

Vontobel

# Investors' Outlook

Choquer les voiles

Mars 2023

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Les perspectives s'améliorent, mais...

### 6 Points saillants du marché

Atterrissage en douceur ou récession ?

### 8 Point de vue

Syndicats: analyse des risques actuels

### 12 Gros plan sur les classes d'actifs

### 16 Prévisions

## Mentions légales

### Édition

Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

Elena Berton  
Sarah Davies  
Corinne Gretler  
Thomas Mahn  
Gabriela Mayer

### 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

**Sudhir Roc-Sennett**  
Head of Thought Leadership &  
ESG Quality Growth Boutique,  
Vontobel

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

### Fréquence de parution

Dix fois par an  
(prochaine édition: avril 2023)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

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

1<sup>er</sup> mars 2023

### Remarques

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

# Choquer les voiles

Chers lecteurs,

Face aux signes de ralentissement de l'inflation aux États-Unis, qui semblent indiquer que la Fed a probablement terminé le plus gros de son travail en matière de relèvement des taux d'intérêt, les investisseurs ont retrouvé une partie de leur confiance et les marchés ont commencé l'année 2023 en fanfare. Ces derniers ont également été très fortement portés par l'optimisme qu'a suscité la réouverture de la Chine et les espoirs de la voir soutenir l'économie mondiale.

Si les niveaux d'inflation et les mesures prises par les banques centrales à leur rencontre continuent de faire les gros titres, le relâchement des pressions inflationnistes a toutefois amélioré les perspectives de l'économie mondiale par rapport au mois dernier. Le marché du travail américain, qui s'est avéré extraordinairement résilient, ou le sentiment des consommateurs, qui s'est amélioré, en fournissent une bonne illustration. Bien que nous anticipions toujours une récession ainsi qu'une réduction des taux de la part de la Fed d'ici la fin de l'année, ce tableau augmente les chances d'assister à un «atterrissage en douceur», ce qui, en retour, signifie probablement que tout assouplissement des politiques monétaires mises en œuvre par les banques centrales devrait intervenir plus tard que prévu.

Deux camps se sont formés. Tandis que les haussiers misent sur un atterrissage en douceur dans le cadre d'une faible inflation, les baissiers anticipent une récession et une inflation évoluant de manière persistante à des niveaux élevés. C'est probablement sur une ligne médiane que devrait se trouver la vérité. En tout état de cause, les marchés boursiers intègrent désormais le principe d'un atterrissage court et en douceur et ont même peut-être pris un peu d'avance sur l'évolution à venir. Nous anticipons désormais une progression des risques à la baisse, une diminution du nombre d'opportunités et une hausse des valorisations. Nous avons ainsi immobilisé une partie des gains dont nous avons bénéficié depuis notre passage à surpondérer fin septembre, et réinvesti les produits ainsi dégagés dans des liquidités jusqu'à ce que nous ayons identifié un point d'entrée intéressant.



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

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, vous découvrirez notre point de vue sur les développements les plus récents des marchés et de l'économie. Vous trouverez également les détails de notre allocation d'actifs, notamment sur notre décision de réduire notre exposition aux actions US et de rester globalement neutres sur les titres obligataires, et les raisons nous faisant continuer à privilégier l'or dans un contexte fortement marqué par les risques géopolitiques, dont les récents incidents liés aux ballons ont fourni une illustration frappante.

Je vous invite à découvrir notre analyse du rôle des syndicats et des risques actuels liés au travail. Comme l'a montré le mois de février, même lorsqu'il est court, un mois peut être riche en événements. Alors que le premier trimestre de 2023 entre dans son dernier mois, nous voilà prêts à exploiter les vents soufflant sur les marchés.

.....  
→ **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

# Les perspectives s'améliorent, mais ...

**Si le mois de février est le mois le plus court de l'année, il n'a certainement pas été avare en événements. C'est la Fed qui a donné le coup d'envoi avec une hausse de 25 points de base, ce qui a porté son taux de référence des fonds fédéraux à une fourchette cible comprise entre 4,5 et 4,75 pour cent. Même si le président de la Fed, Jerome Powell, a reconnu que «le processus de désinflation a commencé», il a annoncé «quelques relèvements supplémentaires» au cours des mois à venir. La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont alors toutes deux relevé leurs taux directeurs respectifs de 50 points de base.**

La création de 517 000 emplois aux É.-U. a mis en évidence la résilience du marché du travail en janvier. Le pivot de la Fed ne devrait donc intervenir qu'au quatrième trimestre et le «taux terminal» devrait se révéler plus élevé que prévu. Les bonnes nouvelles risquent ici de devenir de mauvaises nouvelles, d'autant que les marchés se sont emballés. Après un parcours de qualité depuis la surpondération des actions à la fin du mois de septembre, nous avons maintenant immobilisé nos bénéfices en réduisant notre exposition aux actions US. Tous les autres points de vue régionaux demeurent inchangés.

Nous avons ainsi une opinion globalement neutre sur les actions et sommes prêts à redéployer les produits affectés aux liquidités dès la première occasion.

