissement sévère, le dollar ferait l'objet d'une demande en tant que monnaie refuge. Mais cela nous semble plus un scénario de risque qu'une fatalité. La Fed a rarement durci sa politique au point d'imposer un atterrissage brutal à l'économie US.

Qu'en est-il de l'euro ?

En 2022, les termes de l'échange de l'Europe (l'indice utilisé ici mesure la performance relative des prix des exportations et des importations de produits de base) ont souffert (cf. graph. 2) des prix des importations d'énergie. Cela a fortement impacté les balances des comptes courants, l'inflation, les revenus disponibles et l'euro. La douceur de l'hiver a toutefois fait chuter les prix du gaz naturel. Le choc négatif des termes de l'échange qui avait tant affecté l'euro s'est maintenant complètement inversé.

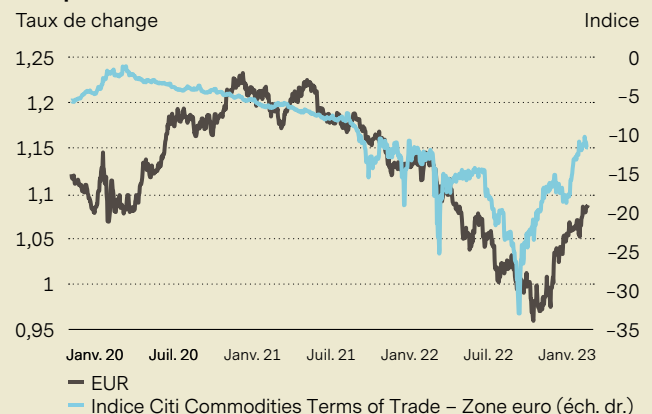
Le durcissement monétaire devrait impacter la croissance européenne. Pour l'heure, les données européennes dépassent les attentes et les tendances suggèrent le maintien d'une approche agressive de la part de la Banque centrale européenne (BCE). Les perspectives de la zone euro s'améliorent avec la baisse de l'énergie, la Chine engage la réouverture de son économie et la Fed semble ralentir ses relèvements. L'euro devrait continuer à profiter de la résilience de la croissance européenne.

Graph. 1 : Le dollar US pondéré par les échanges s'éloigne des sommets



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Le choc négatif des termes de l'échange s'est complètement inversé



Source : Bloomberg, Citi, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

La liste suivante présente les valeurs effectives, cours de change et prix pour le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et les prévisions d'inflation, les taux directeurs de la Banque centrale, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2021 à 2022, ainsi que les prévisions du consensus pour 2023 et 2024.

PIB (EN%)	2021	2022	ACTUEL¹	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	5,6	2,5	3,0	1,9	2,6
Zone euro	5,3	3,3	0,3	0,0	1,3
États-Unis	5,9	2,0	1,9	0,5	1,2
Japon	2,3	1,3	1,5	1,3	1,1
R.-U.	8,5	4,2	-0,3	-0,9	0,9
Suisse	4,3	2,0	0,7	0,6	1,6
Australie	5,3	3,6	0,6	1,8	1,6
Chine	8,4	2,8	0,0	5,1	5,0

INFLATION	2021	2022	ACTUEL²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	3,5	7,3	6,6	5,2	3,4
Zone euro	2,6	8,4	9,2	5,9	2,3
États-Unis	4,7	8,0	6,5	3,8	2,5
Japon	-0,3	2,5	4,0	1,9	1,1
R.-U.	2,6	9,1	10,5	7,1	2,5
Suisse	0,6	2,9	2,8	2,1	1,2
Australie	2,9	6,5	7,3	5,1	3,0
Chine	0,9	2,0	1,8	2,3	2,2

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	2,00	3,15	2,98
USD	0,25	4,50	4,50	5,05	4,30
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	3,50	4,20	4,00
CHF	-0,75	1,00	1,00	1,44	1,39
AUD	0,10	3,10	3,10	3,60	3,35
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,18	2,36	2,12
USD	1,5	3,9	3,50	3,65	3,32
JPY	0,1	0,4	0,39	0,44	0,44
GBP	1,0	3,7	3,37	3,50	3,17
CHF	-0,1	1,6	1,22	1,51	1,52
AUD	1,7	4,1	3,45	3,67	3,31

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2024
CHF / EUR	1,04	0,99	1,00	1,00	1,02
CHF / USD	0,91	0,94	0,92	0,93	0,92
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,71	0,73	0,74
CHF / GBP	1,23	1,12	1,14	1,14	1,14
USD / EUR	1,14	1,06	1,09	1,08	1,10
JPY / USD	115	130	130	130	125
USD / AUD	0,73	0,67	0,70	0,69	0,72
GBP / EUR	0,84	0,88	0,88	0,88	0,89
CNY / USD	6,37	6,91	6,79	6,80	6,68

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	88	89	88
Or, USD par once troy	1829	1824	1926	1783	1844
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	9324	8302	8450

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 23/01/2023

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Attestation des analystes

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

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

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

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

Bases et méthodes d'évaluation

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

2. Disclaimer et mention des sources

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

18 Informations légales

3. Directives et informations propres à certains pays

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