Nous restons globalement neutres sur les titres obligataires et surpondérés sur les emprunts d'État. Au vu de ses spreads attrayants, nous maintenons notre point de vue légèrement positif sur la dette des marchés émergents en monnaie forte. Même si nous anticipons toujours une récession, nous reconnaissons que les bilans des entreprises se montrent robustes. Un meilleur point d'entrée devrait toutefois se faire jour dans le courant de l'année pour renforcer l'exposition au crédit, de sorte que nous restons neutres sur le crédit Investment Grade et sous-pondérés sur le haut rendement. Nous restons neutres sur les matières premières, qui sont plombées par les craintes à court terme concernant la croissance, et nous surpondérons l'or, qui fait office de couverture. Enfin, nous restons neutres sur l'immobilier et négatifs sur les hedge funds. Voir les détails à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>			↗			Après la réduction tactique des actions – de surpondérer à neutre –, les produits sont alloués vont aux liquidités, qui passent donc de sous-pondérer à neutre. Mais nous sommes prêts à réinvestir du capital dès que de nouvelles opportunités d'entrée intéressantes se présenteront.
<b>2</b> <b>Obligations</b>			→			Sur 12 mois, avec les perspectives d'affaiblissement de l'économie US et de l'atteinte du « pic d'inflation », nous anticipons une baisse des rendements obligataires, car cela suit généralement la baisse de l'inflation. Nous restons donc neutres sur les titres obligataires. Nous restons surpondérés sur les emprunts d'État et légèrement positifs sur la dette des marchés émergents en monnaie forte dont les spreads sont attrayants. En attendant de meilleures opportunités, nous restons neutres sur les obligations Investment Grade et négatifs sur le haut rendement.
<b>3</b> <b>Actions</b>			↘			Nous surpondérons les matières premières depuis fin septembre 2022. Depuis les transactions, les indices MSCI World Net Total Return et S&P 500 Net Total Return ont progressé respectivement de près de 18 pour cent et de 15 pour cent (au 16 février, en USD). Ce rebond a été porté par l'espoir de voir le pic de l'inflation américaine qui pourrait ouvrir la voie à une politique monétaire désormais moins restrictive, ainsi que par une plus forte probabilité d'atterrissage en douceur que de profonde récession. Pour les entreprises, les prévisions de bénéfices de l'exercice 2023–24 ont été révisées à la baisse, et la tendance devrait se poursuivre à court terme. En l'absence de catalyseurs à court terme, le rebond pourrait faiblir et alimenter la volatilité sur les marchés. Nous avons donc réduit les actions US de surpondérer à neutre et, prudents sur l'économie mondiale tout en anticipant une récession US et un pivot ultérieur de la Fed, nous avons immobilisé certains gains. Les autres appréciations régionales restent inchangées à neutres sur les actions suisses, européennes et japonaises, et sur celles des marchés émergents. Nous sommes donc globalement neutres sur les actions.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Nous restons surpondérés sur l'or. L'attitude agressive de la Fed a réduit les prévisions d'inflation, fait grimper les rendements réels, stimulé le dollar US et freiné l'or l'an dernier. L'or devrait bénéficier d'un pivot de la Fed ainsi que de tout ce que cela impliquerait, tel qu'un affaiblissement du dollar US. Nous apprécions aussi la couverture qu'offre l'or face à l'escalade des risques géopolitiques. La guerre que mène la Russie contre l'Ukraine ou l'épisode des « ballons-sondes météo » chinois en fournissent de parfaites illustrations.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Nous restons neutres. Si l'histoire à long terme des matières premières demeure intacte du fait d'années de sous-investissements et de leur rôle dans la transition écologique, leur histoire à court terme est encore dominée par les craintes pesant sur la croissance mondiale.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous restons globalement neutres sur les investissements alternatifs et inchangés sur les sous-classes d'actifs : légère sous-pondération des hedge funds et neutres sur l'immobilier.

# Atterrissage en douceur ou récession ?

**La question est aujourd'hui sur toutes les lèvres : allons-nous, oui ou non, entrer en récession ? Ces dernières semaines, les marchés financiers ont cessé d'anticiper une récession, ce qui laisse présager un atterrissage en douceur. Un tel atterrissage paraît plus probable, mais nous envisageons toujours une récession.**



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

### **La récession la plus attendue de tous les temps est retardée**

Les prévisions sont toujours un exercice difficile, y compris celles des récessions. Les économistes sont ici souvent à la traîne des marchés financiers. C'est ce qui a fait tout l'intérêt de la fin de l'année dernière, lorsque les experts ont présenté leurs prévisions pour 2023. Plus des trois quarts des experts pariaient en effet sur l'imminence d'une récession. Nous étions comme eux. Mais la «récession la plus attendue de tous les temps», disaient les sceptiques railleurs, n'est pas advenue.

Pas encore, direz-vous, car l'année ne fait que commencer. Mais la publication de données économiques supérieures aux attentes semble indiquer que la probabilité d'une récession a baissé ces dernières semaines. Il est de plus en plus question d'un «atterrissage en douceur», c.-à-d. d'un ralentissement conjoncturel sans hausse du chômage. Les marchés financiers ont déjà exclu l'idée d'une récession ces dernières semaines. Les actions cycliques ont ainsi réalisé de bien meilleures performances que les actions défensives (cf. graph. 1). Bref, les marchés financiers doutent qu'une récession puisse avoir lieu en 2023.

### **Notre scénario de base pour 2023 envisage toujours une récession**

Fin 2022, plusieurs indices semblaient annoncer une récession. C'était notamment le cas pour l'inversion de la courbe de rendement. Depuis 1955, hormis en 1967, des récessions ont toujours eu lieu lorsque les rendements des emprunts d'État à 10 ans étaient inférieurs au taux des fonds fédéraux américains. Lorsque la courbe de rendement s'inverse, les investisseurs anticipent un affaiblissement des rendements, car les banques centrales doivent alors réduire leurs taux.

C'est en arguant de la hausse trop rapide et trop forte des taux d'intérêt que nous expliquions pourquoi l'économie allait se refroidir et que cela allait affecter des secteurs particulièrement sensibles aux taux d'intérêt. Cela est désormais patent. Aux États-Unis, sur le marché du logement, les ventes de logements neufs sont aussi faibles que lors de graves récessions. Les prix des logements baissent aussi dans de nombreux autres pays. Dans certains cas extrêmes, cela pourrait ouvrir un cercle vicieux et déboucher sur une dure récession.

Mais la hausse des taux d'intérêt a aussi un impact sur d'autres secteurs. Dans la dernière enquête de la Fed menée auprès des responsables du crédit, les banques font état d'une baisse de la demande de nouveaux prêts depuis la crise financière (cf. graph. 2). Cette baisse tient notamment à une moindre volonté d'investissement de la part des clients. Face aux perspectives moroses, les banques elles-mêmes ont durci les conditions de crédit. Les mesures de relance monétaire ou budgétaire nous semblent aussi faire défaut pour une reprise durable. Face à l'inflation élevée, les banques centrales maintiennent en outre le cycle de relèvement de leurs taux. La résilience des marchés du travail incite par ailleurs les gouvernements du monde entier à ne pas gaspiller leur poudre. D'autant qu'ils ne souhaitent pas entraver l'action des banques centrales contre l'inflation.

### L'hypothèse d'un atterrissage en douceur s'est renforcée

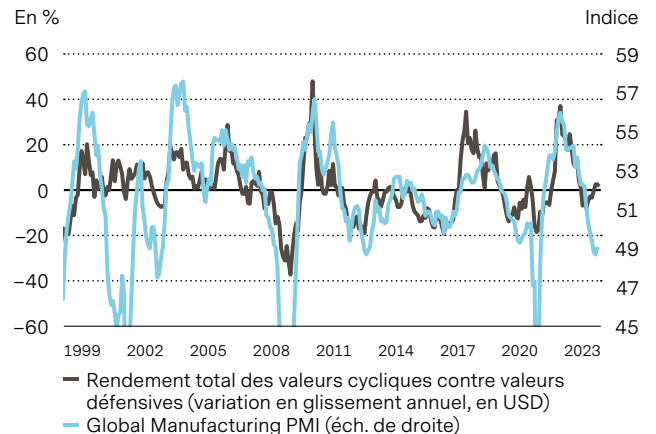
Une reprise de l'économie chinoise pourrait remettre en cause notre scénario de récession. La fin de la politique « zéro Covid » et le redémarrage de la croissance chinoise sont intervenus beaucoup plus rapidement que prévu. La mobilité croissante constatée en Chine confirme ce tableau. Pour le marché immobilier chinois les perspectives s'éclaircissent aussi. Tout cela est positif pour l'économie mondiale. Mais la croissance chinoise ne suffira probablement pas à empêcher une récession. Le facteur décisif sera de savoir si les dépenses des consommateurs US seront suffisantes. La baisse de l'inflation pourrait stimuler les salaires réels (cf. graph. 3) et y contribuer. Mais, pour le consommateur, c'est probablement le marché du travail qui sera déterminant. Toute hausse du chômage risque en effet d'affecter la consommation.

Pour l'heure, le marché du travail américain reste extrêmement solide. Le chômage a atteint des niveaux historiquement bas, en partie à cause d'une offre de main-d'œuvre plus faible qu'avant la pandémie du fait de départs à la retraite anticipés, de la baisse de l'immigration et de l'augmentation des personnes inaptes au travail.

Mais la demande de main-d'œuvre se refroidit déjà. Cela fait plusieurs mois que l'inflation et le ralentissement économique grèvent les marges et les bénéfices des entreprises. Combien de temps les entreprises résisteront-elles à cette situation avant de commencer à licencier ? On observe en tout cas que la volonté d'augmenter les salaires faiblit déjà. Autant de signes propres à affecter le moral des consommateurs.

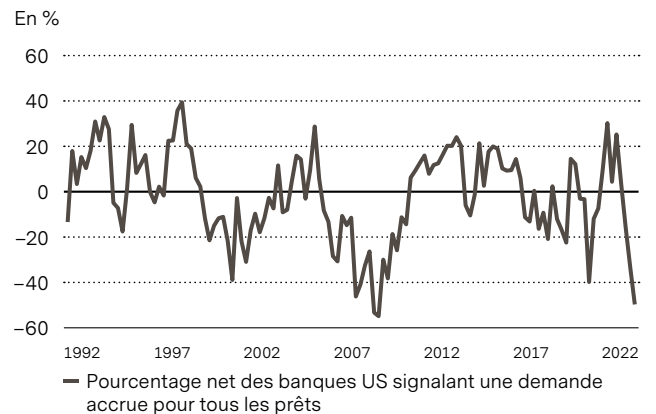
À terme, l'évitement d'une récession tel que l'intègrent actuellement les marchés financiers pourrait notamment dépendre de la politique de la Fed. Si l'inflation revient dans la fourchette cible de la Fed, les taux pourraient même baisser en cours d'année. Dans un cycle normal, c'est ce stimulus monétaire qu'il faudrait pour une reprise économique durable.

**Graph. 1 : Les marchés d'actions ont intégré un atterrissage en douceur ces dernières semaines**



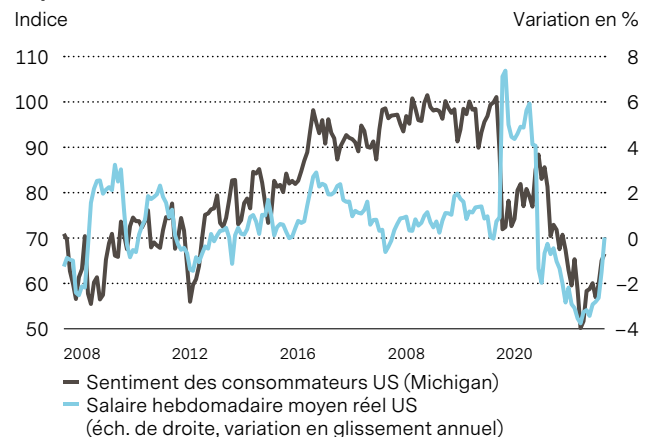
Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : La demande de nouveaux prêts aux États-Unis atteint des niveaux inconnus depuis la crise financière**



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 3 : La hausse des salaires réels améliore le pouvoir d'achat des consommateurs**



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

# Syndicats: analyse des risques actuels

Le monde postpandémique a conduit à une sorte de réveil du mouvement ouvrier. Agités par de vieilles préoccupations sur les salaires et la sécurité, les travailleurs en première ligne du monde entier ont levé le poing pour réclamer de meilleures conditions. Ces dernières années, les sociétés ont subi une hausse des coûts de la main-d'œuvre pour pourvoir les postes vacants et pour calmer la grogne de la main-d'œuvre existante – des camionneurs aux infirmières en passant par les ouvriers et les baristas. Quelles sont les principales caractéristiques des syndicats dans le monde, sur quoi repose la demande de syndicats et comment les investisseurs peuvent-ils identifier les risques ?





**Sudhir Roc-Sennett**

Head of Thought Leadership &  
ESG Quality Growth Boutique,  
Vontobel

La campagne visant à syndiquer des entreprises comme Starbucks et Apple a fait les gros titres. Cela a dynamisé les efforts de syndicalisation dans le monde entier, mais les régions, les secteurs ou les entreprises ne font pas tous face à la même menace ou à la même crise du coût du travail. Les disparités salariales peuvent affecter le moral et la productivité, et augmenter le taux de rotation tout en grevant la valeur d'une franchise. Certaines entreprises, dont les effectifs sont tous syndiqués, peuvent répercuter la hausse des coûts du travail sur les clients finaux.

Dans la plupart des marchés développés, l'âge d'or des syndicats est révolu. Ces 20 dernières années (après un pic d'adhésion dans les années 1950), hormis en Afrique du Nord et en Amérique du Sud, la part de syndiqués a diminué dans le monde. Si le resserrement des marchés, la Covid-19 et l'inflation ont suscité des remises en question (un sondage Gallup de 2022 montre que la cote des syndicats aux USA n'a jamais été aussi forte depuis 1965), le risque réel de résurgence d'une force ouvrière se situe dans les pays en développement. Il existe un lien entre la couverture des conventions collectives au sein des entreprises et la rentabilité (cf. graph. 1). Plus la couverture de la convention collective est élevée, plus les résultats sont faibles. Toute hausse surprise des effectifs syndiqués peut impacter fortement les entreprises ne pouvant pas répercuter leurs nouveaux coûts.

Exemple récent illustrant ce qui est en jeu pour les multinationales minimisant les risques liés au travail: Teleperformance, premier opérateur mondial de centres d'appels au monde avec 420 000 employés, basé à Paris. Un scandale très médiatisé lié à une activité de «modération de contenu» a entraîné une baisse à deux chiffres de la valeur des actions et dégradé la réputation du groupe. Les reportages sur son service chargé de supprimer les images macabres pour les clients des réseaux sociaux, ont suscité une réelle inquiétude quant à l'impact psychologique sur les employés et sur les salaires. Cette affaire a permis à la fédération syndicale internationale des services aux entreprises (UNI Global) d'obtenir l'assentiment du groupe sur un accord mondial.

# 10 Point de vue

## Pourquoi un travailleur adhère-t-il à un syndicat ?

Les syndicats sont voués à défendre et à promouvoir les intérêts de leurs membres via des négociations avec les employeurs. Leur évolution fut lente dans les économies industrialisées et ponctuée d'innombrables violences et souffrances pour des conditions de travail « normales » et considérées comme acquises : journée de huit heures, congés maladie payés, congés payés, conditions de travail sûres et abolition du travail des enfants. Les syndicats ont contribué à réduire la concurrence des cols bleus qui tirait les salaires vers le bas. Les syndicats comptent près de 214 millions de membres, auxquels s'ajoutent 300 millions de membres en Chine, et leur potentiel d'adhésion est grand dans les pays en développement.

Pour les employés situés au bas de l'échelle des richesses, la convention collective peut fournir des règles basiques (salaire décent, conditions de travail sûres, p.ex.). Elle est utile dans les cas où il n'existe pas de réglementation contraignante, comme la protection incendie dans les usines textiles. Dans les pays riches, où de nombreuses conditions de travail de base ont été codifiées au fil du temps, les syndicats ont dû élargir leur offre pour attirer les adhésions : réduction des écarts réglementaires entre les marchés (p.ex. les É.-U. sont l'un des deux seuls pays de l'OCDE à ne pas disposer d'un congé maladie obligatoire pour les employés à temps plein), octroi de bénéfices – au Danemark, en Suède et en Finlande, l'assurance chômage est volontaire et n'est pas gérée par les autorités publiques, mais proposée par les syndicats.

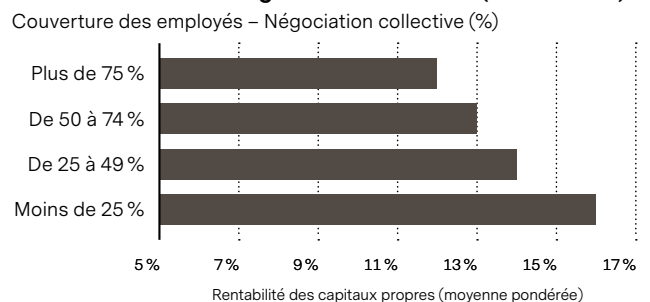
Pour les entreprises, ce qui importe, c'est la part des employés « couverts » par une convention collective. Avec une couverture de 100 pour cent, les questions centrales comme les salaires sont alors déjà couvertes. Le graph. 2 compare les deux mesures. Pour les marchés à faible densité syndicale et à faible couverture, la hausse du taux de syndicalisation induit souvent des coûts supplémentaires. Sur les nouveaux marchés, les syndicats s'appuient sur des fédérations syndicales nationales et internationales. Les syndicats locaux affiliés forment des fédérations nationales pouvant aussi être coordonnées à l'échelle mondiale. Chaque niveau apporte une spécialisation pour négocier ou exercer une influence. Il existe au moins neuf grandes fédérations internationales, chacune étant focalisée sur certains secteurs. Ce sont ces organisations qu'il faut surveiller, car elles peuvent soutenir leurs syndicats locaux affiliés et faire jeu égal avec une multinationale.

## Le marché du travail US

La plus grande économie du monde présente de très faibles densités et couvertures syndicales. La mondialisation, la concurrence de la main-d'œuvre sous la forme d'importations, l'automatisation accrue et l'essor de la « gig economy » ont infligé un demi-siècle de frustration aux travailleurs US. Dans le secteur manufacturier, la part de travailleurs US est passée de 22 pour cent en 1979 à 9 pour cent en 2019. Même si les cols bleus US n'ont pas connu d'augmentation de leur pouvoir d'achat, corrigé de l'inflation, depuis 47 ans, la participation syndicale n'est que de 10 pour cent, soit le niveau le plus bas depuis le début de son suivi en 1983 (où elle était de 20 pour cent). Qu'est-ce que ça a donné ?

Outre le manque de surveillance, qui a valu une mauvaise réputation de gouvernance aux dirigeants syndicaux, et les emplois manufacturiers qui ont souffert des importations allemandes et japonaises, le grand tournant est intervenu en 1981. Rejetant une offre généreuse de la nouvelle administration Reagan, la Professional Air Traffic Controllers Organization (PACTA) avait alors joué la surenchère et s'était mise en grève. Furieux, Reagan avait alors renvoyé les contrôleurs et un reflux s'était amorcé. Le taux de syndicalisation a chuté depuis, soutenu par la grande latitude laissée aux entreprises pour décourager l'organisation de syndicats. Aujourd'hui, les « Right to Work laws » (lois sur le droit au travail) garantissent que l'adhésion à un syndicat ou le paiement de cotisations syndicales ne sauraient conditionner une embauche. 27 des 50 États américains disposent de telles lois, couvrant ainsi un peu plus de la moitié de la population. Ces lois créent une concurrence entre États basée sur un coût du travail plus faible. À Detroit, nombre d'emplois syndiqués dans le secteur automobile ont ainsi été transférés dans des États régis par le « droit au travail » : la ville est à l'abandon.

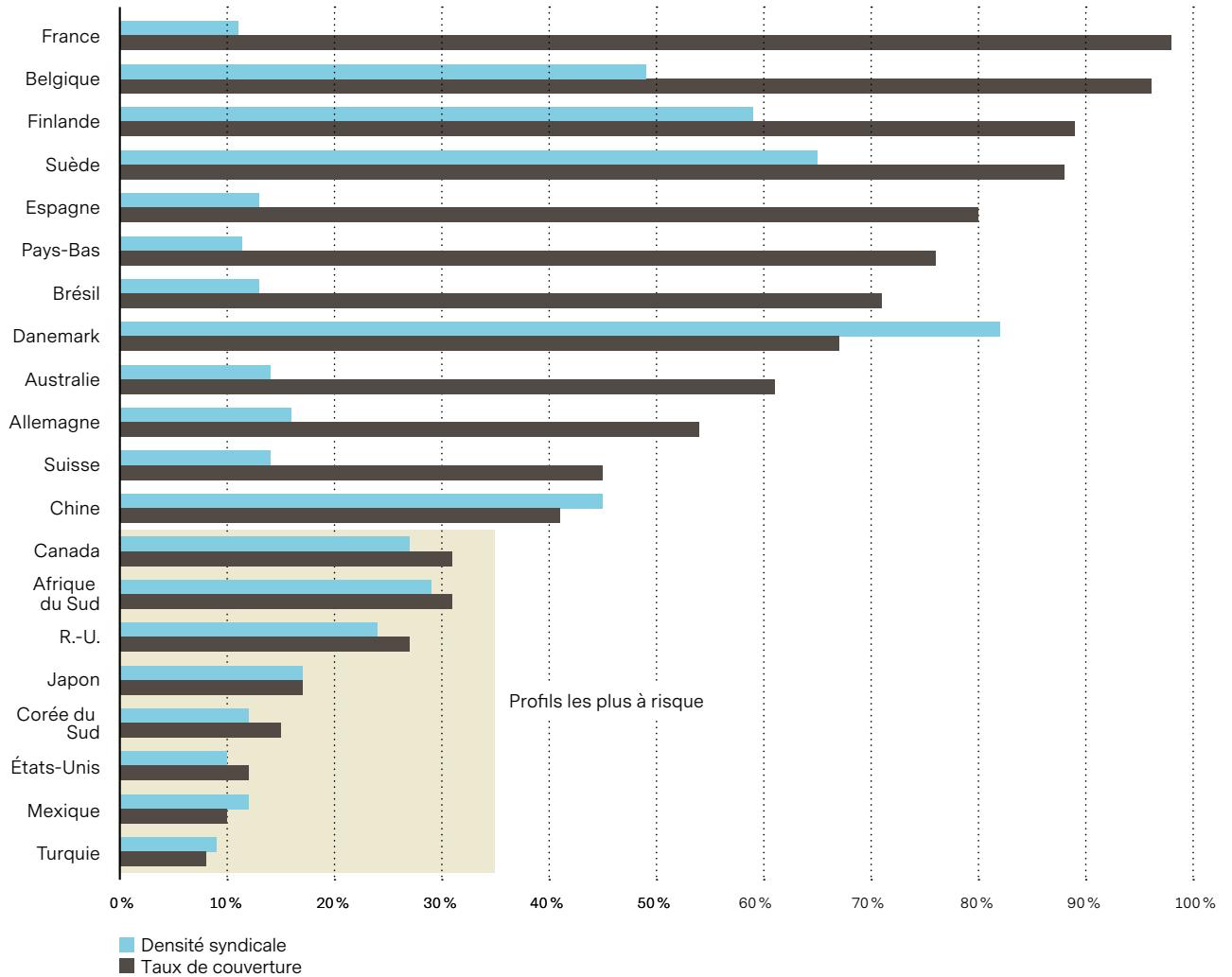
**Graph. 1 : Rentabilité des capitaux propres par niveau de couverture de la négociation collective (MSCI ACWI)**



Source : MSCI ESG Research, FactSet. En date de janvier 2023.

## Graph. 2 : Couverture de la négociation collective et taux de densité syndicale

Couverture des employés – Négociation collective (%)



Source : OECD. En date de janvier 2023.  
oecd.org/employment/ictwss-database.htm

Comment repérer les signaux d'alerte ? Aucune base de données ne permet de fournir à temps un signal d'alerte fiable sur les problèmes de main-d'œuvre à venir. Les actualités sur la grogne d'employés semblent être le meilleur indicateur. Un flux prolongé d'actualités négatives sur des employés mécontents, des coûts de la main-d'œuvre élevés par rapport au coût total des marchandises vendues et un faible pouvoir de fixation des prix pour répercuter les coûts supplémentaires sont aussi des indicateurs fiables.

Il y a un bénéfice mutuel pour les employés et les propriétaires d'entreprise à trouver un équilibre durable entre les besoins et les désirs. Si une entreprise traite ses employés suffisamment bien pour les motiver sans

syndicat, la franchise peut fonctionner sans être interrompue par des négociations ou des frictions évitables. Pour les entreprises n'étant pas en mesure de répercuter leurs coûts, l'arrivée ou la forte expansion d'un syndicat peut en amenuiser la valeur. La mutation de nos manières de travailler et la reconnaissance accrue du fait que les salaires sont vitaux pour la croissance économique, interdit d'envisager la question de la main-d'œuvre comme un simple poste de dépenses. Les investisseurs doivent rester à l'écoute, car le travail est important, et il évolue. Lire l'article ici.

Lire l'article complet:

[am.vontobel.com/fr/insights/unions-101-a-review-of-current-labor-risks](https://am.vontobel.com/fr/insights/unions-101-a-review-of-current-labor-risks)

## Maintien du cap sur les titres obligataires



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

**Les données récentes ayant montré que l'atteinte de l'objectif d'inflation pourrait être longue et cahoteuse, les rendements ont augmenté et les écarts se sont élargis. Les investisseurs ont aussi revu à la baisse l'éventualité d'un atterrissage brutal.**

Nous restons globalement neutres sur les titres obligataires. Nous sommes surpondérés sur les titres d'État et des marchés émergents en monnaie forte, neutres sur les obligations d'entreprises Investment Grade et sous-pondérés sur le haut rendement. L'impact de la Fed restera important sur les rendements du Trésor, lesquels reflètent déjà une baisse de la dynamique cyclique et des attentes d'inflation à long terme. L'écart de rendement négatif sur la courbe US indique un risque de récession accru et une baisse de la demande mondiale. L'écart de taux d'intérêt entre le bon du Trésor à trois mois et les bons du Trésor US à 10 ans est devenu négatif en octobre, après l'écart de rendement entre l'emprunt à 2 ans et à 10 ans. L'inversion de la courbe des taux marque l'inquiétude face aux relèvements de la Fed, lesquels augmentent le risque de récession. Sauf nouvelle détérioration de la croissance, les rendements obligataires à court terme ne devraient pas baisser durablement.

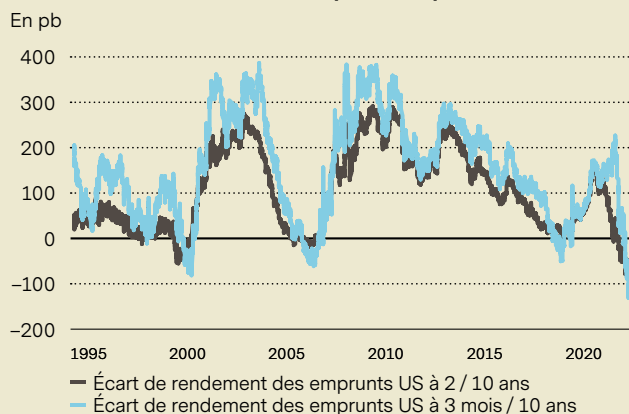
Les écarts des obligations d'entreprises se sont resserrés à des niveaux offrant une protection insuffisante contre la dynamique de croissance en baisse. Alors que la Fed cherche à durcir sa politique monétaire, la performance des obligations d'entreprises face à la dette publique est en décalage avec les indicateurs prévisionnels de croissance. Les politiques monétaires restrictives affectent généralement les rendements du marché du crédit.

**Les normes de prêt se détériorent (conditions plus strictes), ce qui favorise l'élargissement des spreads.**

L'absence de valorisations attrayantes, la hausse des risques cycliques pour la rentabilité des entreprises et les risques associés de dégradation et de défaillance nous poussent à sous-pondérer les titres à haut rendement.

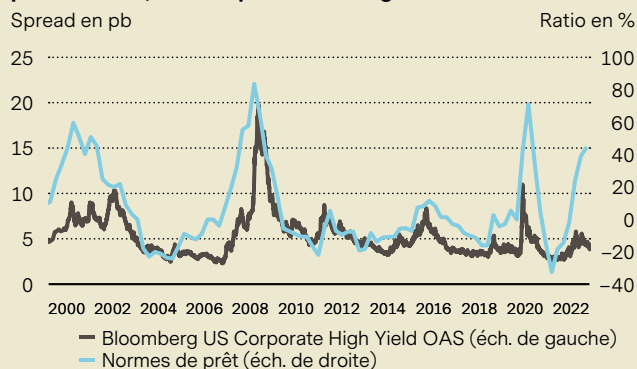
La dernière enquête de la Fed menée auprès des responsables du crédit est préoccupante: les normes de prêt se sont durcies, ce qui complique l'accès aux prêts commerciaux et industriels (C&I) et pourrait se traduire par des rendements et des écarts plus élevés. Le durcissement des normes de prêt est souvent corrélé à une hausse des spreads (cf. graph. 2). Or les prêts C&I peuvent parfois fournir un financement d'urgence aux entreprises ; sans eux, certaines entreprises pourraient avoir plus de mal à gérer leur dette. Sur les marchés émergents, les valorisations s'améliorent et deviennent intéressantes, avec des spreads d'équilibre offrant une certaine protection. Avec la combinaison exceptionnelle de rendements élevés, de valorisations attrayantes et d'un contexte mondial plus favorable aux titres obligataires, les perspectives semblent plus constructives pour la dette des marchés émergents.

**Graph. 1 : Les rendements du Trésor reflètent déjà un affaiblissement de la dynamique cyclique**



Source : Bloomberg, Vontobel

**Graph. 2 : Les normes de prêt se détériorent (conditions plus strictes) et les spreads s'élargissent**



Source : Bloomberg, Vontobel

# « Should I stay or should I go » – il est temps de souffler un peu



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

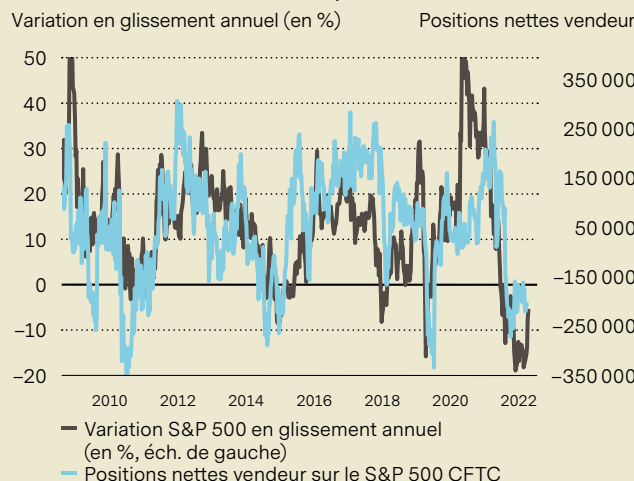
**La légendaire chanson punk rock des Clash a été écrite en 1981, près d'un an après le pic d'inflation de plus de 14 pour cent des prix à la consommation atteint aux États-Unis en mars 1980. Sur cette période, le S&P 500 avait enregistré une progression absolue de plus de 30 pour cent. Quelque chose de similaire s'est produit depuis le pic de l'inflation US de la fin de l'été 2022. Faut-il maintenant partir et immobiliser certains gains ?**

Les actions ont connu un rebond substantiel depuis la fin septembre 2022. Cela tient notamment aux signes de modération de l'inflation aux États-Unis et en Europe, à l'affaiblissement du dollar US, à la réouverture de l'économie chinoise, à la fluidification des chaînes d'approvisionnement, à des données économiques meilleures que prévu, à la baisse des prix de l'énergie, à une saison hivernale plus douce que prévu en Europe et – last but not least – à une modeste augmentation des liquidités globales des banques centrales. Ces facteurs renforcent les chances d'un atterrissage en douceur au lieu d'une récession profonde et redoutée (mais largement anticipée). Cela a eu un impact favorable sur le sentiment qui prévalait à la veille de la nouvelle année, et s'est traduit par un positionnement court des investisseurs sur les actions (cf. graph. 1).

Depuis le début du mois de janvier, la baisse des rendements, ainsi qu'une réunion du Federal Open Market Committee moins agressive que prévu en février, ont enclenché une rotation importante vers des secteurs plus (tôt) cycliques et orientés vers la croissance, notamment la technologie, les biens de consommation cycliques et l'industrie. Dans le même temps, la croissance, la qualité et les petites tailles ont surperformé les styles valeur, rendement et momentum, ce qui a joué en faveur des actions européennes et américaines, suivies des marchés émergents (cf. graph. 2). Au niveau des entreprises, les prévisions de bénéfices pour l'exercice 2023–24 ont continué de baisser depuis septembre, malgré des publications et des perspectives initiales légèrement encourageantes pour 2023. Sans véritable soutien fondamental, cela a inévitablement donné lieu à une réévaluation substantielle des multiples de valorisation sur la plupart des marchés.

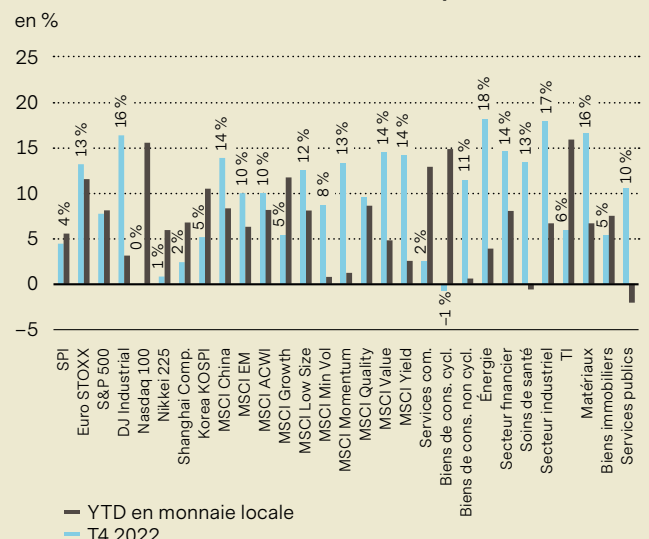
Si les indicateurs techniques des marchés boursiers restent modérément favorables à court terme, une nouvelle détérioration de la croissance économique est toutefois attendue. Cela devrait peser sur les bénéfices et le sentiment, et alimenter la volatilité des marchés boursiers. Pour l'instant, du fait de nos perspectives toujours prudentes pour l'économie mondiale, lesquelles englobent la probabilité d'une récession US et le scénario d'un pivot de la Fed plus tardif que prévu, nous penchons donc plutôt du côté des partisans du « il faut partir ». Dans une optique opportuniste, nous immobilisons certains gains en réduisant à neutre notre position en actions, contre surpondérer depuis fin septembre.

**Graph. 1 : Au T4, des positions courtes proches des niveaux des crises dette euro, et financière mondiale**



Source : Bloomberg

**Graph. 2 : Fortement axé sur les technologies, le Nasdaq a connu son meilleur début d'année depuis 20 ans**



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

# Perspectives pour le pétrole : vents contraires à court terme, vents arrière à long terme



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

Le pétrole a tiré son épingle du jeu au cours des deux dernières années. Après l'effondrement lié à la pandémie en 2020, lorsqu'il se négociait même à moins de 37 dollars US le baril, l'or noir est remonté à environ 75 dollars US à la fin de 2021, et a même parfois bondi à plus de 120 dollars US l'année dernière. Cela fait toutefois quelques mois que les nuages s'amoncellent à l'horizon.

## Craintes de récession, solidité des stocks et production russe: des vents contraires à court terme.

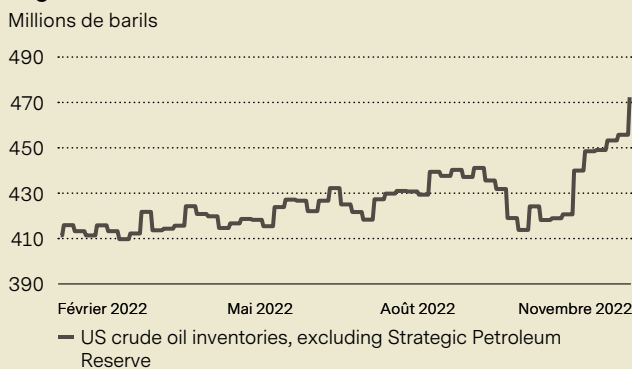
Outre les inquiétudes persistantes concernant la récession, le haut niveau des stocks de pétrole pèse également sur le prix du pétrole. Après plusieurs années de politique « zéro Covid », la Chine dispose toujours de réserves suffisantes. L'offre des États-Unis est également solide : le gouvernement y a récemment annoncé la libération prochaine de 26 millions de barils supplémentaires de sa réserve stratégique sur le marché. En dehors de la réserve stratégique de pétrole, les stocks y ont également augmenté de manière significative (cf. graph. 1).

Un autre vent contraire souffle probablement en provenance de la Russie. Contre toute attente, au lieu de diminuer, la production pétrolière russe a augmenté de 2 pour cent (à 535 millions de tonnes, soit 10,7 millions de barils par jour) l'année dernière. Si les pays occidentaux ont évité l'Oural russe, l'Inde et la Chine ont bénéficié de la forte réduction des prix sur d'autres qualités. Le plafonnement des prix et les sanctions ont, par ailleurs, considérablement affaibli les revenus que tire la Russie des secteurs pétrolier et gazier. C'est dans ce contexte qu'une réduction de la production de 500 000 barils par jour a été annoncée (car tout resserrement de l'offre est susceptible de tirer les prix du pétrole vers le haut).

## La persistance du sous-investissement devrait soutenir les prix du pétrole à long terme

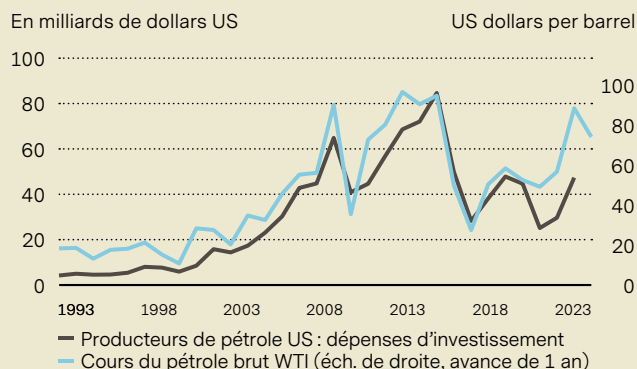
Malgré les vents contraires qui soufflent à court terme, les perspectives à plus long terme pour le pétrole demeurent constructives. Si les grands groupes pétroliers ont plus que doublé leurs bénéfices l'année dernière (à 219 milliards de dollars US), la réglementation accrue et d'autres facteurs les incitent peu à investir dans de nouvelles capacités de production (cf. graph. 2). L'accent est donc plutôt mis sur la satisfaction des investisseurs auxquels sont distribués de copieux dividendes et proposés des programmes de rachat d'actions. De nouvelles années de sous-investissement sont donc à prévoir dans le secteur, ce qui, à plus long terme, représente un risque haussier pour les prix du pétrole.

**Graph. 1 : Les stocks de pétrole US ont récemment augmenté**



Source : département US de l'Énergie, Vontobel  
Au 17 février 2023

**Graph. 2 : La croissance des dépenses d'investissement devrait rester modérée**



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel  
Au 17 février 2023

# Qu'y a-t-il derrière le rebond du dollar US ?



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

**Le dollar continue tranquillement de récupérer une partie de ses lourdes pertes enregistrées depuis octobre. Cela tient clairement à la réévaluation du cycle de la Fed, où domine le camp du «plus élevé plus longtemps». Mais qu'en est-il de la tendance de fond ?**

Constatant la persistance de l'attitude agressive de la Fed, la plupart des investisseurs anticipent désormais des taux US élevés pendant une période plus longue que prévu. Si la rhétorique intransigeante de la BCE soutient également un rendement positif de l'euro, le différentiel relatif entre l'euro et les États-Unis s'est toutefois assoupli, de sorte que la paire EUR/USD se trouve exposée après un rebond porté par le rendement au cours des trois derniers mois. Les marchés financiers écoutent les faucons de la Fed et s'ajustent de manière substantielle au cycle de la Fed, car les données relatives à l'activité économique et aux prix s'avèrent plus robustes que prévu aux États-Unis. Le rebond actuel du dollar nous semble constituer une correction vers une tendance baissière sous-jacente en 2023.

En l'absence de clarté quant aux principaux aspects variables, nous tablons dans l'ensemble sur une évolution latérale de l'indice USD au cours des prochaines semaines; quant aux risques, ils restent orientés vers un affaiblissement du dollar US plutôt qu'une poussée soutenue vers des niveaux plus élevés. Pour être plus durable, le rebond du dollar US nécessiterait une nette détérioration des perspectives macroéconomiques mondiales.

## Et qu'en est-il de l'euro ?

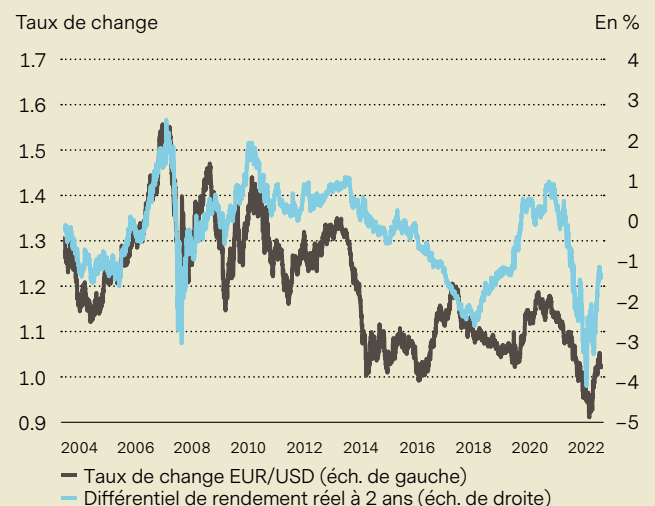
L'accumulation de preuves indiquant que l'économie régionale a bien mieux résisté à la crise énergétique que beaucoup ne le craignaient a d'autant plus permis à l'euro de s'apprécier que la menace s'est maintenant estompée. Plus récemment, cependant, l'euro s'est consolidé. Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, la BCE a réaffirmé son intention d'«augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier». De fait, après le retard pris sur la Fed au sortir de la pandémie, la BCE est désormais déterminée à relever les taux d'intérêt afin de maintenir l'inflation sous contrôle. Cela constitue un net avantage pour l'euro, car il aura beaucoup plus à faire valoir que le dollar US en matière de hausse de taux.

**Graph. 1 : Le dollar récupère une partie des lourdes pertes subies depuis octobre**



Source : Bloomberg, DB, Vontobel

**Graph. 2 : L'euro bénéficie toujours largement de l'évolution des différentiels de taux d'intérêt**



Source : Bloomberg, DB, 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.

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

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

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR	-0,50	2,00	2,50	3,33	3,21
USD	0,25	4,50	4,75	5,10	4,30
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,08
GBP	0,25	3,50	4,00	4,25	3,95
CHF	-0,75	1,00	1,00	1,48	1,45
AUD	0,10	3,10	3,35	3,65	3,45
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,45	2,34	1,97
USD	1,5	3,9	3,81	3,62	3,29
JPY	0,1	0,4	0,51	0,61	0,60
GBP	1,0	3,7	3,49	3,30	3,01
CHF	-0,1	1,6	1,45	1,53	1,51
AUD	1,7	4,1	3,81	3,67	3,31

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS POUR LA FIN 2024</b>
CHF / EUR	1,04	0,99	0,99	1,00	1,01
CHF / USD	0,91	0,94	0,92	0,92	0,92
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,69	0,72	0,74
CHF / GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,15
USD / EUR	1,14	1,06	1,07	1,09	1,12
JPY / USD	115	130	134	127	124
USD / AUD	0,73	0,67	0,69	0,71	0,73
GBP / EUR	0,84	0,88	0,89	0,89	0,89
CNY / USD	6,37	6,91	6,86	6,75	6,60

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	88	88	93
Or, USD par once troy	1829	1824	1845	1839	1873
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8988	8525	9163

<sup>1</sup> Dernier trimestre disponible

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

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 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](http://vontobel.com)

